

# عندما تتلاطم الأزمات

ستيجن كلايسنز وأيهان كوزه وماركو إي. تيرونيس  
Stijn Claessens, M. Ayhan Kose, and Marco E. Terrones

## حالات الركود المصحوبة بضوائق ائتمانية وكساد في أسعار الأصول أعمق وأطول أمدا

تجريبية تفصيلية عبر البلدان تعالج تداعيات الركود عندما يتزامن مع صعوبات السوق المالية، بما في ذلك الضوائق الائتمانية وكساد أسعار البيوت، وكساد أسعار الأسهم.

### حالات الركود والضوائق وحالات الإفلاس

من الضروري، قبل تحليل حالات الركود وتفاعلاتها مع الضوائق الائتمانية وكساد أسعار الأصول، تحديد تواريخ تلك الأحداث. وتركز المنهجية التي استخدمناها لتحقيق هذا الغرض على التغييرات التي تحدث في مستويات المتغيرات من أجل تحديد الدورات. وتفترض هذه المنهجية، اتساقا مع المبادئ التوجيهية للمكتب الوطني للبحوث الاقتصادية، وهو المحكم غير الرسمي لدورات نشاط الأعمال في الولايات المتحدة، أن الركود يبدأ عقب أن يصل الاقتصاد إلى ذروة النشاط فورا وينتهي عندما يصل الاقتصاد إلى حضيضه. وقد حددنا، بمعونة هذه المنهجية، الدورات في الناتج (الناتج المحلي الإجمالي) والمتغيرات المالية، بما في ذلك الائتمان وأسعار البيوت وأسعار الأسهم. وبعد تحديد نقاط تحول الدورات، فحصنا السمات الرئيسية لحالات الركود، والضوائق الائتمانية وكساد أسعار البيوت وكساد أسعار الأسهم.

لقد حدثت ١٢٢ حالة ركود فيما بين عامي ١٩٦٠ و ٢٠٠٧. واستمرت حالات الركود في المتوسط نحو أربعة فصول زمنية، مع تباين جم فيما بين الوقائع- وبلغت أقصر فترة فصلين وأطولها ١٣ فصلا (انظر الرسم البياني ١). ونزح الهبوط التقليدي في الناتج من ذروته إلى حضيضه - نطاق الركود- إلى أن يكون نحو ٢ بالمائة. وقد احتسبنا أيضا مقياس الخسارة التراكمية التي تجمع بين المعلومات عن كل من دوام الركود ونطاقه لتقدير تكلفته الإجمالية. وكانت الخسارة التقليدية من حالة ركود تبلغ في المعهود نحو ٣ بالمائة. وكانت حالات الركود الحادة- تلك التي كان الهبوط فيها من القمة إلى الحضيض في الناتج في قمة الأرباع في جميع عمليات الهبوط المتصلة بالركود- أطول بمقدار ثلاثة أشهر من متوسط حالات الركود وأكثر تكلفة.

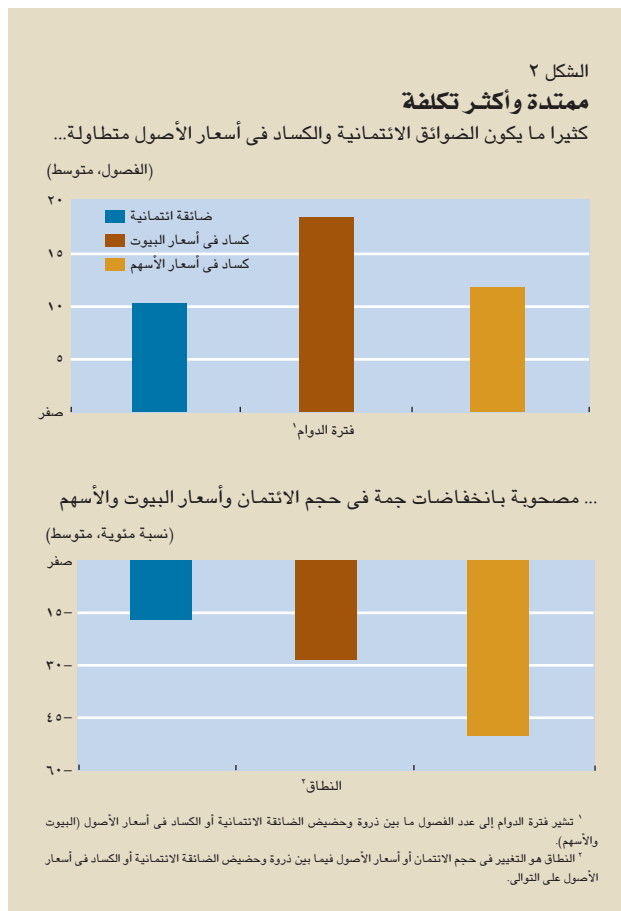
الاضطرابات المالية التي بدأت في الولايات المتحدة بالفعل على الاقتصاد الحقيقي في بلدان في كافة أنحاء الكرة الأرضية. غير أن مدى حدة التأثير ومقدار تطاول الركود الناتج مسألة موضع جدال محتدم فيما بين الاقتصاديين.

