



صندوق النقد العربي  
ARAB MONETARY FUND

## موجز سياسات

العدد 33 - نوفمبر 2023

# تحولات الاقتصاد العالمي و خيارات السياسة النقدية

إعداد:

د. أحمد رجب

ملخص تنفيذي:

تقوم فكرة هذا الموجز على استشراف اتجاهات التغيير المحتملة بتوجهات عمل السياسة النقدية خلال السنوات القليلة القادمة، من خلال استعراض بعض مواطن الضعف في بنية الاقتصاد الدولي الحالية في ظل تحولات الاقتصاد العالمي، من حيث ارتفاع معدلات التضخم الأساسية، وتراجع معدلات النمو الاقتصادي، وتراكم حصيلة الديون السيادية عبر دول العالم، مع تسارع وتيرة وحدة التغيرات المناخية، إلى جانب تزايد زخم التطورات التقنية ذات التطبيقات المالية، إضافة إلى تراكم التحديات الاقتصادية والاجتماعية والبيئية، وبما قد يغير بشكل ملموس من طبيعة أولويات وتوجهات السياسة النقدية خلال الفترة المقبلة.

## محتوى العدد

1. رحلة صعود: كيف انتقل الحديث حول أزمات الاقتصاد من الهامش إلى المتن؟
2. سمات مميزة: ما هي أبرز ملامح موجة التضخم الحالية مقارنة بالموجات السابقة؟
3. تحولات مُركبة: كيف اختلفت السياقات التي تواجه السياسة النقدية الآن عن ذي قبل؟
4. مبادلات صعبة: ما هي أولويات عمل السياسة النقدية خلال السنوات المقبلة؟
5. ملاحظات ختامية والطريق نحو المستقبل
- 11 قائمة المراجع والقراءات المقترحة
- 12

## 1. رحلة صعود: كيف انتقل الحديث حول أزمات

### الاقتصاد من الهامش إلى المتن؟

أعلنت مؤسسة "كولينز"، المُصدرة للقاموس الشهير تحت نفس الاسم، اختيار "permacrisis" 1 - بمعنى الأزمة الدائمة - كمصطلح العام في 2022، حيث احتل التعبير المركز الأول في قائمة التجميع السنوي لأكثر عشرة تعبيرات جديدة بالملاحظة ضمن قاعدة بيانات القاموس، والتي تضم ما لا يقل عن 18 مليار كلمة (Turnbull, 2022).

ويأتي اختيار هذا المصطلح، بحسب خبراء المؤسسة، ليعكس طبيعة التحديات متعددة الأبعاد التي تواجه الاقتصاد العالمي خلال الفترة الأخيرة، والتي أعادت تشكيل مختلف مناحي الحياة الاقتصادية والاجتماعية والصحية والبيئية، بما يتطلب إيجاد حلول جذرية وفعالة ومستدامة لهذه التحديات خلال الفترة القادمة.

هنا يأتي السؤال، كيف انتقل الحديث حول أزمات الاقتصاد خلال السنوات القليلة الماضية من هامش إلى متن النقاشات الجارية؟ للإجابة على هذا التساؤل، ينبغي علينا بدايةً، ملاحظة السياقات المختلفة التي يتم فيها توظيف هذا المصطلح لتوصيف طبيعة الأزمات أو التحديات التي يمر بها الاقتصاد العالمي خلال الآونة الأخيرة.

بمراجعة متأنية للأدبيات الاقتصادية، نجد أنه تم توظيف المصطلح الجديد للتعبير عن أربعة أبعاد متداخلة لواقع التحديات الاقتصادية الجديد. يتصل البعد الأول منها بحالة التواتر والتكرار والاستمرارية التي صارت جزءاً من طبيعة تحديات الاقتصاد خلال الفترة الأخيرة. أما ثاني هذه الأبعاد، فيتعلق بوضعية التشابك والارتباط والسببية بين التحديات المختلفة داخل بنية الاقتصاد الواحد أو عبر الاقتصادات المختلفة، فيما يرتبط البعد الثالث بغياب وجود توافق واضح حول الأسباب الحقيقية لبدائيات وجذور وأصول هذه التحديات. هذا، ويتمحور البعد الرابع حول عدم قدرة أدوات وإجراءات وسياسات الاقتصاد الحالية على معالجة الأسباب الفعلية لهذه التحديات، بما قد يسهم في إعادة إنتاجها مرة أخرى (Sherwood, 2022).

بسبب هذه التحولات المركبة في طبيعة أزمات الاقتصاد، يواجه صانعو السياسات حول العالم صعوبة في التوصل إلى مزيج السياسات الملائم لمعالجة هذه التحديات.

بشكل مبدئي، يمكن لاستمرار هذه الأزمات لفترات طويلة دون حل جذري أن يقوض معدلات النمو الاقتصادي على المدى البعيد. كذلك، قد يدفع تراكم الأزمات، خاصة إذا ما كانت ناتجة بالأساس عن اختلال هيكل الاقتصاد الكلي، إلى تفاقم حدة التفاوتات عبر القطاعات الإنتاجية والفئات الاجتماعية. في نفس الوقت، تقتضي الطبيعة المتداخلة للأزمات الراهنة ضرورة تنفيذ الحلول بشكل تعاوني لتكون أكثر فعالية في ضوء تنامي مطالبات الدول الناشئة بتحسين تمثيلها النسبي في الأنظمة الاقتصادية والتجارية والمالية القائمة. أخيراً، يمكن أن تؤدي المعالجة المتوازنة لهذه التحديات إلى خلق فرص جديدة تعمل على تسهيل الانتقال إلى نظام اقتصادي دولي أكثر استدامة. على هذا، تحاول هذه الورقة استشراف موقع السياسة النقدية ضمن هذا الوضع الجديد عبر طرح أسئلة، مثل:

- كيف يمكن لموجة التضخم الراهنة التحول إلى اتجاه بنوي يؤثر على إدارة السياسة النقدية بالمستقبل؟
  - ما الثمن التضخمي للخروج من حالات التباطؤ الاقتصادي، وهل هناك تغير بنوي في صيغة هذه المبادلة مؤخراً؟
  - كيف يؤثر تزايد أعباء خدمة الديون السيادية على إدارة المسارات المستقبلية للسياسة النقدية؟
  - ما آليات إدماج آثار التحول نحو اقتصاد منخفض الكربون ضمن نماذج صناعة السياسة النقدية؟
  - كيف يمكن تطويع الطفرة التقنية الراهنة لتعزيز الشمول والاستقرار الماليين ضمن أطر النظام النقدي؟
  - ما التعديلات اللازمة بصياغة السياسات النقدية لتحقيق نتائج أكثر عدالة ومرونة وشمولاً؟
- من خلال محاولة الإجابة على هذه الأسئلة الملحة، يمكننا طرح بعض الرؤى حول توجهات السياسة النقدية المستقبلية المطلوبة لمواجهة التحديات الاقتصادية الراهنة.

## 2. سمات مميزة: ما هي أبرز ملامح موجة التضخم

### الحالية مقارنة بالموجات السابقة؟

لقد شهد العالم خلال الثلاث سنوات الماضية العديد من المستجدات المتسارعة التي غيرت ملامح الاقتصاد الكلي، بما قد يُعيد رسم مسارات السياسة النقدية خلال المستقبل القريب. فضمن توليفة متنوعة من التحديات، برز كل من وباء كورونا المستجد والتطورات الجيوسياسية التي تشهدها أوروبا كأولوية. بشكل واضح، أثرت جائحة كوفيد-19 على جانبي العرض والطلب في الاقتصاد بالتزامن. على إثر ذلك، كان هناك توافق نادر بين صانعي السياسات حول العالم على الخطوط العريضة لكيفية العلاج: سياسة نقدية توسعية وحزم ضخمة للتحفيز المالي. في المقابل، ساهمت هذه التدخلات، ولو جزئياً، في ارتفاع معدلات التضخم بشكل قياسي، ومراكمة الديون السيادية عبر دول العالم، مع بداية انتشار تباطؤ اقتصادي واسع المدى.

في هذا السياق، يسلط الشكل (1) الضوء على الارتفاعات الأخيرة في معدل التضخم حول العالم. بقرارة سريعة للشكل نستنتج ثلاث ملاحظات أساسية حول خصائص موجة التضخم الحالية مقارنة بالموجات السابقة: تتعلق أول ملاحظة بعمق الصدمة الراهنة من حيث معدل التسارع، قوة الارتداد، والاستمرارية، فيما تتصل الملاحظة الثانية بنطاق موجة التضخم الأخيرة الذي يغطي معظم دول العالم المتقدمة والناشئة والنامية، بينما تكشف آخر ملاحظة عن هيكل صدمة التضخم والذي شمل كلاً من قطاعي السلع والخدمات.

بشكل مختصر، تختلف الموجة الحالية للتضخم عن الموجات السابقة في عدة نواح:  
**دوافع جديدة:** بدأت أغلب الموجات السابقة للتضخم نتيجة الزيادات الكبيرة في الطلب الكلي مقارنة بالعرض الكلي من السلع والخدمات في المقام الأول. بالمقارنة، فإن موجة التضخم الحالية مدفوعة بمجموعة مختلفة من العوامل، بما في ذلك اضطرابات سلاسل التوريد العالمية، وارتفاع أسعار مواد الطاقة والغذاء، وتغير هيكل سوق العمل في العديد من الدول المتقدمة، إلى جانب عودة الطلب الاستهلاكي إلى مستويات فترة ما قبل الجائحة.

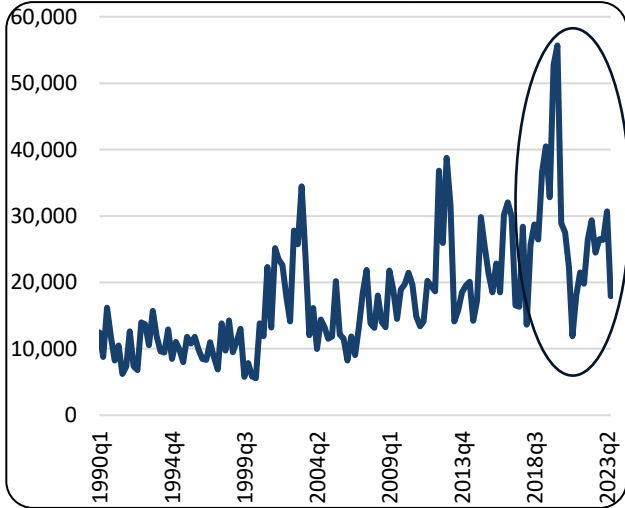
العالمي خلال الوقت الراهن، لمزيد من التفاصيل حول هذا الطرح يُرجى مراجعة (Lawrence, 2022).

<sup>1</sup> ومع ذلك، يعتقد البعض بأن مصطلح "polycrisis" يعد أكثر دقة من مصطلح "permacrisis" للتعبير عن طبيعة الأزمات التي تواجه الاقتصاد

على سبيل المثال، تؤثر الزيادات الأخيرة بأسعار الفائدة، للحد من ارتفاع معدلات التضخم، على استدامة المالية العامة، وخاصة فيما يرتبط بتراكم أرصدة الدين العام. كذلك، تؤثر التوترات التجارية بين البلدان المختلفة على فعالية نتائج السياسة النقدية عبر تغذية تقلبات أسعار الصرف. فيما تؤثر المخاطر البيئية، مثل تغير المناخ، على مخرجات السياسة النقدية عبر تغيير أنماط توافر الموارد وديناميكيات السوق (، OECD, 2021).

