

# إعادة بناء الثروة الأمريكية

في عالم ينتابه القلق إزاء الطلب الاستهلاكي الضائع لا بد من الشعور بالقلق أيضا إزاء قدرة الأسر الأمريكية التي باتت مقتعدة في الآونة الأخيرة على ادخار ما يكفي

إيفان تانر وياسر بديع

Evan Tanner and Yasser Abdih

يمكن أن تخبط التعافي. وما لم تكن مكاسب رأس المال وإيرادات الشركات بالقوة نفسها التي كانت عليها في سنوات الفقاعة قبل الأزمة، وهو احتمال غير مرجح، فإن الشركات لن تستطيع أن تولد أموالا كافية للاستثمار داخليا، وستحتاج غالبا إلى استغلال مدخرات الأسر المعيشية المتزايدة لإعادة تعبئة ميزانياتها العمومية. وتبين البحوث التي أجريناها أن الأسر لن تدخر ما يكفي، الأمر الذي لا يبشر بخير على المدى الطويل.

## صافي الثروة ومدخرات الأسر المعيشية

في الفترة السابقة على نشوء الأزمة الراهنة، حدثت طفرة في ثروة الأسر المعيشية الأمريكية - في المساكن وأسهم رأس المال، ضمن مصادر أخرى. وعندما زادت أصولها، أصبحت هذه الأسر قادرة على التمتع بالزيادة المتواصلة في الاستهلاك، مع الاستمرار في زيادة صافي ثروتها، حتى مع انخفاض معدلات الادخار من

المستهلكون في الولايات المتحدة، الذين كانوا القوة المحركة وراء الازدهار العالمي، يشترتون أقل ويدخرون أكثر عقب الأزمة المالية العالمية التي عصفت بقدر وافر من ثروتهم.

## أصبح

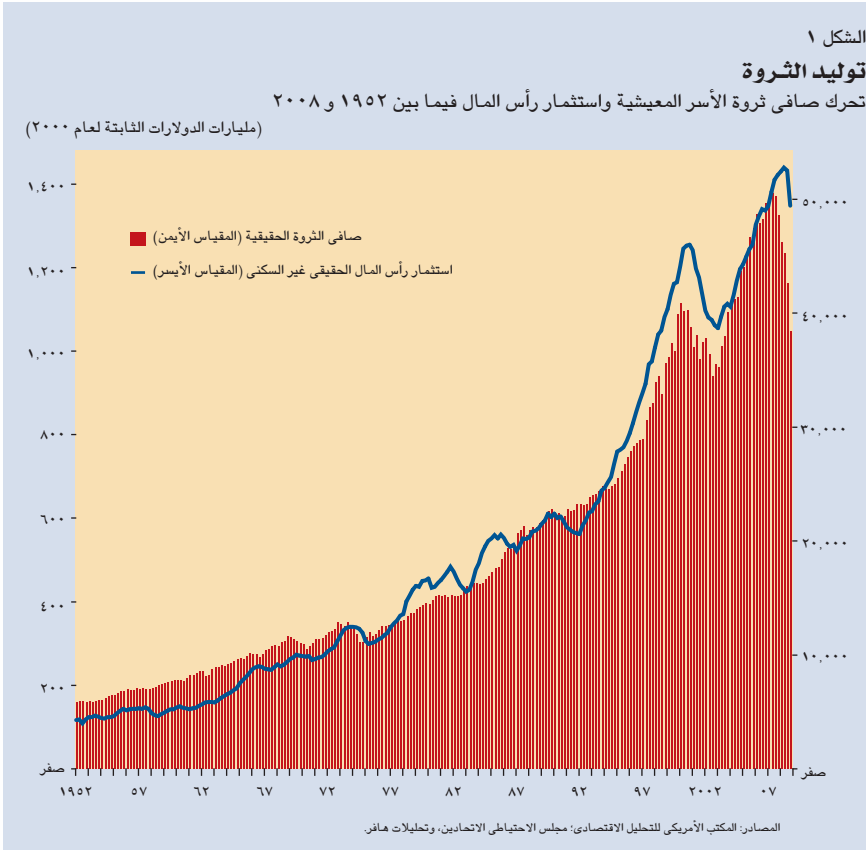
ويعتقد كثير من الاقتصاديين وغيرهم أن المستهلك الأمريكي الذي لم يكن يدخر شيئا من راتبه تقريبا لعدد من السنين، يحتمل أن يكون قد غير سلوكه بصورة دائمة. ويشعر صناع السياسات والاقتصاديون في شتى أرجاء العالم بالقلق من أن الهبوط في الطلب العالمي الناجم عن إمساك المستهلك الأمريكي عن الإنفاق يندرز ببطء التعافي العالمي. ويعتقدون أن الفجوة في الإنفاق لن يسدها مستهلكون من بلدان أخرى، كالصين، أو استثمار إضافي لرأس المال، على الأقل في الأجل القريب.