وقد أبرز هذا الجدل عددا من الأسئلة حول الصلات القائمة ما بين القطاع المالي والاقتصاد الحقيقي خلال حالات الركود. فمثلا، كيف تتصرف متغيرات الاقتصاد الكلي والمتغيرات المالية أثناء حالات الركود، والضوائق الائتمانية، وكساد أسعار الأصول (البيوت والأسهم)؟ وهل تختلف حالات الركود المصحوبة بالضوائق الائتمانية وكساد أسعار الأصول عن غيرها من حالات الركود؟ وقد اضطلعنا، بغية إلقاء ضوء على هذه الأسئلة، بتحليل شامل للصلات بين الاقتصاد الكلي والمتغيرات المالية في مختلف دورات نشاط الأعمال والدورات المالية في ٢١ بلدا أعضاء في منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي فيما بين عامي ١٩٦٠ و ٢٠٠٧ (Claessens, 2008) و Kose and Terrones, 2008). وهذه هي أول دراسة

### أثرت

مصنع لشركة «جنرال موتورز» أغلق أبوابه، في لانسينج، ميشيغان.





وقد حددنا ٢٨ ضائقة ائتمانية، و ٢٨ كسادا في أسعار البيوت، و ٥٨ كسادا في أسعار الأسهم. وتقابل الضوائق الائتمانية والكساد في أسعار الأسهم هبوطا من الذروة إلى الحضيض في الائتمان وأسعار الأسهم تقع في أعلى ٢٥ بالمائة من جميع وقائع الهبوط في الائتمان وأسعار الأسهم على التوالي. وكثيرا ما تكون الضوائق الائتمانية وكساد أسعار البيوت طويلة وعميقة. فمثلا، كانت واقعة الضائقة الائتمانية تدوم في المعهود سنتين ونصف السنة وتصطبح بانخفاض يبلغ تقريبا ٢٠ بالمائة في الائتمان، وهو ما يقاس بواسطة حجم المطالبات على القطاع الخاص (أنظر الرسم البياني ٢). بل قد نزع الكساد في أسعار البيوت إلى أن يدوم لأطول من ذلك بكثير— أربع سنوات ونصف السنة مع هبوط بنسبة ٣٠ بالمائة في الأسعار الحقيقية للبيوت. ودام الكساد في أسعار الأسهم لأكثر من ١٠ فصول، وعندما كان ينتهي تكون القيمة الحقيقية للأسهم قد هبطت بمقدار النصف.

وما لم يعقب وقائع الضوائق والكساد في الأسعار حدوث فترات ركود، فإنها لا تصطبح بالضرورة بتناقص في الناتج. وفي الحقيقة، فإنه رغم أن النمو في الناتج يتباطأ— وبخاصة أثناء المراحل المبكرة من الضوائق الائتمانية والكساد في أسعار البيوت— فكثيرا ما كان يتوسع في نهاية تلك الوقائع. والزيادة التي تحدث في نهاية الأمر في الناتج أثناء الضوائق والكساد في الأسعار ليست مستغربة، لأن هذه الوقائع لا تتداخل تماما على الدوام مع حالات الركود وتدوم بأطول من حالات الركود بمقدار الضعف. ومع ذلك، كان متوسط معدل النمو في الناتج أثناء الضوائق والكساد في الأسعار أقل بكثير منه أثناء الفترات الأكثر هدوءا في أسواق الائتمان والإسكان.