على هذا النحو، يعمل واضعي السياسات على تحليل الروابط المشتركة بين التحديات المختلفة عند تصميم حلول السياسات البديلة. إذ يمكن لتداخل هذه التحديات أن يخلق حالة من عدم اليقين بشأن السياسات المطبقة، خاصة حينما تدفع الحاجة إلى معالجة أزمات معينة إلى تبني تدابير ذات آثار جانبية تتعارض مع تحديات أخرى، بما يفاقم من حالة عدم اليقين بالاقتصاد. ضمن هذا السياق، أخذ المؤشر العالمي لعدم التأكد من السياسات منحاً صعودياً خلال الأعوام الأخيرة مع تداخل تحديات الاقتصاد. إذ يظهر الشكل (2) ارتفاع حالة عدم التأكد من السياسات إلى أعلى مستوياتها في أعقاب جائحة كوفيد-19، مع تراجعها نسبياً بعد ذلك. فيما تظل المستويات الأخيرة من عدم اليقين استثنائية بشكل كبير، مع وجود فترات معدودة خلال العقود الستة الأخيرة اقترب فيها المؤشر من القيم الحالية، نذكر منها، أزمة أسواق النفط في السبعينيات، وأحداث الحادي عشر من سبتمبر، والأزمة المالية العالمية.

شكل 2. مؤشر عدم التأكد العالمي بشأن السياسات خلال الفترة 1990Q1-2023Q3



المصدر: قاعدة بيانات مؤشر عدم التأكد العالمي بشأن السياسات، صندوق النقد الدولي، أكتوبر 2023.

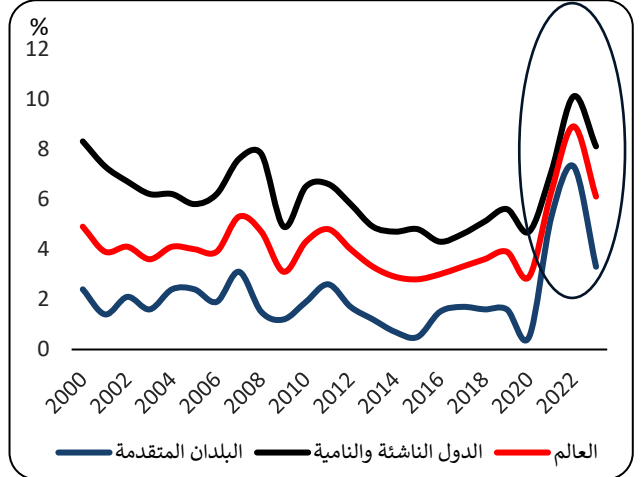
ملاحظات: يتم حساب قيمة المؤشر عن طريق عد كلمة "غير مؤكد" أو أي كلمات أخرى تدل على نفس المعنى كنسبة من إجمالي عدد الكلمات الواردة في التقارير القطرية الصادرة عن وحدة الاستخبارات الاقتصادية (EIU) خلال الربع محل الدراسة، ثم يتم إعادة حساب المؤشر بالضرب في مليون، بحيث يشير الرقم الأكبر (الأصغر) إلى درجة أعلى (أقل) من عدم التأكد.

كذلك، تكشف البيانات التفصيلية للمؤشر عن ملاحظتين أساسيتين: تتصل الأولى بوجود تزامن أكبر بين نوبات عدم اليقين بالبلدان المتقدمة عنها بالأسواق الصاعدة والدول النامية، بسبب قوة الروابط النقدية والمالية والتجارية بين هذه الدول.

**أعراض مختلفة:** اتسمت الموجات السابقة من التضخم بالاعتدال النسبي، حيث لم تجاوز معدل التضخم السنوي حاجز العشرة بالمائة إلا في حالات معدودة. في المقابل، اتسمت الموجة الحالية من التضخم بالحدة، حيث تجاوز معدل التضخم السنوي في العالم حاجز التسعة بالمائة خلال عام 2022، فيما تعدى متوسط معدل التضخم المحقق في الاقتصادات الناشئة والنامية حاجز العشرة بالمائة، وفقاً لقاعدة بيانات صندوق النقد الدولي في إبريل 2023.

**نطاقات متباينة:** تميزت موجات التضخم السابقة بقصر عمرها النسبي مع تركزها في مناطق جغرافية معينة. في المقابل، امتد تأثير هذه الموجة إلى معظم بلدان العالم، المتقدمة منها والنامية، فيما تشير توقعات صندوق النقد الدولي في إبريل 2023 إلى أنها قد تستمر حتى نهاية عام 2023. وهنا يأتي السؤال: هل تعتبر ارتفاعات التضخم الأخيرة مجرد عرض يزول بزوال أسبابه أم أنها بداية لحقبة جديدة يسودها التضخم المرتفع؟

شكل 1. معدل التضخم السنوي في العالم، البلدان المتقدمة، والناشئة، والنامية 2000-2023\*



المصدر: قاعدة بيانات صندوق النقد الدولي، إبريل 2023. \* 2023: توقعات.

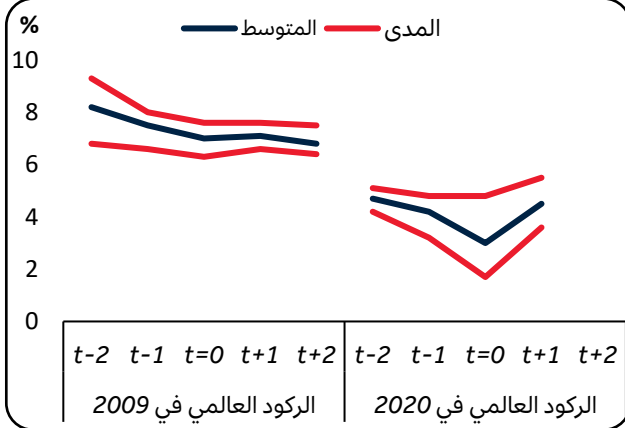
في الحقيقة، إن الوصول إلى إجابة قاطعة بشأن السؤال السابق ليس أمراً بسيطاً، إذ لا يزال الجدل قائماً بين الاقتصاديين حول طبيعة التطورات الأخيرة في معدلات التضخم ومن ثم تأثير ذلك على مآلات السياسة النقدية في المستقبل. على هذا، تحاول هذه الورقة البحث في طبيعة العوامل الكامنة وراء موجة التضخم الحالية والتي قد تدفع الوضع الراهن أن يتحول إلى اتجاه بنيوي جديد، وبما يؤثر على خيارات السياسة النقدية بالنهاية.

### 3. تحولات مركبة: كيف اختلفت السياقات التي تواجه السياسة النقدية الآن عن ذي قبل؟

#### 1.1.3 تحديات اقتصادية متشابكة

يواجه العالم خلال الوقت الراهن مجموعة متداخلة من تحديات الاقتصاد، مثل ارتفاع معدلات التضخم، وتراكم مستويات الديون، وتباطؤ معدلات النمو، إضافة إلى عدد من الصدمات الجيوسياسية والصحية والبيئية، بما يشكل تحدياً متعدد الأوجه أمام صانعي السياسات بسبب ترابط مسببات هذه الأزمات، وبما يضاعف معه معالجة بعضها بمعزل عن البعض الآخر (WEO, 2021).

### 3.ج: خسائر النمو حول الأزمة: البلدان الصاعدة والنامية



المصدر: قاعدة بيانات النمو المحتمل، البنك الدولي، إبريل 2023.

ملاحظات: يظهر المحور الأفقي الزمن، حيث يمثل (t) سنة الركود اللاحق على الأزمة: عام 2009 بعد الأزمة المالية لعام 2008 وبعدها جائحة كوفيد-19. يعبر "المتوسط" عن متوسط بسيط لسبعة مقاييس نمو محتملة فيما يعكس "المدى" الحدين الأقصى والأدنى لمتوسط النمو المُقدر.

ضمن هذا السياق، قارنت دراسة حديثة للبنك الدولي بين مسارات تعافي نمو الناتج العالمي بعد الركود الاقتصادي الناتج على كلي من الأزمة المالية العالمية في عام 2008 وجائحة فيروس كورونا بعام 2019. بحسب الشكل (3.ج)، تشير تقديرات البنك الدولي إلى تحمل الاقتصاد العالمي لخسائر أكبر في متوسط نمو الناتج خلال الفترة اللاحقة على جائحة كوفيد-19 مقارنة بمتوسط الخسائر في معدل نمو الناتج الناجمة عن تداعيات الأزمة المالية العالمية (Kose and Ohnsorge, 2023).

ما لا يقل أهمية عن هذه النتيجة هو ما تبرزه المقارنة بين أداء الاقتصادات المتقدمة مع الأسواق الصاعدة والبلدان النامية خلال الأزميتين كما يظهر في الشكلين (3.ب) و (3.ج). فعلى خلاف الوضع بالاقتصادات المتقدمة والتي لا تُظهر مسارات تعافي معدلات نمو الناتج فيها فرقاً ملموساً بين الأزميتين، نجد أن خسائر معدلات نمو الناتج كانت أكبر في الأسواق الناشئة والدول النامية خلال الفترة اللاحقة لأزمة كورونا في عام 2019، وذلك بالمقارنة مع الفترة التالية على الأزمة المالية العالمية في عام 2008.

### 3.3. تأثيرات قطاعية غير متماثلة

بحسب كيفية تنفيذها، يمكن للسياسة النقدية أن تؤثر بشكل غير متناسب على الأفراد والجماعات والشركات والقطاعات المختلفة. إذ تؤكد نتائج العديد من الدراسات على ميل السياسات التوسعية إلى دعم القطاع المالي على حساب مقاومة عدم المساواة في الدخل فيما قد تترك السياسات الانكماشية آثار جانبية أكبر على كل من الشركات الصغيرة وشرائح المجتمع ذات الدخل المنخفض (Furceri et al., 2019; Claus and Nguyen, 2020; Debortoli et al., 2020).

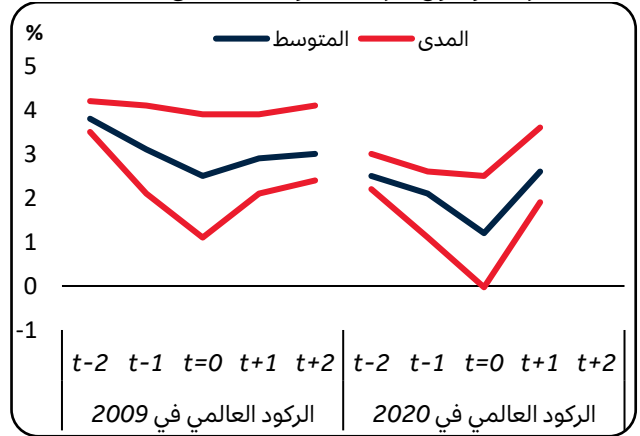
على سبيل المثال، يمكن أن تفيد القرارات الأخيرة للبنوك المركزية برفع أسعار الفائدة، أصحاب الفوائض المالية من المدخرين، ولكنها في الوقت نفسه تضر المقترضين والأسر ذات الدخل المنخفض التي تعتمد على الائتمان الممنوح من البنوك.