ولكن هناك جانبا آخر للقصة. فعلى الرغم من أن القلق العالمي بشأن إحلال الطلب الأمريكي المفقود قلق حقيقي، فقد ينصب قلق الولايات المتحدة نفسها بدلا من ذلك على ما إذا كانت الأسر ستقتصد في الإنفاق بما يكفي. فالمستهلكون لا يستطيعون إعادة بناء ثروتهم (أي صافي الثروة - الفرق بين الأصول والخصوم) إلا بمراكمة مدخراتهم.

## الثروة والاستثمار

يعد بناء ثروة الأسر المعيشية عاملا حاسما بالنسبة لأحد الشواغل ذات الصلة: ألا وهو استثمار رأس المال. فمن الواضح أن صافي الثروة والإنفاق الرأسمالي مرتبطان على نحو وثيق (انظر الشكل البياني ١). ويمكن تفسير هذا الارتباط اللافت للنظر بتأثير ما يسمى المعجل المالي: فالشركات ذات الميزانيات العمومية القوية تستطيع أن تقترض (وتمول الإنفاق الرأسمالي) بشروط أكثر مواتاة. وخلال فترات العسر المالي، عندما يندر الائتمان وتنخفض إيرادات الشركات، تبدو مدخرات الأسر المعيشية الجديدة هي المصدر الأرجح للأموال بالنسبة للشركات الساعية لإعادة تعبئة ميزانياتها العمومية.

ويتطلب النمو القابل للاستمرار تكويننا جديدا لرأس المال. ورغم أن زيادة الطلب الكلي (بما في ذلك الاستهلاك) قد تكون شرطا مسبقا للتعافي في استثمار رأس المال، وفق النظرية التقليدية للاستثمار، فإن الميزانيات العمومية الضعيفة



## الثروة الصافية بحلول عام ٢٠١٨

أجرينا قياسا معياريا لتحولاتنا الافتراضية في المدخرات لنوفق على نحو تقريبي بين توقعاتنا السنوية المبدئية وبين المتوسطات المأخوذة من فترات سابقة - التسعينات والثمانينات، والفترة الأهم من الخمسينات إلى السبعينات التي اتسمت بالاقتصاد في الإنفاق. ولمحاكاة فترة التسعينات، كان لا بد أن تكون الزيادة في المدخرات أعلى حتى من تعديل السيناريو الأساسي، بنحو ٣,٣٪ من إجمالي الناتج المحلي. ولمضاهاة الثمانينات من القرن الماضي، لا بد أن يبلغ هذا الجهد الإضافي في الادخار نحو ٦,٣٪ من إجمالي الناتج المحلي، ولتكرار فترة الخمسينات إلى السبعينات، لا بد أن يبلغ الادخار نحو ٩٪ من إجمالي الناتج المحلي. وفيما يشبه السيناريو الأساسي كثيرا، فإن تنبؤاتنا البديلة بالمدخرات تأخذ هي أيضا شكلا محدبا: إذ ستبلغ المدخرات الذروة عام ٢٠١١ ثم تنحسر بعد ذلك. وينتفش الاستهلاك، الذي ينخفض بصورة كبيرة بموجب هذه السيناريوهات الأكثر اقتصادا في الإنفاق، تدريجيا - لكنه يظل دون مستويات السيناريو الأساسي لسنوات كثيرة.

