



# أسعار المساكن: هل يوجد

براكاش لونغاني  
Prakash Loungani

من المنظور  
التاريخي، لا تتميز  
أسعار المساكن  
باتجاهها العام وإنما  
بدرجة تقلبها

خلال ١٠ سنوات، وما لبثت أن شهدت انهيارا حادا آخر. وما حدث أخيرا من ارتفاع شديد وتصحيح في الأسعار في أمستردام كان جزءا من رواج عالمي في أسعار المساكن. فقد تصاعدت أسعار المساكن في الولايات المتحدة، وأدركتها المبتكرات في تمويل المساكن. وقد ارتفعت الأسعار كذلك في أيرلندا، بالتزامن مع فورة نمو تاريخية؛ وازدهرت في إسبانيا وأستراليا من جراء الهجرة، وفي أيسلندا زادت كجزء من ازدهار أفضى إليه التوسع الهائل في القطاع المالي في البلاد. وفي عام ٢٠٠٦، بدأت أسعار المساكن في الهبوط، أولا في الولايات المتحدة وبعد ذلك في بلدان أخرى (راجع الشكل ٢).

عام ١٦٢٥، بنى بيتر فرانز مسكنا في حي هيرينغراخت الجديد في أمستردام. ومع صعود الجمهورية الهولندية لمصاف القوى العالمية في العقد الثالث من القرن السابع عشر - مع إنشاء أمستردام لأول سوق كبرى للأوراق المالية في العالم وكذلك أسواق السلع الرئيسية والعقود الآجلة - تضاعف ثمن المسكن في أقل من عقد. وعبر القرون الثلاثة التالية، انهار سعر مسكن فرانز من جراء الحروب وفترات الركود والأزمات المالية، وارتفع ثانية عقب ذلك (دراسة Shorto, 2006). وعندما انتقلت ملكية المسكن في ثمانينات القرن العشرين، لم ترتفع

قيمه الحقيقية، أي بعد مراعاة التضخم، إلا بمقدار الضعف فقط على مدى ٣٥٠ سنة - محققة معدل عائد متواضع للغاية على ذلك الاستثمار.

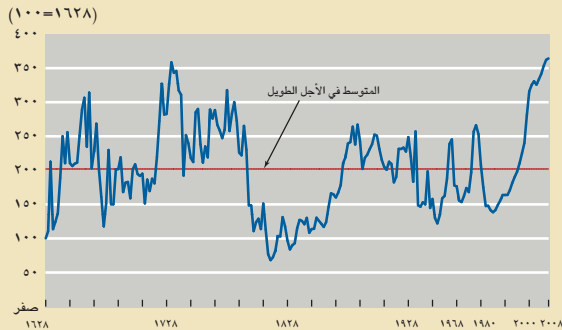
والواقع أن السمة المميزة لأسعار المساكن في هيرينغراخت، إذا نظرنا إليها عبر المسار الطويل للتاريخ لم تكن متمثلة في اتجاهها العام، وإنما في دورات تقلبها (راجع الشكل ١): فقد رفعت المبتكرات وأوقات الرخاء السعر في وقت ما - ويبدو أنه عندما ترسخ الاعتقاد بأن هذا الوقت سيكون مختلفا جاءت الصدمات لتؤدي إلى انهيار الأسعار مجددا.

وبدءا من أواخر تسعينات القرن العشرين، تضاعفت قيمة أسعار المساكن في هيرينغراخت، وفي أمستردام بصفة أعم

الشكل ١

## رؤية طويلة الأجل

ارتفعت وانخفضت أسعار المساكن في حي هيرينغراخت بين عامي ١٦٢٨ و ٢٠٠٨، ولكن السعر الحقيقي في المتوسط زاد إلى الضعف.



المصدر: Eicholtz, Piet M.A., 1997, "The Long Run House Price Index: The Herengracht Index, 1628-1973," *Real Estate Economics*, updated to 2008 by Eicholtz.



هيرينغراخت، أمستردام، حي بيتر فرانز

# مجال لمزيد من الانخفاض؟

وتعتبر دورة الانتعاش والكساد من العوامل الرئيسية المساهمة في الأزمة المالية العالمية، ومن المتعارف عليه بصفة عامة أن الأزمة ذاتها تعتبر أخطر تهديد اقتصادي واجهه العالم منذ الكساد الكبير، ومن المهم فهم أسباب دورات أسعار المساكن وكيفية التخفيف من حدتها، من أجل الحفاظ على الاستقرار الكلي، على المستويين الوطني والعالمي.