فيما تؤكد الثانية على ارتفاع درجة عدم اليقين بالدول النامية بالمقارنة مع البلدان الصاعدة والمتقدمة، بسبب تأثر وتعرض هذه الدول بشكل أكبر إلى صدمات الاقتصاد الخارجية، والكوارث البيئية والصحية، والأحداث السياسية الداخلية، بما يؤكد أهمية مراعاة هذه الفروق النسبية بين الدول عند تصميم حلول السياسات.

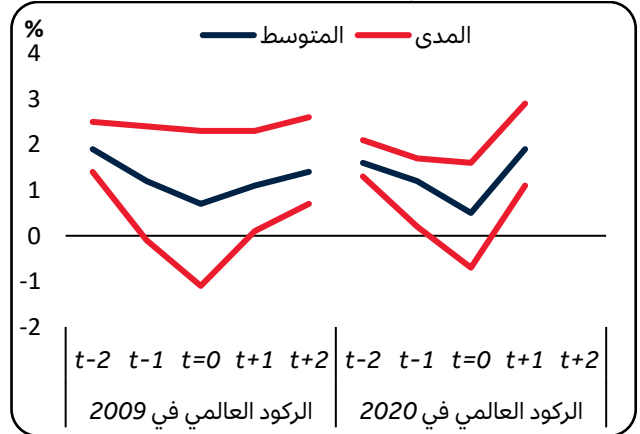
### 2.3. تداعيات كلية ممتدة

يمكن أن يسهم تعاقب الأزمات الاقتصادية مثل التضخم المفرط مع تباطؤ النمو أو أزمات القطاع المالي في تعميق مفهوم الأزمات الدائمة، بسبب التداعيات طويلة المدى لهذه الأزمات على أوضاع الاقتصاد الكلي وعلى مستوى معيشة الأفراد، والتي تشمل، فقدان الوظائف، وتراجع الدخل والأصول والثروات، وغيرها من النتائج السلبية التي يمكن أن تستغرق سنوات وربما عقود حتى يتم التعافي الكامل منها (WEO, 2017).

شكل 3. خسائر نمو الناتج الناجمة عن الركود الاقتصادي مقارنة بين توابع أزميتي 2008 و2019 وأ. خسائر النمو حول الأزمة: المتوسط العالمي



### 3.ب: خسائر النمو حول الأزمة: الاقتصادات المتقدمة





ذات المساهمة الأضعف في سلاسل الإمداد العالمية بشكل أكبر كما واجهت شروطاً أصعب للحصول على التمويل المتاح (UNCTAD, 2021).

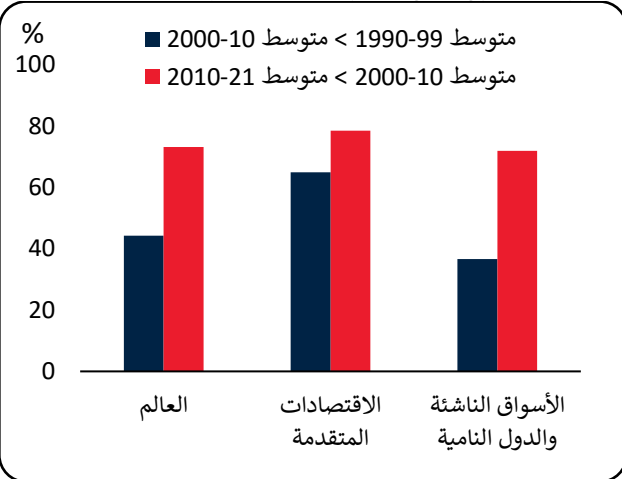
في سياق متصل، كان للتقدم التقني تأثير مزدوج على انتشار عدوى الأزمات الاقتصادية بين الدول. فمن ناحية، سهلت التقنيات الحديثة تكامل الأسواق المالية، بما سرع من انتشار الأزمات المحلية عبر الحدود كما حدث في الأزمة المالية العالمية (Reinhart and Rogoff, 2009). ومن ناحية أخرى، أتاحت هذه التقنيات مرونة أكبر في مواجهة الأزمات المختلفة، مثل إتاحة آليات مرنة للعمل "عن بعد" والتجارة الإلكترونية أثناء الجائحة. كذلك، عززت تقنيات الذكاء الاصطناعي والبلوكشين من إدارة المخاطر المالية. ومع ذلك، يمكن أن يؤدي انتشار التقنيات الحديثة أيضاً إلى مقاومة المخاطر الحالية وخلق مخاطر جديدة، مما قد ينعكس على حالة الاستقرار المالي في النهاية (Gong, et al., 2022).

#### 4. مبادلات صعبة: ما هي أولويات عمل السياسة النقدية خلال السنوات المقبلة؟

##### 1.4. أزمات بنوية وخيارات محدودة

شهد الاقتصاد العالمي خلال الثلاثة أعوام الأخيرة تباطؤاً هيكلياً في معدلات نمو الناتج، من المتوقع أن يستمر خلال العقد القادم، بحسب توقعات البنك الدولي في إبريل 2023. يشير هذا التباطؤ إلى تراجع معدل النمو الأقصى الذي يمكن للاقتصاد العالمي تحقيقه على المدى البعيد دون التسبب في رفع معدلات التضخم، واستناداً إلى الاتجاهات الحالية للاقتصاد العالمي، يُتوقع أن ينخفض معدل النمو المحتمل خلال العقد المقبل إلى أقل مستوى له مقارنة بالعقود الثلاثة الماضية.

شكل 4. نسبة الدول ذات معدلات النمو المتراجع بحسب مجموعات الدول خلال العقود الثلاثة الأخيرة (%)



المصدر: قاعدة بيانات النمو المحتمل، البنك الدولي، إبريل 2023.

يوضح الشكل (4) تزايد نسبة الدول ذات النمو المتراجع في مجموعات الدول المختلفة خلال الثلاثة عقود الأخيرة. في الاقتصادات المتقدمة، ارتفعت نسبة الدول ذات النمو المتراجع خلال الفترة من 2010 إلى 2021 إلى 78% بعدما لم تكن تتعدى 65% خلال الفترة من 2000 إلى 2010. خلال نفس الفترة، تضاعفت نسبة الدول ذات النمو المتباطئ ضمن مجموعة الأسواق الناشئة والدول النامية من نحو 36% خلال

كذلك يمكن أن يؤدي رفع أسعار الفائدة إلى إبطاء وتيرة النمو الاقتصادي والتأثير بشكل غير متناسب على صناعات معينة مثل البناء والعقارات.

في هذا السياق، أظهرت دراسة حديثة أعدها *et al., (2021) Chetty* كيفية مفاومة السياسة النقدية التوسعية من درجة عدم المساواة في الدخل في الولايات المتحدة الأمريكية أثناء فترة جائحة كوفيد-19. بشكل أكثر تحديداً، لم تسهم السياسة النقدية التوسعية التي تم اتباعها خلال فترة الوباء، والتي لعبت دوراً حاسماً في دعم زخم التعافي الاقتصادي، في الحد من حالة عدم المساواة، بعدما واجه العمال ذوي الدخل المنخفض أعلى معدل خسائر في الوظائف مقارنةً ببقية شرائح الدخل.

على الجانب الآخر، أبرزت دراسة أخرى أعدها *Fairlie et al., (2020)* أن السياسات النقدية التوسعية بأعقاب جائحة كوفيد-19 لم تكن على نفس درجة الفعالية فيما يتعلق بإتاحة التمويل الميسر للشركات الصغيرة بالمقارنة مع الشركات الكبيرة. حيث أرجعت الدراسة، ضمن جملة من الأسباب، انخفاض إيرادات الشركات الصغيرة بنسبة أكبر من الشركات الكبيرة أثناء الجائحة إلى ضعف فعالية السياسة النقدية في إتاحة الائتمان بشكل متناسب لجميع الشركات، بغض النظر عن حجمها النسبي.

##### 4.3. ضغوط اجتماعية متزايدة

ساهم تسارع الأزمات الاقتصادية خلال السنوات الأخيرة في زيادة الضغوط على متخذي القرار نحو اتخاذ إجراءات عاجلة للتخفيف من تداعيات هذه الأزمات على الفاعلين الاقتصاديين من شركات وأفراد. فيما قد تنتج هذه الضغوط المتزايدة لاستعادة استقرار الاقتصاد الكلي في أسرع وقت، عواقب سياسات غير مقصودة، ساهمت بحسب كثير من الدراسات التطبيقية في مفاومة تحديات الاقتصاد الكلي في الأجل الطويل (WEO, 2017).

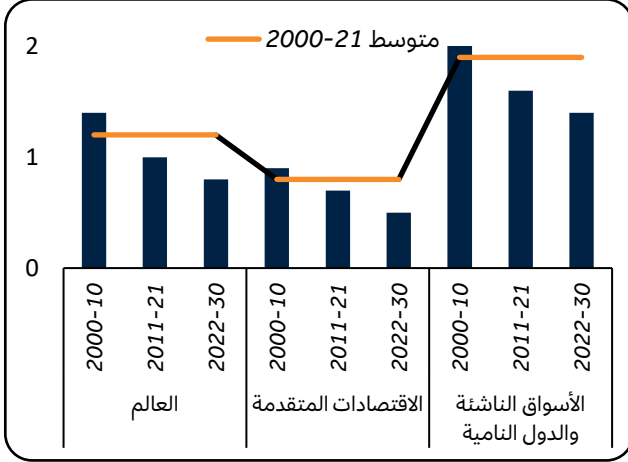
على سبيل التأكيد، نفذت العديد من البلدان حول العالم حزم سياسات ضخمة لتحفيز الطلب المحلي وتعزيز النمو الاقتصادي خلال فترة الأزمة المالية العالمية في عام 2008. وعلى الرغم من فعالية هذه التدابير في تنشيط الاقتصاد الكلي على المدى القصير، فقد جادل البعض بأنها ساعدت في تراكم أرصدة الدين العام في العديد من البلدان، مما أثر سلباً على استقرار الاقتصاد الكلي على المدى البعيد (Alessandri et al., 2022).

إضافة إلى ذلك، يمكن أن يكون لتواتر الأزمات الاقتصادية تأثير مشوش على عملية صنع السياسات ذاتها عن طريق تسليط تركيز متخذي القرار على سياسات بعينها دون الأخرى. على سبيل المثال، جددت الأزمة المالية العالمية في 2008 تركيز صانعي السياسات على قضايا الاستقرار المالي، حيث نفذت الحكومات في جميع أنحاء العالم إصلاحات مكثفة لدعم استقرار النظام المالي ومنع تكرار هذه الأزمات بالمستقبل (G20, 2009). رغم ذلك، فقد كان لهذه السياسات عواقب غير مقصودة، مثل زيادة تكلفة الاقتراض بالنسبة للشركات الصغيرة والحد من توافر الائتمان (Holton et al., 2014).