ونظرا لأن المدخرات بموجب هذه السيناريوهات الأكثر اقتصادا في الإنفاق أعلى من السيناريو الأساسي، فإن صافي ثروة الأسر المعيشية ينمو على نحو أسرع. فإذا بدأت الأسر المعيشية الأمريكية تدخر أكثر من الآن، أين ستكون الثروة الصافية في عام ٢٠١٨ مقارنة بمستوى الذروة البالغ ٤٦ تريليون دولار (بدولارات عام ٢٠٠٠ الثابتة) وهو المستوى الذي حققته في عام ٢٠٠٧؟ وبموجب السيناريو الأساسي، فإن صافي ثروة الأسر المعيشية سيقبل عن تلك الذروة بنسبة ٢٢٪. وبموجب سيناريو كل من التسعينات والثمانينات من القرن الماضي، ستظل الثروة الصافية أيضا دون الذروة - بنحو ١٣٪ و ٥٪ على التوالي. وبموجب سيناريو الفترة من الخمسينات إلى السبعينات من القرن الماضي، من المتوقع أن تتجاوز الثروة الصافية ذروة عام ٢٠٠٧ بنحو ٤٪ (انظر الشكل البياني ٢).

والسيناريو الأساسي هو السيناريو الوسيط: فمن زاوية الاحتمالات، من المرجح بالمثل أن يزيد صافي الثروة عام ٢٠١٨ عن هذا التنبؤ أو يقل عنه. فاحتمال أن تساوي الثروة الصافية عام ٢٠١٨ التوقعات الأكثر اقتصادا في الإنفاق أو تتجاوزها - يقل عن ٥٠٪، وعلى سبيل المثال، فإن احتمال أن تساوي

الرواتب إلى مستوى منخفض على نحو غير مسبق. وعندما تهاوت قيم الأصول بشدة في عام ٢٠٠٨، جاء رد فعل الأسر المعيشية باستهلاك قدر أقل وادخار قدر أكبر بكثير من رواتبها.

ويتسق هذا الأمر مع الأنماط التاريخية. فإلى جانب استهلاك قدر ثابت مستقل عن الأوضاع الجارية، نجد أن الأسر تستهلك عادة أكثر عندما يرتفع الدخل المتاح من الرواتب. ولكن الاستهلاك يرتبط أيضا بدخل الأصول. وباستخدام بيانات من عام ١٩٥٢ إلى ٢٠٠٨، وجدنا أن الأسر المعيشية الأمريكية استجابت للتغيرات في دخل أصولها مثلما تفعل حاليا - بإجراء تصحيحات بحجم مماثل في مدخراتها من الرواتب - فهي تقلل استهلاكها عندما يقل دخلها من الأصول وتزيده عندما يرتفع. وفي الأجل الطويل، فإن هذا التصحيح التعويضي يقترب من صيغة واحد لكل واحد: فمقابل كل دولار زيادة في دخل الأصول يزيد الاستهلاك وينخفض الادخار من الرواتب دولارا - والعكس بالنسبة لكل دولار ينخفض من دخل الأصول. وكانت علاقة واحد لكل واحد هذه هي على وجه التحديد ما لاحظته العالم الاقتصادي «ملتون فريدمان» منذ سنوات عند وضع نظريته عن سلوك الأسر المعيشية الأمثل في المدى الطويل، أي نظرية الدخل الدائم. لكننا نجد أيضا أن المستهلكين يقومون عادة بالتصحيح طويل الأجل على نحو تدريجي جدا على مر الزمن.

ولكن ماذا يمكن أن يحدث للمدخرات والثروة في المستقبل إذا واصلت الأسر المعيشية سلوكها الذي داومت عليه في المتوسط عبر نصف القرن الماضي؟ وللإجابة على هذا السؤال، استحدثنا نموذج السيناريو الأساسي لتقدير مستويات مدخرات المستهلكين وروثهم المتراكمة في المستقبل بافتراض أن سلوك الأسر المعيشية يظل دون تغيير في الأساس.

وفي السيناريو الأساسي، ترتفع المدخرات من الرواتب بداية بعد عام ٢٠٠٩، كنتيجة مباشرة للأزمة ثم تتراجع المدخرات نوعا ما مع استقرار أصول الأسر المعيشية. ويتخذ التنبؤ شكلا محدبا، ويبلغ ذروته في عام ٢٠١١، وينخفض بعد ذلك. ومن ذروته في الفترة الممتدة من عام ٢٠٠٧ إلى عام ٢٠١١، يبلغ التصحيح في المدخرات نحو ٢,٢٥٪ من إجمالي الناتج المحلي. ومع توقع انخفاض عائدات الأصول في المستقبل إلى حد ما دون قيمتها المغالى فيها خلال السنوات الأخيرة، فإن صافي ثروة الأسر سيرتفع عن المستويات الراهنة - وإن كان بصورة طفيفة - في السيناريو الأساسي.