ولكن ماذا نعرف عن مدى انتشار واتساع دورات أسعار المساكن في مختلف البلدان حول العالم (تقلب الأسعار من الذروة للقاء والعكس)؟ وما القوى المحركة وراء هذه الدورات؟ وماذا نستخلص من هذا التحليل بالنسبة لمستقبل أسعار المساكن؟

## إطار: دورة أسعار المساكن

يتضاءل ما حدث في الدورات السابقة أمام الارتفاع في أسعار المساكن الذي بدأ في منتصف تسعينات القرن العشرين واستمر عقدا من الزمن في ١٨ اقتصادا متقدما<sup>١</sup>. وما زال الهبوط الذي بدأ منذ ثلاث سنوات مستمرا.

انتعاش النشاط		هبوط النشاط	
الدورة	المدة	الفترة	تقلب السعر <sup>(٣)</sup>
١٩٧٠-منتصف التسعينات	٢١ ربيعا	١٨ ربيعا	٢٢٪ -
منتصف التسعينات - الوقت الحاضر	٤١ ربيعا	١٣ ربيعا	١٥٪ -

المصدر: Igan and Loungani (forthcoming).

١- البلدان الثمانية عشر هي: النمسا وكندا والدانمرك وفنلندا وفرنسا وألمانيا وأيرلندا وإيطاليا واليابان وكوريا وهولندا ونيوزيلندا والنرويج وإسبانيا والسويد وسويسرا والمملكة المتحدة والولايات المتحدة.

٢- الأسعار الحقيقية، من القاع للذروة.

٣- الأسعار الحقيقية، من الذروة للقاع.

## حقائق عن دورات أسعار المساكن

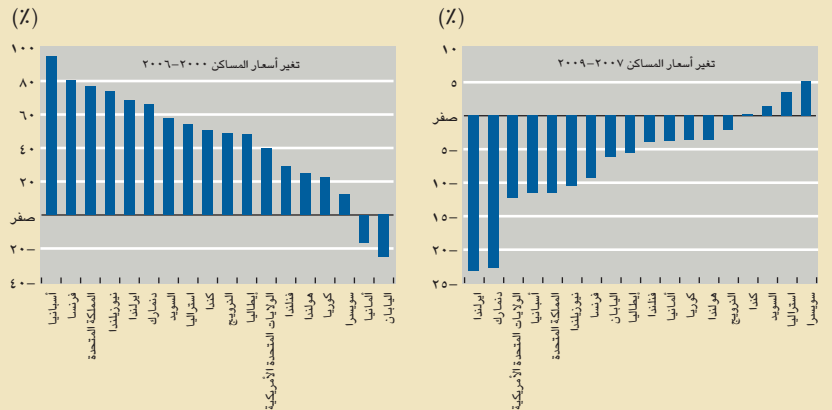
إن تحديد نقطة التحول في أي سلسلة من البيانات الاقتصادية - أي «تأريخ» الدورات - يغدو أكثر موثوقية كلما عادت السلسلة الزمنية إلى الوراء، وتعتبر بيانات أسعار المساكن التي ترجع إلى القرن السابع عشر مثلما حدث في حي هيرينغراخت في أمستردام، هي الاستثناء وليست القاعدة. ولكن البيانات الوطنية لأسعار المساكن في كثير من البلدان الأعضاء في منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي ترجع إلى عام ١٩٧٠، وهي فترة طويلة بما يكفي للتأريخ الموثوق به لدورات أسعار المساكن.

وفيما بين عام ١٩٧٠ ومنتصف التسعينات، استمر متوسط صعود أسعار المساكن في ١٨ من بلدان منظمة التعاون والتنمية في الميدان

الشكل ٢

## ارتفاع زاد حتى زال

خلال الفترة بين عامي ٢٠٠٠ - ٢٠٠٦ ارتفعت أسعار المساكن في معظم الاقتصادات المتقدمة. وكان الانخفاض منذ عام ٢٠٠٧ واسع النطاق بالقدر نفسه.