##### 5.3. تشابك دولي غير مسبوق

يمثل التشابك غير المسبوق بين الأسواق المالية والتجارية والتقنية في العالم أحد أهم أسباب تنامي وانتشار تداعيات أزمات الاقتصاد في منطقة معينة على باقي مناطق العالم. ولعل ما كشفته جائحة كوفيد-19 من تأثير شدة اندماج سلاسل الإمداد العالمية على حساسية هذه السلاسل تجاه اضطرابات حلقات الإنتاج والتوزيع خير دليل على ذلك. كذلك، كشف الوباء عن عدم مساواة في تحمل تبعات هذه الصدمات، إذ تأثرت الدول

شكل 6. معدلات نمو الإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج في مجموعات الدول المختلفة خلال العقود الثلاثة الأخيرة



المصدر: Baker, Bloom, and Davies (2016); Dieppe and Matsuoka (2019); World Health Organization Global Health Outlook; United Nations Population Statistics; World Bank

ملاحظات: متوسطات مرجحة بحجم الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة محل الدراسة. يضم متوسط الاقتصادات المتقدمة 29 دولة، فيما يضم متوسط الأسواق الناشئة والدول النامية 53 دولة.

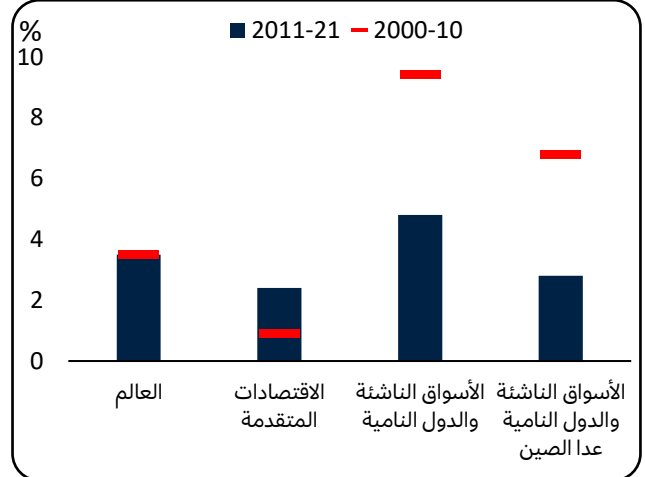
يبين الشكل (6) التراجع المستمر في متوسط معدلات نمو الإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج في الاقتصاد العالمي خلال العقدَيْن بين 2000 و 2020. المُثير للانتباه هنا هو تراجع معدلات نمو الإنتاجية الكلية في كل من الدول المتقدمة والأسواق الناشئة والنامية على حدٍ سواء، حيث وصل متوسط التراجع في معدل نمو الإنتاجية إلى 0.2 نقطة مئوية في الدول المتقدمة بين العقدَيْن 2010-2000 و 2021-2011، بينما وصل معدل التراجع إلى ثلاثة أضعاف هذه النسبة (0.6 نقطة مئوية) في الأسواق الناشئة والدول النامية. فيما يتوقع البنك الدولي استمرار تراجع هذه المعدلات في كل مجموعات الدول خلال العقد القادم 2022-2030 ما لم تُتخذ إجراءات تصحيحية عاجلة.

في سياق متصل، يُشير الشكل (7) إلى توقف نمو نسبة السكان في سن العمل في العالم منذ عام 2005، فيما يُتوقع استمرار هذا الاتجاه خلال العقد المقبل بالكامل. يُعزى السبب الأساسي في ذلك الركود إلى زيادة معدلات الشيخوخة والتراجع الكبير في نسبة السكان في سن العمل بالاقتصادات المتقدمة. ما يدعو لمزيد من القلق هنا هو عدم قدرة الأسواق الناشئة والدول النامية على تعويض ذلك التراجع مع ركود أحجام قوة العمل لدى هذه المجموعة، وخاصة في الصين، والتي لطالما لعب نمو قوة العمل دوراً مهماً في دفع معدلات النمو بها.

الفترة من 2000 إلى 2010 إلى 72% خلال الفترة من 2010 إلى 2021. الأمر الذي انعكس في المجمل على تراجع متوسط معدلات نمو الاقتصاد العالمي إلى أدنى مستوى لها خلال الفترة الزمنية الممتدة عبر العقود الثلاثة الماضية.

لكن، كيف تراجعت معدلات النمو الاقتصادي في العالم بهذه الوتيرة المطردة خلال العقود الثلاثة الفائتة؟ تكمن الإجابة على هذا التساؤل في تراجع زخم القوى المولدة لهذا النمو بالأساس خلال حقبة الاعتدال العظيم في الفترة منذ منتصف الثمانينات وحتى بواكر الأزمة الاقتصادية العالمية في عام 2008. في هذا الخصوص، يشير البنك الدولي إلى ثلاثة عوامل رئيسية تقف وراء تراجع النمو العالمي منذ أوائل التسعينيات من القرن العشرين: انخفاض معدلات نمو الإنتاجية الكلية لعوامل الإنتاج، وتراجع معدلات الاستثمار الكلي، وتباطؤ معدلات نمو قوة العمل، وخاصة بالاقتصادات المتقدمة والتي تتمتع بإنتاجية مرتفعة لفترة طويلة.

شكل 5. متوسطات معدلات نمو الاستثمار في مجموعات الدول المختلفة خلال العقدَيْن الأخيرَيْن



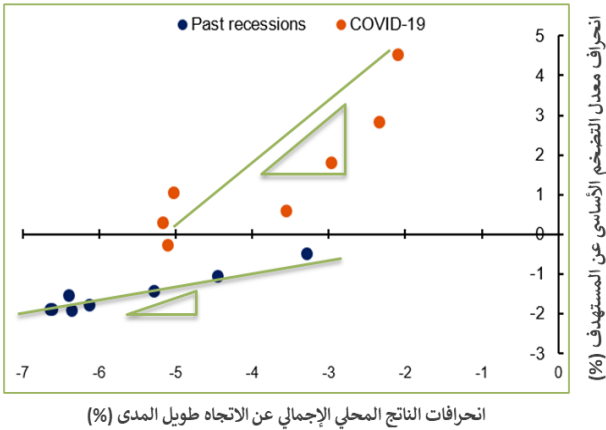
المصدر: Baker, Bloom, and Davies (2016); Dieppe and Matsuoka (2019); World Health Organization Global Health Outlook; United Nations Population Statistics; World Bank

ملاحظات: تم ترجيح متوسطات معدلات النمو الاقتصادي بحجم الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة محل الدراسة. يُظهر الشكل (5) ركود متوسط معدل نمو الاستثمار في العالم عند 3.5% خلال العقدَيْن الأخيرَيْن. فيما يُخفي هذا الركود في متوسط معدل نمو الاستثمار العالمي تبايناً لافتاً بين مجموعات الدول المختلفة. فالتراجع الحاد في متوسط معدلات نمو الاستثمار في الاقتصادات المتقدمة، من نحو 2.5% إلى أقل من 1%، قد تم تعويضه بالزيادة الكبيرة في متوسط معدلات نمو الاستثمار في مجموعة الأسواق الناشئة والدول النامية، والتي وصلت إلى نحو الضعف، وذلك بقيادة الاقتصاد الصيني.

على معدلات البطالة منخفضة ومستقرة دون أن يؤدي ذلك إلى رفع معدلات التضخم بصورة كبيرة أو مطردة. لكن، يبدو أن صدمات العرض الأخيرة وما نتج عنها من تباطؤ اقتصادي قد غيرت من طبيعة مبادلات السياسة النقدية، حيث تشير البيانات الصادرة بعد الجائحة إلى أن تكلفة الخروج من التباطؤ الاقتصادي، متمثلة في ارتفاع معدلات التضخم، لم تكن أبداً بسيطة كما لا يمكن اعتبارها عابرة.

في دراسة مهمة، أبرز (Gudmundsson et al., 2022) كيفية تغير ميل منحني فيليبس الذي يعبر عن العلاقة بين معدل التضخم، والتباطؤ الاقتصادي، من منحني شبه مسطح قبل جائحة كوفيد-19، إلى منحني شديد الانحدار بعدها. باستخدام بيانات حول التضخم والركود في عينة من ثلاثين اقتصاداً متقدماً خلال الفترة ما بين الربع الأول من 1990 والربع الأول من 2022، أثبتت الدراسة أن منحني فيليبس المسطح الواصل بين النقاط الزرقاء خلال الفترة ما قبل الجائحة (هناك ثمن تضخمي زهيد للتعافي من التباطؤ الاقتصادي) لم يعد صالحاً لوصف مبادلات السياسة النقدية خلال فترة ما بعد الجائحة والمعبر عنها بالمنحنى الواصل بين النقاط الحمراء، فالثمن التضخمي المطلوب لمعالجة التباطؤ الاقتصادي ما بعد الجائحة أصبح أكبر بكثير عن نظيره المقدر خلال الفترة الزمنية ما قبل الجائحة، وذلك بحسب الشكل (8).

شكل 8. تقدير شكل منحني فيليبس قبل وبعد جائحة كوفيد-19

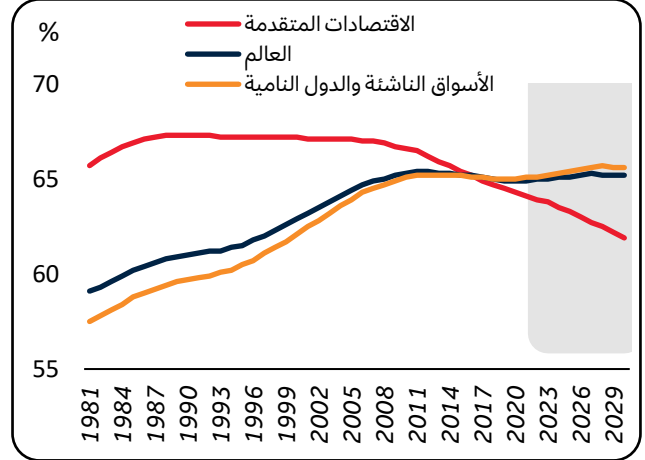


المصدر: (Gudmundsson et al., 2022).

لعل هذا التغير الهيكلي في ميل منحني فيليبس يفسر جزئياً لماذا عجزت حزمة النماذج القياسية/الاقتصادية الكلية المستخدمة خلال فترة ما قبل الجائحة في توقع الارتفاع الكبير والمطرد في معدلات التضخم خلال الفترة الأخيرة. فمنذ بداية عام 2021 على أقل تقدير، عجزت النماذج القياسية/الاقتصادية الكلية المستخدمة في معظم البنوك المركزية وأجهزة الإحصاء حول العالم، بشكل منهجي وعبر مختلف الآجال، في التنبؤ بشكل دقيق باتجاه ومعدل التغير في المستوى العام للأسعار.