بيد أن كلا من الضوائق الائتمانية وكساد أسعار البيوت كانا مصحوبين بانخفاضات لها شأنها في الاستثمار. ونزعت الضوائق الائتمانية إلى أن تتزامن مع انخفاض في الاستثمارات في الإسكان بنسبة نحو ٦ بالمائة، في حين اصطحب الكساد في أسعار البيوت بهبوط أكبر من ذلك بمرتين. وزاد معدل البطالة بدرجة لها شأنها، وبخاصة أثناء المراحل المبكرة من تلك الوقائع، حينما بدأ النشاط الاقتصادي في الضعف.

### الدورات تتحرك باتساق فيما بين البلدان

ينظر بعض المراقبين إلى الطابع العالمي للأزمة الراهنة على أنه غير مسبوق، مع ما يشهده العديد من الاقتصادات المتقدمة في وقت واحد من انخفاضات في أسعار البيوت والأسهم وصعوبات في أسواقها الائتمانية. بيد أن الشواهد التاريخية تبين أن ذلك ليس بالأمر غير المعتاد. فقد حدث الركود والضوائق والكساد في الأسعار في كثير من الأحيان، في نفس الوقت عبر البلدان. وقد تجمعت حالات الركود في الكثير من الاقتصادات المتقدمة في أربع فترات على مدى الأربعين سنة الماضية— منتصف السبعينيات، وأوائل الثمانينيات، وأوائل التسعينيات، وأوائل العقد الأول من الألفية الثانية— وكثيرا ما تزامنت مع حدوث صدمات عالمية.

ويقدر ما تشهد بلدان كثيرة فترات ركود متزامنة، فإن البلدان تمر أيضا بوقائع كساد ائتماني متزامنة. وعلاوة على ذلك، تميل الانخفاضات في أسعار البيوت والأسهم إلى أن تحدث في نفس الوقت. فمثلا، تتزامن الانخفاضات في أسعار البيوت بدرجة كبيرة فيما بين البلدان— وهو ما يعكس أهمية العوامل المالية العالمية، بما في ذلك التحركات المشتركة في أسعار الفائدة الوطنية، في تحريك التقلبات في أسعار البيوت. وتظهر أسعار الأسهم أعلى درجة من التزامن،

وذلك فيما يحتمل بسبب التكامل المالي المرتفع في أسواق الأسهم. غير أن عدد البلدان التي تشهد هبوطاً في أسواق الأسهم تتجاوز في عددها في كثير من الأحيان تلك التي تشهد ركوداً. وكما يقول المثل الشعبي: «تنبأ شارع وول ستريت بتسع من آخر خمس حالات ركود».

### نذير الشؤم المزدوج

هل حالات الركود المصحوبة بالضوائق والكساد في الأسعار أسوأ حقاً من غيرها من حالات الركود؟ لقد استخدمنا، بغية الإجابة عن هذا السؤال، قاعدة «تواعد» بسيطة لتحديد ما إن كانت حالات ركود مخصصة مصحوبة بضائقة ائتمانية أو كساد في أسعار الأصول. وعلى وجه الخصوص، إذا ما بدأت حالة ركود في نفس الوقت مع ضائقة ائتمانية جارية أو كساد في أسعار الأصول، أو بعد بدايتهما، فإننا نعتبر أن الركود مصحوب بالضائقة أو الكساد في الأسعار المقصودين. وهذه القاعدة تصف مصاحبة «توقيفية» بين الحدثين ولكنها تعنى ضمناً وجود صلة سببية.

حقاً، لقد كان الكثير من حالات الركود مصحوباً بضوائق ائتمانية أو كساد في أسعار الأصول. ففي حالة واحدة من ست حالات ركود كانت هناك ضائقة ائتمانية جارية، وكان هناك في حالة واحدة من أربع حالات ركود كساد في أسعار البيوت. ويمكن أن تكون هناك أيضاً فترة فاصلة كبيرة بين اضطرابات سوق المال وبين النشاط الحقيقي. فالركود، إذا ما حدث، يمكن أن يبدأ في وقت متأخر بما يصل إلى أربعة أو خمسة فصول بعد حدوث ضائقة ائتمانية أو كساد في أسعار الإسكان.

ويتمثل أحد الأسئلة الرئيسية التي تحيط بالأزمة المالية الراهنة فيما إن كانت حالات الركود المصحوبة بضوائق أو كساد في الأسعار أسوأ من حالات الركود الأخرى. والدليل الدولي هنا واضح: فهذه الأنواع من الركود ليست أطول فحسب، وإنما تكون مصحوبة أيضاً بخسائر في الناتج أكبر بكثير من الأنواع الأخرى. وعلى وجه الخصوص، فرغم أن حالات الركود المصحوبة بضوائق حادة في الائتمان أو بكساد حاد في أسعار البيوت تدوم أطول من المتوسط بثلاثة أشهر

فحسب، فإنها تسفر في المعهود عن خسائر في الناتج أكبر مرتين إلى ثلاث من حالات الركود غير المصحوبة بتلك الضغوط المالية (انظر الرسم البياني ٣).