## أهو اقتصاد في الإنفاق مجددا؟

لكن المناخ الاقتصادي تغير بشكل كبير. فهناك قدر أكبر من أوجه عدم اليقين. فالمستهلكون يخفون نسب التمويل بالدين (يتخلصون من الديون)، طوعا أو كرها، وهم أكثر وعيا من أي وقت مضى بالعجز الحكومي القياسي.

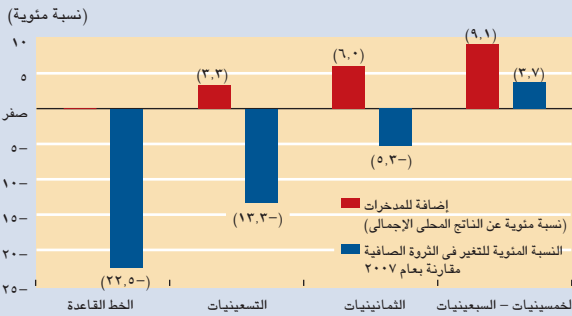
لذلك فإن نموذج السيناريو الأساسي قد لا يكون دليلا جيدا للسلوك الادخاري في المستقبل. فإذا ظهر توجه نحو الاقتصاد الإنفاق مجددا، فإن المستهلكين الأمريكيين قد ينتهجون منهجا دائما لزيادة الادخار. ولكن ما مقدار هذه الزيادة؟ ويقول أوليفيه بلانشارد كبير اقتصاديي صندوق النقد الدولي «لا يستطيع الاقتصاديون المجازفة بأكثر من الإدلاء «بأفضل تخمين لديهم» (دراسة "Blanchard, 2009")».

وقد حاولنا تحديد قدر الزيادة التي يتعين على المستهلكين ادخارها لاستعادة ثروتهم الصافية إلى المستويات التي تتفق مع مستويات الأوقات الأفضل (ما قبل الأزمة). وافترضنا أن الأسر المعيشية ستعزز مدخراتها بمقدار ثابت - بالنسبة للسيناريو الأساسي - في كل فترة. ولكن بعد هذا التحول الذي يحدث مرة واحدة ستظل المدخرات مقيدة بدخل الأصول الحدي - كما في نموذج السيناريو الأساسي.

الشكل ٢

### استعادة الثروة الصافية

لكي تعود الثروة الصافية للأسر المعيشية الأمريكية في ٢٠١٨ إلى مستواها في ٢٠٠٧، يتعين على هذه الأسر أن تعزز المدخرات بصورة مثيرة.



المصادر: مجلس الاحتياطي الاتحادي؛ تحليلات هافر، وحسابات المؤلف. ملحوظة: الثروة الصافية هي أصول الأسر المعيشية ناقصا خصومها. ويمثل الخط صافي ثروة الأسر المعيشية الأمريكية في ٢٠٠٧. والخط القاعدي الذي يعكس الملوك الادخاري التاريخي للأسر المعيشية. يتنبأ بأن المدخرات من الرواتب سترتفع في الأجل القريب بنحو ٢٪ من المائة من الناتج المحلي الإجمالي. وهذا يترك صافي الثروة دون مستواها قبل الأزمة بأكثر من ٢٠ في المائة بحلول ٢٠١٨. وبإضافة ما يكافئ ٣,٣ في المائة من الناتج المحلي الإجمالي، ستعادل المدخرات من الرواتب المستويات التي كانت سائدة في التسعينات تقريبا. بنسبة ٦ في المائة من مستويات مدخرات الثمانينيات، ٩,١ في المائة من المستويات التي سادت في الخمسينات - السبعينات. وفي السيناريو الأخير فقط، ستتجاوز ثروة الثروة الصافية مستوى ٢٠٠٧ بحلول ٢٠١٨.

كضمانات وتقلل تكلفة الاقتراض الخارجي. ولهذا السبب، فإن العلاقة الإيجابية بين الثروة الصافية والاستثمارات الرأسمالية يجب ألا تكون مدعاة للدهشة.