ينطبق هذا الأمر على كل من توقعات التضخم القادمة من مسوح الخبراء أو من بيانات الأسواق المالية. يكمن السبب وراء ذلك في أن بنية النماذج المستخدمة في إعداد هذه التوقعات كانت مصممة بالأساس بحيث يكون لصدمات الاقتصاد، خاصة في جانب العرض، تأثير مؤقت فقط على معدلات التضخم طويلة

شكل 7. نسبة السكان في سن العمل في مجموعات الدول المختلفة خلال الفترة 1980-2030



المصدر: Baker, Bloom, and Davies (2016); Dieppe and Matsuoka (2019); World Health Organization Global Health Outlook; United Nations Population Statistics; World Bank.

ملاحظات: يُعرف سن العمل بالفترة العمرية ما بين 15 عام و 64 عام. متوسطات مرجحة بأحجام السكان. تمثل المساحة المظلمة توقعات.

على هذا، يتلخص التحدي الرئيس الذي يواجه السياسة النقدية حالياً في كيفية الموازنة بين استعادة التضخم إلى مستهدفاته دون التسبب في تغذية التراجعات البنوية بالنمو الاقتصادي. فمن جانب، قد تغذي زيادات أسعار الفائدة غير المحسوبة إلى تعميق حدة الركود الاقتصادي، بما يضعف أساسيات النمو طويل الأجل. ومن جانب آخر، يمكن أن يؤدي طول فترة الضغوط الانكماشية إلى انخفاض الطلب المحلي على الاستهلاك والاستثمار، مما يقاوم من تباطؤ الاقتصاد على المدى البعيد.

من ناحية أخرى، يتمثل أحد أهم شواغل السياسة النقدية خلال الفترة المقبلة في الحد من تأثير التباطؤ البنوي في معدلات النمو الاقتصادي على فعالية الأدوات التقليدية للسياسة النقدية، وفي مقدمتها تعديل أسعار الفائدة. فقد يدفع التباطؤ المزمن بمعدلات النمو البنوك المركزية إلى خفض أسعار الفائدة لفترة طويلة، وبما يترك لها مساحة أقل للمناورة، في حال وصلت أسعار الفائدة طويلة الأجل إلى مستوى منخفض. ولعل هذا ما حدث بالفعل يُعيد الأزمة المالية العالمية، حينما وصلت أسعار الفائدة في العديد من البنوك المركزية إلى "الحد الأدنى الصفري"، الأمر الذي اضطر البنوك المركزية آنذاك إلى تبني تدابير غير تقليدية لتوفير حوافز إضافية لتنشيط الاقتصاد.

في سياق متصل، عززت موجة التضخم الراهنة، وإن لم تقض حتى الآن إلى تغييرات جذرية في طبيعة إدارة الاقتصاد الكلي، من فهمنا حول طبيعة صدمات العرض ومدى تأثيرها على المبادلات الأساسية التي تواجه السياسة النقدية فيما يتعلق بالخروج من حالات تباطؤ الاقتصاد الكلي والثمن التضخمي المدفوع في سبيل ذلك.

فمنذ أوائل الثمانينيات وطوال حقبة الاعتدال العظيم التي استمرت لنحو أربعين عاماً، لطالما قدرت الدراسات التطبيقية التكلفة التضخمية للخروج من حالات الركود الاقتصادي عن طريق خفض معدلات البطالة بالزهدية، وهو ما يفسر قدرة العديد من الدول خلال هذه الفترة على تحقيق المعادلة الصعبة بالحفاظ



التغيرات غير المتوقعة (الصدمات) في أرصدة الدين الحكومي تعمل على رفع توقعات التضخم بشكل مستمر على المدى الطويل في الاقتصادات الناشئة دونما البلدان المتقدمة (Marques et al., 2023). أعزت الدراسة هذه النتيجة إلى عدة عوامل، أهمها: المستوى الأولي للدين الحكومي، فكلما زاد رصيد الدين الأولي عند التعرض للصدمات كلما كان تأثير الأخيرة أعمق وأقوى على عدم إرساء توقعات التضخم. المستوى الأولي لمعدل التضخم، فعندما تكون معدلات التضخم مرتفعة من البداية، يكون تأثير مفاجآت الديون على توقعات التضخم أكثر أهمية. وأخيراً، فإن ارتفاع معدلات الدين الخارجي قد يدفع إلى تضخيم آثار الصدمات غير المتوقعة في الدين الحكومي على توقعات التضخم.

تعكس هذه النتائج بعض الخلاصات المهمة فيما يخص إدارة السياسة النقدية في المستقبل. ففي الأسواق الناشئة ذات المستويات المرتفعة من الديون والدولة الكبيرة، قد تؤدي زيادة أرصدة الدين الحكومي إلى تعقيد مهمة مكافحة التضخم. كما يمكن أن يؤدي ضعف أطر السياسة النقدية في هذه الاقتصادات، مقارنة بالاقتصادات المتقدمة، إلى مقاومة التحديات المرتبطة بإدارة التضخم بفعالية. ومن ثم، يصبح من الضروري لهذه الاقتصادات أن تعالج بعناية استراتيجياتها لإدارة الديون وأن تعزز أطر سياستها النقدية لمعالجة التضخم بشكل أكثر كفاءة.

### 3.4. محركات التغيير ومتطلبات التحول

من بين معجلات متعددة، يُتوقع أن تحدد ثلاثة محركات رئيسية ملامح السياسة النقدية خلال المستقبل القريب، وهي: متطلبات التحول الأخضر، واتجاهات العمل "عن بعد"، ومستقبل العملات الرقمية المُصدرة من البنوك المركزية. على هذا الأساس، يمثل فهم آليات انتقال هذه المحركات إلى معلمات السياسة النقدية، مفتاحاً أساسياً لاستيضاح مسارات السياسة النقدية خلال الفترة القادمة.

#### متطلبات التحول الأخضر

يُعد التحول الأخضر نحو تحقيق صافي انبعاثات صفري بحلول عام 2050 أحد أهم العوامل المحددة لمسارات السياسة النقدية خلال السنوات القليلة المقبلة<sup>2</sup>. فمن شأن هذا التحول، وفقاً للبنك المركزي الأوروبي، أن يغير بشكل أساسي من حجم ونوعية وتوقيت الاستثمارات في قطاع الطاقة، خاصة فيما يتصل بالابتكارات التقنية في مجال الطاقة المتجددة (ECB, 2023). في هذا الخصوص، تشير تقديرات صندوق النقد الدولي إلى حاجة الاقتصاد العالمي إلى استثمار ما لا يقل عن أربعة تريليون دولار سنوياً في قطاع الطاقة المتجددة وحده بحلول عام 2030، وذلك من أجل تحقيق هدف تصفير انبعاثات الكربون بحلول عام 2050. الأمر الذي يتطلب بالضرورة توجيه نوعي للموارد المالية المتاحة إلى الطاقة المتجددة وخاصة الشمس والرياح. الأمر الذي يؤكد ضرورة أن تأخذ البنوك المركزية تأثير تغير المناخ على الاقتصاد الكلي في الحسبان عند وضع أولويات السياسة النقدية. فالتحول نحو الاقتصاد الأخضر قد يزيد من تكلفة الإنتاج بصورة هيكلية مما قد يرفع من مستويات التضخم، وبما يتجاوز معدلات التضخم المستهدفة في هذه الدول، مما يؤثر على خيارات السياسة النقدية.

الأجل. يلخص السيد Pierre Wunsch، محافظ البنك المركزي البلجيكي وعضو مجلس إدارة البنك المركزي الأوروبي، هذه الظاهرة بالكلمات التالية:

"It was more or less impossible in our models to produce any inflation that would not be temporary" Pierre Wunsch, Governor of Belgium Central Bank & European Central Bank Council Member (Financial Times, September 5, 2022 at <https://www.ft.com/content/e0fffb18-b603-4a36-8473-7a6176e5c795>).

### 2.4. ديون قياسية وتأثير متبادل

خلال الثلاث سنوات الأخيرة، كان هناك ارتفاع ملحوظ في مستويات الديون السيادية في جميع أنحاء العالم في أعقاب جائحة كوفيد-19، حيث ارتفعت نسبة الدين العام العالمي إلى الناتج المحلي الإجمالي العالمي إلى 100.4% في عام 2020، مقارنة بنحو 84.9% في عام 2019، قبل أن تتراجع إلى 96.0% في عام 2021، و 92.4% في عام 2022، بحسب بيانات مرصد الدين العالمي بصندوق النقد الدولي في سبتمبر 2023. وتفرض هذه الزيادة الكبيرة في حجم الديون السيادية عدداً من القيود على إدارة السياسة النقدية في كل من الاقتصادات المتقدمة والناشئة على حد سواء. فيما تزداد حدة هذه القيود على إدارة السياسة النقدية مع ارتفاع متوسط أسعار الفائدة على الديون السيادية، التي وصلت في عام 2022 إلى نحو 6% في الأسواق الناشئة، بحسب بيانات مورجان شاس. في هذا الشأن، يمكن لارتفاع مستويات الديون السيادية التأثير على مرونة إدارة السياسة النقدية عبر مجموعة متنوعة من القنوات، نذكر من أهمها:

**الحد من مرونة السياسة النقدية:** يمكن لارتفاع مستويات الديون السيادية أن يحد من مرونة السياسة النقدية في الاستجابة للضغوط التضخمية. فغالباً ما تحرك البنوك المركزية أسعار الفائدة كأداة للسيطرة على ابتعاد معدل التضخم عن المستهدف. ومع ذلك، عندما تكون أعباء خدمة الديون السيادية مرتفعة بالفعل، فقد يؤدي رفع أسعار الفائدة للسيطرة على التضخم إلى ارتفاع تكاليف الاقتراض بالنسبة للحكومة، كما يفاقم أعباء خدمة الديون الحالية، بما قد يمنع البنك المركزي من اتخاذ قرار رفع معدلات الفائدة من البداية.

**ضغوط سعر الصرف:** في بعض الحالات، يمكن أن يؤدي ارتفاع أعباء خدمة الديون السيادية الخارجية إلى الضغط على قيمة العملة الوطنية. يمكن أن يحدث هذا الضغط إذا أصبح المستثمرون قلقين بشأن قدرة الاقتصاد على الوفاء بالتزامات خدمة الدين، مما قد يؤدي إلى خروج رؤوس الأموال الأجنبية، بما قد يضع المزيد من الضغوط النزولية على سعر صرف العملة الوطنية. يمكن أن يؤدي ضعف العملة المحلية إلى ارتفاع أسعار الواردات، مما قد يولد ضغوطاً تضخمية. في هذه الحالة سيكون البنك المركزي مضطراً لرفع سعر الفائدة بصورة كبيرة للمحافظة على جاذبية العملة المحلية وتحقيق استقرار سعر الصرف.

**الدين الحكومي وتوقعات التضخم:** بحسب نتائج ورقة عمل حديثة صادرة عن صندوق النقد الدولي في عام 2023، فإن

<sup>2</sup> من الضروري هنا تفهم أن معالجة مسألة تغير المناخ أصبحت واجبة، وبما يتحتم معه تحليل إنعكاسات هذا التحول على السياسة النقدية. على سبيل المثال، قدر المنتدى الاقتصادي العالمي أن تغير المناخ وحده يمكن أن يكلف

العالم ما لا يقل عن 1.2 تريليون دولار سنوياً بحلول عام 2060، إذا ما استمر الوضع الراهن كما هو عليه، وفقاً لتقرير المخاطر العالمية لعام 2020 (WEF, 2020).