لماذا تكون حالات الركود المصحوبة بالضوائق والكساد في الأسعار أطول وأعمق؟ إن مشاكل الأسواق المالية الناجمة عن الضوائق الائتمانية وكساد أسعار الأصول يمكن أن تطيل وتعمق حالات الركود من خلال تشكيلة من القنوات. فمثلاً، يمكن أن تقلل الانخفاضات الحادة في أسعار الأصول من القيمة الصافية للشركات والأسر المعيشية، مما يحد من قدرتها على الاقتراض والاستثمار والإنفاق. ويؤدي هذا بدوره إلى مزيد من الانخفاضات في أسعار الأصول. وقد تقيد المصارف والمؤسسات المالية الأخرى من إقراضها مع تناقص قواعدها الرأسمالية أثناء الضوائق الائتمانية، مما يسفر عن حالات ركود متطاولة وأعمق.

ويعزز فحص شبه آلي للتغيرات في المكونات الرئيسية للناتج أثناء حالات الركود هذا الاستنتاج. فعادة ما يسجل الاستهلاك والاستثمار تناقصاً أشد حدة بكثير مما يسفر عن انخفاضات أشد وضوحاً في الناتج والاستخدام الإجماليين أثناء حالات الركود تتزامن مع المشاكل المالية. فعلى سبيل المثال، كان الانخفاض في الاستهلاك أثناء حالات الركود المصحوبة بكساد في أسعار البيوت يبلغ في المعهود ضعف مثيله في حالات الركود غير المصحوبة بكساد، وهو ما يعكس فيما يحتمل آثار الخسارة الجمة للثروة الإسكانية. وعلاوة على ذلك، سجل معدل البطالة في المعهود زيادة أكبر خلال حالات الركود المصحوبة بضوائق وكساد. ورغم أن حالات الركود المصحوبة بكساد في أسعار الأسهم نزعت أيضاً إلى أن تكون أطول وأعمق من حالات الركود غير المصحوبة بها، فإن الفروق عبر الوقائع لم تكن مهمة من الناحية الإحصائية. ومن شأن ذلك أن يؤكد أن الكساد في أسعار الأسهم له علاقة أقل إحكاماً بالتطورات الجارية في الاقتصاد الحقيقي مما للضوائق الائتمانية والكساد في أسعار البيوت.

### الدروس المستفادة من أجل الحاضر

أخذ الاقتصاد العالمي يشهد عاصفة مالية لها أبعاد تاريخية. والدروس المستفادة من الوقائع الأسبق لحالات الركود والضوائق والكساد متممة بالاعتدال والجد وتوحي بأن حالات الركود التي تلي هذه العاصفة قد تكون أكثر تكلفة لأن من المحتمل أن تحدث إلى جانب حدوث ضوائق ائتمانية وكساد في أسعار الأصول في نفس الوقت. وفضلاً عن ذلك، فرغم أن آثار الأزمة الراهنة أصبحت محسوسة تدريجياً بالفعل في مختلف أنحاء العالم، فإن شواهد الماضي تشير إلى أن من المحتمل أن تتفاقم أبعادها العالمية في الأشهر المقبلة. ورغم ذلك، فإن طابع حالة ركود ما في بلد بعينه يمكن أن يتشكل بفعل عوامل كثيرة— بما في ذلك العافية المالية لشركاته ومصارفه وأسره المعيشية فيما قبل الركود، وتدابير السياسات التي تستخدمها السلطات للتلطيف من حدة الآثار المعاكسة. ومن الممكن أن تساعد إجراءات السياسات الحاسمة على الصعيدين الوطني والعالمي على مواجهة تحديات الأزمة البازغة. ■

ستيغن كالايسنز مدير مساعد لإدارة البحوث في صندوق النقد الدولي وأيهان كوزه وماركو تيرونيس خبيران اقتصاديان أقدم في الإدارة.

المراجع:

Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose, and Marco Terrones, 2008, "What Happens During Recessions, Crunches, and Busts?" ورقة عمل تصدر قريباً عن صندوق النقد الدولي.