ولكن التأثير الإيجابي للميزانيات العمومية المعززة على الاستثمار لا يحتمل أن يكون فورياً. ولأنه من المرجح ألا يدخر المستهلكون ما يكفي، فهناك احتمال ركود الثروة الصافية في الولايات المتحدة لسنوات، بما لذلك من آثار عكسية على تحقيق تعاف دائم وقوي. وبالطبع هناك عوامل أخرى قد تعيق التعافي الاقتصادي، ومنها: انخفاض معدل نمو الإنتاجية، وعدم اليقين الاقتصادي، وعدم كفاءة النظام المالي الذي تعيقه أصول عديمة الأداء، ودين حكومي مفرط بما يصاحبه من عبء مالي. وكل هذه القضايا جديرة بأن نشعر بالقلق إزاءها. ■

إيفان تانر اقتصادي أول بمعهد صندوق النقد الدولي، ويسر بديع اقتصادي في إدارة الشرق الأوسط وآسيا الوسطى في صندوق النقد الدولي.

المراجع:

Abdih, Yasser, and Evan Tanner, 2009, "Frugality: Are We Fretting Too Much? Household Savings and Assets in the United States," IMF Working Paper 09197/ (Washington: International Monetary Fund).

Bernanke, Ben S., Mark Gertler, and Simon Gilchrist, 1999, "The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework," in Handbook of Macroeconomics, Vol. 1, ed. by John B. Taylor and Michael Woodford (Oxford: Elsevier), pp. 1341-93.

Blanchard, Olivier, 2009, "Sustaining a Global Recovery," Finance & Development, Vol. 46, No. 3, pp. 8-12.

الثروة الصافية للأسر المعيشية القيم المتصورة بموجب سيناريو فترة الخمسينات - السبعينات من القرن الماضي أو تتجاوزها يبلغ نحو ٢٥٪.

## المدخرات: مصادر جديدة للاستثمار

هناك جانب كبير من المدخرات الجديدة للأسر المعيشية يستوعب في الوقت الحالي اقتراضا عاما قياسيا ويعوض عجزا في مدخرات الشركات. ويبدو أن تدفقات المدخرات الجديدة لن يتم توجيهها فورا إلى إنفاق رأسمالي جديد. والمتوقع أن يظل الطلب على الاستثمار ضعيفا في الأجل المتوسط: بسبب وجود رصيد كبير من المساكن غير المباعة، وضعف استخدام رأس المال، ونظام مالي جريح. وخلال هذه الفترة الفاصلة ستساعد المدخرات الجديدة للأسر المعيشية على تجديد الثروة الصافية للأسر المعيشية والشركات على السواء.

ولكن عندما يشرع الاقتصاد في النهوض، فإن هذه الميزانيات العمومية الأقوى ستساعد على دعم الإنفاق الاستثماري. وكما رأينا في الشكل البياني ١، فإن الاستثمار غير السكني والثروة الصافية يرتفعان وينخفضان معا.

وحسب ظاهرة تسمى «المعجل المالي»، فإن زيادة في صافي الثروة سوف تسهم في تخفيض تكاليف معينة مرتبطة بالوساطة المالية (دراسة، Bernanke, "Gertler, and Gilchrist, 1999"). فعلى سبيل المثال، قد تستخدم مدخرات الأسر المعيشية في شراء أسهم الشركات - مثلما طفق يحدث في الأشهر الأخيرة. وهنا، فإن الثروة الصافية للأسر المعيشية والشركات غير المالية تسير جنبا إلى جنب. وتستخدم بعض الشركات حصيلة مبيعات أسهم رأس المال لتكديس النقود والودائع الأجنبية والمحلية على حد سواء. ويمكن أن تستخدم هذه الأصول



COLUMBIA | SIPA

School of International and Public Affairs

## PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Confront global economic challenges with the world's leading economists, policymakers, and expert practitioners, including Jagdish Bhagwati, Guillermo Calvo, Robert Mundell, Arvind Panagariya, and many others.

A 14-month mid-career Master of Public Administration focusing on:

- rigorous graduate training in micro- and macroeconomics
- emphasis on the policy issues faced by developing economies
- option to focus on Economic Policy Management or International Energy Management
- tailored seminar series on inflation targeting, international finance, and financial crises
- three-month capstone internship at the World Bank, IMF, or other public or private sector institution

The 2010-2011 program begins in July of 2010. Applications are due by January 1, 2010.

pepm@columbia.edu | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | www.sipa.columbia.edu/academics/degree\_programs/pepm  
To learn more about SIPA, please visit: www.sipa.columbia.edu