تسريع تدابير سد فجوة الرقمنة وضمان تقاسم منافعها بشكل عادل عبر المشاركين بسوق العمل. ويشمل ذلك سياسات تعزيز المنافسة الحيادية بالأسواق الرقمية، وتكييف قوانين ولوائح سوق العمل لتسهيل ممارسات العمل "عن بعد"، مما يزيد من مقدرة هذه السوق على التكيف مع أية أزمات مستقبلية. **وعلى الرغم من عدم وضوح الأثر النهائي لزيادة معدلات أنشطة العمل عن بعد، يبقى مؤكداً تأثير هذه الظاهرة على زيادة عدم اليقين المرتبط بإدارة السياسة النقدية في المستقبل.**

### مستقبل العملات الرقمية

يبرز انتشار العملات الرقمية الصادرة عن البنوك المركزية مزيجاً من الفرص والتحديات أمام السلطات النقدية عند إدارتها للمسارات المستقبلية للسياسة النقدية.

تتمثل أهم هذه الفرص في إمكانية تعزيز فعالية السياسة النقدية من خلال تزويد البنوك المركزية بأدوات جديدة للتأثير على الاقتصاد الكلي بشكل مباشر. إذ يمكن إصدار هذه العملات البنوك المركزية من التحكم في أسعار الفائدة التي تدفعها على عملاتها الرقمية، مما يسمح لها بنقل آثار السياسة النقدية بشكل مباشر إلى المستهلكين والشركات، دون المرور عبر بوابة النظام المصرفي كما يحدث الآن، وبما يعزز من فعالية السياسة النقدية، وذلك لأن البنوك لا تنقل بالضرورة كل التغيرات في أدوات السياسة النقدية إلى أسعار الفائدة على الودائع أو القروض. كذلك، يمكن للعملات الرقمية تقليل الاعتماد على العملات الورقية، مما يمكن البنوك المركزية من تنفيذ أسعار الفائدة السلبية التي يستحيل تنفيذها حالياً [2]، (Brunnermeier 2023).

في المقابل، يطرح إصدار هذه العملات الرقمية عدداً من التحديات، أهمها توضيح حدود دور البنك المركزي في الاقتصاد، ومخاوف الخصوصية، والمخاطر التشغيلية (Mitschke, 2021).

على هذا النحو، من المناسب أن تقوم البنوك المركزية بدراسة آثار العملات الرقمية للبنوك المركزية على السياسة النقدية والنظام المالي ككل مع تجنب الآثار غير المباشرة وغير المرغوب فيها مثل تدفقات رأس المال المفاجئة التي يمكن أن تقوض الاستقرار المالي. في المقابل، يمكن أن تدعم اعتبارات التصميم الجيد والسياسة الحيادية والمتابعة الدورية الثقة في العملات الرقمية الصادرة عن البنوك المركزية (Georgieva, 2022). **في ضوء ما تقدم فإن التطورات في اعتماد العملات الرقمية يضيف عنصراً إضافياً لعدم اليقين بشأن مستقبل إدارة السياسة النقدية.**

خلال الوقت الراهن، تدرس ما يزيد عن 100 دولة حول العالم إمكانية قيام بنوكها المركزية بإصدار عملات رقمية، بحسب تقديرات صندوق النقد الدولي. فيما تحاول عدد من البنوك المركزية، خاصة في البلدان الناشئة، التعاون معاً من أجل استخدام هذه العملات الرقمية معاً لتحسين المدفوعات عبر الحدود التي تتسم حالياً بالبطء وارتفاع التكاليف بمتوسط يقدر بنحو 5% من إجمالي المعاملة (Finance Magnates, 2023). للتدليل على تنامي هذا الاتجاه، يستعرض الإطار (1) تجربة مشروع "mBridge" حول إمكانية ربط الاقتصادات - الناشئة- عبر العملات الرقمية الصادرة عن البنوك المركزية.

في هذا السياق، ينظر البنك المركزي الأوروبي بالفعل في تضمين تغيير المناخ في إطار سياسته النقدية. حيث أشار إلى أن الانتقال المنظم إلى الاقتصاد الأخضر من شأنه أن يقلل على المدى الطويل من المخاطر المرتبطة بالمناخ بالنسبة للاقتصاد الكلي، وبما يعمل على إرساء توقعات الأسواق حول المؤشرات الرئيسية وعلى رأسها التضخم. الأمر الذي من شأنه أن يساهم في تعزيز الاستقرار المالي على المدى الطويل (ECB, 2022).

### اتجاهات العمل "عن بعد"

يُقدر صندوق النقد الدولي ارتفاع معدلات العمل "عن بعد" على مدار السنوات الخمس الماضية بنسبة 44%. هذا، وقد ساعد تسريع التحول الرقمي أثناء جائحة كوفيد-19 الشركات على الحفاظ نسبياً على معدلات التوظيف والإنتاجية جراء عمليات الإغلاق الواسعة آنذاك، مما أدى إلى خسائر أقل في الإنتاجية وساعات العمل مقارنة بالقطاعات التشغيلية الأقل رقمنة (Jaumotte et al., 2023).

في هذا السياق، تعتبر ثورة العمل "عن بعد" تغييراً هيكلياً يمكن أن يكون له آثار طويلة الأجل على ديناميات سوق العمل، بما قد يؤثر في النهاية على آليات عمل وطرق إدارة السياسة النقدية، على النحو التالي:

- بحسب نتائج دراسة حديثة لبنك الاحتياطي الفيدرالي في نيويورك حول تأثيرات العمل "عن بعد" على السياسة النقدية، تبين أن زيادة معدلات العمل "عن بعد" قد ساهم في تغيير أنماط إنفاق المستهلكين على السلع والخدمات المختلفة. وقد أدى هذا التحول في أنماط إنفاق الدخل إلى إحداث تغييرات أساسية في بنية العديد من مؤشرات الاقتصاد الكلية ومن بينها التضخم، الأمر الذي يستتبع بالضرورة تعديل البنوك المركزية لطريقة إدارة السياسة النقدية في ظل هذه المستجدات (Amico, 2021).
- في الوقت نفسه، يؤثر تزايد معدلات العمل "عن بعد" على معدل التضخم عبر التأثير على عرض وإنتاجية العمالة. فمن ناحية أولى، يمكن أن يؤدي العمل "عن بعد" إلى زيادة المعروض من ساعات العمل، إذ يكون العمال في كثير من الأحيان على استعداد لقبول أجر أقل مقابل مرونة أكبر في العمل "عن بعد". من ناحية ثانية، قد تنخفض كفاءة بعض الوظائف عند القيام بها "عن بعد"، مما يقلل من الإنتاجية الكلية للعمالة. بناءً على تفاعل هاتين القوتين، قد تواجه الشركات ارتفاعاً (انخفاضاً) في التكاليف، حينما يكون انخفاض الإنتاجية أكبر (أقل) من زيادة المعروض من ساعات العمل، بما يؤدي في النهاية إلى ارتفاع (انخفاض) التضخم (Brunnermeier [1], 2023).

علاوة على الأثر المباشر للتفاعل بين تداعيات العمل "عن بعد" على كل من إنتاجية وعرض العمل على معدل التضخم عبر تعديل هيكل التكاليف، هناك أثر غير مباشر لهذا التفاعل، يمر هذه المرة، عبر قناة توقعات العمال لمعدلات الأجور بالمستقبل. فقد يدفع تراجع إنتاجية العمال في قطاعات معينة عند تحولهم للعمل "عن بعد" إلى توقعهم قيام الشركات بتخفيض أجورهم في المستقبل، مما يضطرهم إلى خفض حجم طلبهم على المنتجات المختلفة، الأمر الذي قد يضع ضغطاً هبوطية على مستويات الأسعار بالنهاية.

رغم ذلك، لا تزال هناك فجوات كبيرة عبر القطاعات والبلدان المختلفة في تبني ممارسات العمل "عن بعد" عبر تسريع معدلات الرقمنة. في هذا الصدد، ينبغي على واضعي السياسات

#### إطار (1): ربط الاقتصادات عبر العملات الرقمية الصادرة عن البنوك المركزية (mBridge Project)

مشروع "mBridge" هو مبادرة تقودها أربعة بنوك مركزية، وهي سلطة النقد في هونغ كونغ، والبنك المركزي بتايلاند، وبنك الشعب الصيني، والبنك المركزي لدولة الإمارات العربية المتحدة. تحاول البنوك المركزية المشاركة في المشروع لاستكشاف جدوى بناء بنية تحتية تقنية مشتركة من شأنها تسريع المدفوعات الدولية عبر الحدود باستخدام العملات الرقمية الصادرة عن البنوك المركزية خلال الوقت الفعلي.

يهدف المشروع إلى تطوير نموذج أولى لشبكة دفع تربط أنظمة العملات الرقمية الصادرة عن البنوك المركزية المشاركة، الأمر الذي من شأنه أن يسمح بقبالية التشغيل البيئي بين مختلف العملات الرقمية الصادرة عن البنوك المركزية، مما يوفر طريقة أكثر كفاءة وفعالية من حيث الوقت والتكلفة لإتمام المعاملات المالية عبر الحدود.

تخيل، على سبيل المثال، أن شركة ما بتايلاند تريد دفع ثمن المنتجات التي اشترتها من شركة أخرى في الإمارات. حالياً، يجب أن تمر المعاملة عبر العديد من الوسطاء الماليين، مثل البنوك ومعالجي الدفع، وقد تستغرق عدة أيام حتى تكتمل. مع شبكة الدفع "mBridge Project"، يمكن إكمال المعاملة على الفور وبشكل مباشر، مع استخدام كلا الطرفين للعملات الرقمية الصادرة عن البنوك المركزية الخاصة بكل منهما. الأمر الذي من شأنه أن يساعد على تسهيل المدفوعات الدولية عبر الحدود وتحسين كفاءة النظام المالي العالمي ككل.

في هذا الشأن، من المتوقع أن يكون لمشروع "mBridge" والمبادرات المماثلة تأثير مهم على نظام الدفع الدولي الحالي، عن طريق تقليل اعتماد البنوك المركزية المشاركة في هذه المبادرات على أنظمة الدفع التقليدية، والتي غالباً ما تكون بطيئة ومكلفة وعرضة للأخطاء. يمكن أن يوفر هذا المشروع وغيره من المبادرات الأخرى طريقة أكثر كفاءة وفعالية من حيث الوقت والتكلفة لإجراء المعاملات المالية عبر الحدود، مما قد يفيد الأفراد والشركات في جميع أنحاء العالم.

المصدر: موقع بنك التسويات الدولية على الرابط التالي: [https://www.bis.org/about/bisih/topics/cbdc/mcbdc\\_bridge.htm](https://www.bis.org/about/bisih/topics/cbdc/mcbdc_bridge.htm)

الصين إقراضاً كبيراً للدول الأفريقية كما توسع نفوذها الجغرافي الاقتصادي في وسط وجنوب شرق آسيا، حتى أصبحت الصين ثاني أكبر مستثمر أجنبي في أسواق الدول الناشئة منذ عام 2015. فيما وصل حجم القروض التي منحتها الصين على مدى الثماني عشرة أعوام الأخيرة إلى نحو 843 مليار دولار لتمويل مشاريع البنية التحتية في 165 دولة (الاقتصادية، 28 مارس 2023).

بالتوازي مع ذلك، بدأت البلدان الناشئة، وعلى رأسها دول مجموعة البريكس، في تقليص اعتمادها بشكل استراتيجي على البنية الأساسية للأسواق المالية الدولية، التي تهيمن عليها البلدان المتقدمة، وعلى رأسها الولايات المتحدة. على سبيل التأكيد، أنشأت الصين نظام الدفع الخاص بها، لتسهيل التسويات عبر الحدود (CIPS) للحد من الاعتماد على النظام المالي العالمي. فيما تدرس مجموعة البريكس إنشاء عملتها الاحتياطية الخاصة واستخدام العملات الرقمية الصادرة عن البنوك المركزية القابلة للتشغيل البيئي ضمن بنية تحتية تقنية مشتركة.

في المقابل، حاولت الدول الصاعدة الأصغر حجماً إنشاء مناطق عملة موحدة على أمل زيادة حجمها عبر التجميع. غير أن ضعف التكامل الاقتصادي والتجاري والمالي أعاق قدرة هذه الاقتصادات على تشكيل اتحادات نقدية فعالة ومستدامة. على سبيل المثال، في أعقاب الأزمة المالية في آسيا، شكلت الاقتصادات الآسيوية الرئيسية مبادرة شيانغ ماي (Chiang Mai Initiative)، التي سمحت لها بتبادل العملات الوطنية بغية تعزيز التعاون في المجالات النقدية عبر منطقة آسيا والمحيط الهادئ.

كبديل أكثر واقعية، لجأ العديد من هذه البلدان إلى مراكمة الاحتياطيات في الأصول غير الدولارية مثل الذهب بغية تحقيق الاستقلال النقدي. هذا، وقد أدى التثبيت الأخير للعملة الروسية مقابل الذهب، جنباً إلى جنب مع طلب دفع فواتير صادرات الطاقة بالروبل، إلى فتح باب العودة إلى معيار شبه ذهبي، يمكن أن يلهم الدول المصدرة للسلع الأساسية التخلي عن النظام النقدي الحالي بهدف تمهيد الطريق نحو تبني نظام نقدي جديد يمنحها قدر أكبر من الاستقلال النقدي (Aiyar, et al., 2023).

#### 4.4. انعزال متزايد وتنسيق مطلوب

لقد شهدت الأعوام الأخيرة موجة من الانعزال الدولي المتزايد، ولعل أوضح أمثلة هذا التبعاد المتنامي، هو تراجع معدلات التجارة الدولية خلال الأعوام الأخيرة، خاصة خلال فترة وباء كورونا. فبعدما بلغ الانفتاح التجاري أعلى مستوى له بنحو 60% خلال عام 2008، بدأ في التراجع منذ ذلك الحين (Brunnermeier [1], 2023). حيث بدأ اتجاه معاكس نحو تشجيع إقامة حواجز أمام التجارة الدولية والتركيز على الصناعات المحلية ولو كانت أقل كفاءة. الأمر الذي يمكن أن يؤدي إلى تراجع الإنتاج، بما يخفض بدوره الإيرادات الحكومية، ومن ثم قد يرفع من معدل التضخم، إذا لم تخفف الحكومة الإنفاق أو تزيد الضرائب. كذلك، يمكن أن تواجه البلدان التي تستورد السلع تحديات في شرائها من مصادر أجنبية، مما يرفع التضخم في الداخل. ضمن هذا السياق، قدرت ورقة نقاش حديثة، صادرة عن صندوق النقد الدولي، التكاليف طويلة المدى المترتبة على تشرذم التجارة الدولية ما بين 0.2% إلى ما يقارب 7% من الناتج الإجمالي للعالم، بحسب شدة فرضية التجزئة. وإذا ما أضيف الانعزال التقني إلى المعادلة، فقد تتكدس بعض الدول خسائر كلية تصل إلى نحو 12% من ناتجها المحلي الإجمالي (Aiyar, et al., 2023).

بالتزامن مع بوادر انحسار حركة التجارة الدولية، هنالك توجه أيضاً نحو أقلمة التدفقات الدولية لرؤوس الأموال والدين. إذ تحاول العديد من الاقتصادات الناشئة تقليل اعتمادها على التمويل الخارجي من المراكز المالية الغربية. فمع ضعف تطور أسواق رأس المال المحلية، تعتمد الكثير من الدول النامية والناشئة على الاقتراض الخارجي بشكل مكثف، بما يجعلها شديدة التعرض لظروف التمويل في الاقتصادات المتقدمة. بناءً على هذا، ترغب العديد من هذه الدول في تقليل اعتمادها على أسواق المال الدولية عبر دفع جهود التكامل المالي الإقليمي.

أدت هذه الجهود بالفعل إلى زيادة معدلات الإقراض البيئي والاستثمار المباشر في الدول الناشئة، وذلك بقيادة الصين. وتعد مبادرة الحزام والطريق مثلاً مهماً على ذلك، حيث تقدم

## إطار (2): التحول نحو الليرة "The Lira-ization"

تشير تجربة البنك المركزي التركي في "التحول نحو الليرة" إلى تعزيز البنك المركزي استخدام العملة الوطنية في إتمام المعاملات الدولية سواء في التجارة أو التمويل بهدف تقليل الاعتماد على العملات الأجنبية وخاصة الدولار واليورو. في سبيل تحقيق ذلك الهدف، استخدم المركزي أدوات متنوعة كان أهمها إبرام اتفاقيات مبادلة العملات الثنائية مع أهم شركاء تركيا بالتجارة الخارجية، بما يسمح للأخيرة بتسوية المدفوعات البيئية بعملتها الوطنية بدلاً من العملات الأجنبية. في هذا الصدد، تشير اتفاقيات مبادلة العملات الثنائية إلى اتفاقيات بين البنوك المركزية في بلدين لمبادلة عملتهما لفترة زمنية محددة مسبقاً. تهدف هذه الاتفاقيات إلى تعزيز التجارة والاستثمار بين البلدين من خلال السماح للشركات بالوصول إلى عملات بعضها البعض بسهولة أكبر وبتكلفة أقل. على سبيل المثال، إذا وافق البنك المركزي للبلد "أ" على تزويد البنك المركزي للبلد "ب" بمبلغ معين من عملة البلد "أ" مقابل قيمة معادلة من عملة البلد "ب"، فيمكن للشركات في البلد "أ" الوصول بسهولة إلى عملة البلد "ب"، والعكس صحيح. من شأن هذا أن يقلل من مخاطر العملة ويبسط عملية التبادل البيئي. بحسب بيانات البنك المركزي، بلغ إجمالي حجم العملات الأجنبية التي تم إيداعها لدى البنك المركزي التركي ضمن اتفاقيات مبادلات العملات الثنائية ما يعادل نحو 21 مليار دولار في نهاية عام 2021. وقد تم توقيع أول صفقة مبادلة عملة مع الصين في عام 2012، لتبادل نحو 3 مليار ليرة تركية مقابل 10 مليار يوان صيني، أي ما يعادل نحو 1.6 مليار دولار في ذلك الوقت. وفي يونيو 2021، تم تجديد التسهيل ورفعها إلى ما يعادل نحو 6 مليار دولار. وأعقب ذلك اتفاقاً مماثل مدته ثلاث سنوات في أغسطس 2021 مع كوريا الجنوبية لتبادل ما يصل إلى 17.5 مليار ليرة مع 2.3 تريليون وون كوري، أي ما يعادل نحو مليار دولار. وفي يناير 2021، أبرم البنكان المركزيان التركي والإماراتي مفاضة لمدة ثلاث سنوات تصل قيمتها إلى 64 مليار ليرة مع 18 مليار درهم، أي ما يعادل نحو 5 مليار دولار. فيما أبرمت دولة قطر أكبر صفقة مفاضة مع تركيا، حيث تم مضاعفة الحد المبدئي لاتفاقية عام 2018 ثلاث مرات إلى ما يعادل 15 مليار دولار في عام 2020. وحول اتفاقيات مبادلة العملات المحتملة، تشير العديد من التقارير إلى سعي البنك المركزي التركي إلى عقد اتفاقيات مبادلة مع كل من أذربيجان وتركمانستان وأوزبكستان وبعض دول البلقان. فيما تسعى تركيا منذ فترة، ضمن حزمة أكبر من سياسات التعاون الاقتصادي الثنائي، إلى عقد اتفاق مبادلة عملة مع المملكة العربية السعودية. بشكل مجمل، يُنظر إلى تجربة البنك المركزي التركي في توظيف مبادلات العملة على أنها وسيلة لزيادة الاستقرار المالي للاقتصاد التركي من خلال الحد من تعرضه للتقلبات الحادة في أسعار صرف العملات الأجنبية. وعلى الرغم من أن اتفاقيات المبادلة تستلزم تبادل العملات المحلية ولا توفر إمكانية الوصول إلى العملات الصعبة، إلا أنها تعمل على دعم إجمالي الاحتياطيات الأجنبية للبنك المركزي فيما يعتبر، إلى حد ما، حل مؤقت نحو تقليل الاعتماد على عملات الاحتياط الدولية.

المصدر: بيانات البنك المركزي التركي والمصدر المجمع التالي:

<https://tcmbblog.org/wps/wcm/connect/blog/en/main+menu/analyses/liraization+strategy>

مواتية لاستكشاف خيارات مبتكرة لإدارة السياسة النقدية في اقتصاد عالمي شديد التغير.

إن تحديد إطار إدارة السياسة النقدية يتطلب من البنوك المركزية متابعة التطورات في عدة جوانب، يمكن تلخيصها في الأسئلة التالية:

- ما الآثار طويلة المدى لاستمرار الدول المتقدمة، وعلى رأسها الولايات المتحدة، في اتباع سياسات نقدية تشددية على أسعار الفائدة العالمية؟
- إلى أي مدى تمتلك الدول النامية ذات الأنظمة المرنة لسعر الصرف هامشاً للمناورة بشأن الحفاظ على فروق أسعار الفائدة الحقيقية بينها وبين الاقتصادات المتقدمة؟
- ما تأثير مجمل السياسات السابقة على التدفقات الاستثمارية القادمة إلى الدول النامية سواء من حيث حجم هذه التدفقات أو من ناحية توزيعها بين المحافظ الاستثمارية وأدوات الدين المحلية؟
- ما مدى تأثير الصدمات الخارجية على فعالية السياسات النقدية في الدول النامية في ضوء التدهور الكبير في أسعار صرف بعض العملات الوطنية مقابل العملات الدولية الرئيسية وما حدود تدخل البنوك المركزية للحد من تأثير هذه التقلبات على الأسعار المحلية؟
- كيف يؤثر ارتفاع أعباء فاتورة الدين العام وتزايد الحاجة نحو الاقتراض الإلزامي لتمويل السلع الأساسية والخدمات العامة على تحديد أسعار الفائدة طويلة المدى في الدول النامية؟

إضافة إلى ذلك، أبرمت العديد من الدول الناشئة مؤخراً اتفاقيات ثنائية لمبادلة العملات الوطنية في محاولة للحد من الطلب على عملات الاحتياط الدولية الرئيسية، وأهمها الدولار الأمريكي. ضمن هذا السياق، يستعرض الإطار (2) تجربة تركيا المهمة في إطار سعيها نحو زيادة استخدام الليرة التركية في إنهاء المعاملات الدولية "lira-ization"، والتي يعتقد البعض أنها ساعدت تركيا في الحفاظ على استقرار اقتصادها الكلي خلال السنوات الأخيرة.

## 5. ملاحظات ختامية والطريق نحو المستقبل

كشفت التطورات الاقتصادية الأخيرة عن تزايد الحاجة إلى إعادة النظر في تصميم السياسة النقدية بشكل شامل، بحيث تأخذ بعين الاعتبار المبادلات التي تواجه السياسة النقدية خلال الوقت الراهن، ولعل أهمها:

- لم يعد ممكناً، بحسب مستجدات الوضع الجديد، بالنسبة للسلطات النقدية استعادة التضخم إلى معدلاته المستهدفة دون مراعاة تداعيات ذلك على معدلات نمو الاقتصاد وديناميات سوق العمل.
- صار تضمين الآثار الاقتصادية لتغير المناخ والتحول نحو اقتصاد منخفض الكربون جزءاً أساسياً من أية نماذج اقتصادية كلية تستخدم في إدارة السياسة النقدية.
- تمثل التطورات التقنية المتسارعة، وعلى رأسها العملات الرقمية الصادرة عن البنوك المركزية، فرصة



<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2017/04/04/world-economic-outlook-april-2017>

- IMF. April 2023. World Uncertainty Index (WUI). Accessed online on 5 May 2023, URL: <https://worlduncertaintyindex.com/data/>
- Alessandri, P., Bologna, P., & Galardo, M. (2022). Financial crises, macroprudential policy and the reliability of credit-to-GDP gaps. *IMF Economic Review*, 70(4), 625-667.
- G20. (2009). The G20 London Summit: Declaration.
- Marques, L. B., Casiraghi, M., Gelos, R. G., Harrison, O., & Kamber, G. (2023). Is High Debt Constraining Monetary Policy? Evidence from Inflation Expectations. *IMF Working Papers*, 2023(143).
- Kose, M. A., & Ohnsorge, F. (2023). Falling Long-Term Growth Prospects.
- Holton, S., Lawless, M., & McCann, F. (2014). Firm credit in the euro area: a tale of three crises. *Applied Economics*, 46(2), 190-211.
- Furceri, D., Mazzola, F., & Pizzuto, P. (2019). Asymmetric effects of monetary policy shocks across US states. *Papers in Regional Science*, 98(5), 1861-1891.
- Claus, E., & Nguyen, V. H. (2020). Monetary policy shocks from the consumer perspective. *Journal of Monetary Economics*, 114, 159-173.
- Gong, Y., Zhang, Y., & Alharithi, M. (2022). Supply Chain Finance and Blockchain in Operations Management: A Literature Review. *Sustainability*, 14(20), 13450.
- Debortoli, D., Forni, M., Gambetti, L., & Sala, L. (2020). Asymmetric effects of monetary policy easing and tightening.
- Chetty, R., Friedman, J. N., Hendren, N., & Stepner, M. (2020). The Economic Impacts of COVID-19: Evidence from a New Public Database Built Using Private Sector Data (No. w27431). National Bureau of Economic Research.
- Fairlie, R. W., Couch, K., & Xu, H. (2020). The Impacts of COVID-19 on Minority Unemployment: First Evidence from April 2020 CPS Microdata (No. w27246). National Bureau of Economic Research. DOI: <https://www.nber.org/papers/w27246>
- UNCTAD. (2021). Trade and Development Report 2021: Beyond the Pandemic- Building Back Better. United Nations.
- WEF. (2020). The Global Risks Report. Accessed online on 2 Jan. 2023, URL: <https://www.weforum.org/reports/the-global-risks-report-2020/>

- ما دور ارتفاع حالة عدم اليقين والتوجه نحو تفضيل الادخار الوقائي والاستثمار في الأصول الآمنة مثل الذهب والعملات الأجنبية في تحديد مسارات بيئة أسعار الفائدة في المستقبل؟
- أخيراً، كيف تغذي زيادة الطلب على تمويل الاحتياجات الاستثمارية المرتفعة لأجندة تغير المناخ والتحول الأخضر مسارات أسعار الفائدة خلال المستقبل المنظور؟

## قائمة المراجع والقراءات المقترحة

المراجع باللغة العربية:

جريدة الاقتصادية. 28 مارس 2023. في 13 عاما .. الصين أنفقت 240 مليار دولار على الإنقاذ المالي لـ 22 دولة. الرابط: [https://www.aleqt.com/2023/03/28/article\\_2519851.html](https://www.aleqt.com/2023/03/28/article_2519851.html)

html

المراجع باللغة الإنجليزية:

- McLaren, L. (2022, November 24). "It's officially a permacrisis – are we asking the right questions?" *Research Live*. Accessed online on 2 Jan. 2023, URL: <https://shorturl.at/jtPW9>
- Turnbull, N. (2022, November 11). Permacrisis: what it means and why it's word of the year for 2022. *The Conversation*. Accessed online on 2 Jan. 2023, URL: <https://shorturl.at/nqwN2>
- Peralta-Alva, A., & Mishra, P. (2023, April 10). How to Tackle Soaring Public Debt. *IMF Blog*. Accessed online on 24 Apr. 2023, URL: <https://shorturl.at/uACQ1>
- Gaspar, V., Goncalves, C. E., Mauro, P., & Poplawski-Ribeiro, M. (2023, April 3). Fiscal Policy Can Help Tame Inflation and Protect the Most Vulnerable. *IMF Blog*. Accessed online on 3 May 2023, URL: <https://shorturl.at/hquLU>
- Lawrence, M. (2022, December 11). "Polycrisis" may be a buzzword, but it could help us tackle the world's woes. *The Conversation*. Accessed online on 2 Jan. 2023, URL: <https://shorturl.at/jO179>
- Sherwood, H. (2022, November 1). "Sums up 2022": Permacrisis chosen as Collins word of the year. *The Guardian*. Accessed online on 2 Jan. 2023, URL: <https://shorturl.at/aenqD>
- IMF. (2021). World Economic Outlook (WEO): Managing Divergent Recoveries. Accessed online on 29 Dec. 2022, URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/03/23/world-economic-outlook-april-2021>
- OECD. (2021). Economic Outlook. Accessed online on 29 Dec. 2022, URL: <https://www.oecd.org/economic-outlook/>
- IMF. (2017). World Economic Outlook (WEO): Gaining Momentum? Accessed online on 29 Dec. 2022, URL:



- Mitschke, A. (2021). Central bank digital currencies and monetary policy effectiveness in the Euro area (No. 74). Paderborn University, Faculty of Business Administration and Economics.
- Carstens, A. (2019). The future of money and payments. Speech held in Dublin, 22.
- Brunnermeier (1), M. (March 2023). Forces at Play. Finance and Development. IMF. Accessed online on 12 May 2023, URL: [https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/2023/03/PictureThis-forces-at-play?utm\\_medium=email&utm\\_source=qovdeli](https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/2023/03/PictureThis-forces-at-play?utm_medium=email&utm_source=qovdeli)
- Bank for International Settlements. (2021). Central bank digital currencies: foundational principles and core features. Accessed online on 12 May 2023, URL: <https://www.bis.org/publ/othp33.htm>
- Joint Statement of the Central Banks of the UAE, China, Hong Kong Monetary Authority and Thailand on the Launch of the Multiple Central Bank Digital Currency Bridge (mBridge) Project. (2021, October 29). Central Bank of the UAE .
- BIS. (June 2022). Money and CBDC: The bridge to digital currencies. BIS Innovation Hub Centre for Central Bank Digital Currency. Accessed online on 12 May 2023, URL: [https://www.bis.org/about/bisih/topics/cbdc/mcbdc\\_bridge.htm](https://www.bis.org/about/bisih/topics/cbdc/mcbdc_bridge.htm)
- Finance Magnates. (2023). The Impact of CBDCs on the Banking Industry. Accessed online on 12 May 2023, URL: <https://www.financemagnates.com/cryptocurrency/coins/the-impact-of-cbdc-on-the-banking-industry/>
- Gopinath, Gita. "How Will the Pandemic and War Shape Future Monetary Policy?". the Jackson Hole Symposium. August 2021.
- Gudmundsson, T, C. Jackson, R. Portillo, & D. Rivera Greenwood. Forthcoming. "The Global Inflation Surge of 2021: Stylized Facts and Cross-Country Variation." IMF Working Paper, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Reinhart, C., & Rogoff, K. (2009). This time it's different: eight centuries of financial folly-preface. MPRA Paper, 17451.
- Böhme, R., Christin, N., Edelman, B., & Moore, T. (2015). Bitcoin: Economics, technology, and governance. Journal of Economic Perspectives, 29(2), 213-238.
- Jaumotte, F., Oikonomou, M., Pizzinelli, C., & Tavares, M. M. (2023, March 21). How Pandemic Accelerated Digital Transformation in Advanced Economies. Retrieved on 2 May 2023, URL: <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2023/03/21/how-pandemic-accelerated-digital-transformation-in-advanced-economies>
- Aiyar, S., Chen, J., Ebeke, C.H., Garcia-Saltos, R., Gudmundsson, T., Ilyina, A., Kangur, A., Kunaratskul, T., Rodriguez, S.L., Ruta, M. and Schulze, T., 2023. Geo-Economic Fragmentation and the Future of Multilateralism. Staff Discussion Notes, 2023(001). Accessed online on 5 May 2023, URL: <https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2023/01/11/Geo-Economic-Fragmentation-and-the-Future-of-Multilateralism-527266>
- ECB. (2023). Monetary policy tightening and the green transition. Retrieved 12 May 2023, from <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230110~21c89bef1b.en.html>
- ECB. (2022). Supporting the green transition. Accessed online on 12 May 2023, URL: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/climate/green-transition/html/index.en.html>
- Georgieva, Kristalina. (February 2022). The Future of Money: Gearing up for Central Bank Digital Currency. Accessed online on 12 May 2023, URL: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2022/02/09/sp020922-the-future-of-money-gearing-up-for-central-bank-digital-currency>
- Adrian, Tobias. (June 2021). Digital Technology: How It Could Transform the International Monetary System. Accessed online on 12 May 2023, URL: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2021/06/30/sp063021-digital-technology-how-it-could-transform-the-international-monetary-system>
- Amico, L. (2021). The Realities of Remote Work. Harvard Business Review.
- Brunnermeier (2), M. (March 2023). Rethinking Monetary Policy in a Changing World. IMF. Accessed online on 12 May 2023, URL: <https://www.imf.org/en/Publications/fandd/issues/2023/03/rethinking-monetary-policy-in-a-changing-world-brunnermeier>