## أسعار المساكن؛ أساسيات اقتصادية أم فقاعات؟

اشتهر روبرت شيلر لأنه تنبأ بانهيار سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة في ٢٠٠٠ - ٢٠٠١ (راجع مجلة التمويل والتنمية، عدد سبتمبر ٢٠٠٨). وفي عام ٢٠٠٣، حذر من أن أسعار المساكن في الولايات المتحدة تتضمن أيضا «فقاعة»؛ أي أن ارتفاعها قد تجاوز كثيرا ما تبرره القوى المحركة الأساسية كنمو الدخل، وأسعار الفائدة، والتغير الديموغرافي، وتكاليف البناء. وبين شيلر أن نسبة أسعار المساكن إلى كل من الإيجارات والدخل هي الأعلى طوال قرن.

ويرى شيلر أن مثل هذه الفقاعات تتكون لأن توقعات أسعار الأصول غالبا ما تتشكل بناء على حكايات وتصورات اجتماعية للمواقع، وبناء على الثقة المفرطة في أن النتيجة ستكون إيجابية. وقد يمارس البعض سلوكا فاسدا ومعاديا للمجتمع مما يسهم في تضخيم الفقاعة. وفي سياق أوضاع أسواق الإسكان في الولايات المتحدة يذهب شيلر إلى أن الناس يتشبثون بتصور أن أسعار المنازل لن تنخفض أبدا أو أن هذا زمن مختلف. وقد تفاقمت عواقب هذه التصورات الزائفة نتيجة تسويق قروض الرهن العقاري لأناس يعانون بوضوح من عدم القدرة على السداد ثم إعادة تجميع مثل هذه القروض في هيئة مجموعات من الأوراق المالية القابلة للتداول.

وعلى النقيض من ذلك، يؤكد جيمس كان، الاقتصادي في جامعة يشيفر، في دراسة قام بها مع مؤلف مشارك هو روبرت ريتش في بنك الاحتياطي الفيدرالي في نيويورك، أن فورة أسعار المساكن في الولايات المتحدة يمكن تفسيرها على ضوء الأساسيات الاقتصادية، خاصة توقعات نمو الدخل. ويوحى عمل «كان» بأن طفرة أسعار المساكن في الولايات المتحدة منذ منتصف التسعينات إلى عام ٢٠٠٧ استندت على الاعتقاد بأن نمو الإنتاجية سيفضي إلى نمو مستمر في الدخل. وقد انقلبت هذه الديناميكية في عام ٢٠٠٧ عندما ساد تصور بأن نمو الإنتاجية قد تباطأ، مما خلق الرواج الإسكاني واستمرارية القروض العقارية القائمة على أساس التنبؤ باستمرار زيادة أسعار المساكن. وعلى الرغم من أن وتيرة نمو الإنتاجية في الولايات المتحدة بدأت في التباطؤ في عام ٢٠٠٤، فإن تصور هذا التباطؤ لم يصبح واقعا ملموسا إلا في عام ٢٠٠٧، حسبما يقول «كان».

ويذهب «كان» أيضا إلى أنه نظرا لعدم مرونة المعروض الإسكاني نسبيا، فقد ترتفع أسعار المساكن بسرعة أكبر من الدخل في فترات النمو الاقتصادي الذي يزيد معدله على المتوسط وتنخفض على نحو حاد عندما يتباطأ النمو. ويتبدى التضخم الناتج عن ذلك في استجابات الأسعار للتغيرات الأساسية في المحددات الرئيسية في شكل يشبه كثيرا سيناريو الفقاعة والانفجار الذي وقع أخيرا.

## القوى المحركة وراء دورات أسعار المساكن

لماذا تمر أسعار المساكن عبر الدورات المبينة في الجدول؟ إن كلا من العلاقات طويلة الأجل والقوى قصيرة الأجل لها آثارها.

**العلاقات طويلة الأجل:** تؤكد النظرية الاقتصادية أن أسعار المساكن وإيجاراتها ودخولها ينبغي أن تتحرك مترادفة في الأجل الطويل. لماذا؟ لننظر في أسعار المساكن وإيجاراتها أولا: إن الشراء والتأجير طريقتان بديلان لتلبية الحاجة للمأوى. ومن ثم، فإن أسعار المساكن وإيجاراتها لا يمكن أن يحددا عن التزامن. ولو حدث هذا، لتأرجح الناس بين الشراء والتأجير، محدثين تصحيحات في كل من الأسعار والإيجارات لإعادة الاتساق بينهما. وبالمثل، فإن أسعار المساكن في الأجل الطويل لا يمكن أن تشرد بعيدا عن قدرة الناس على تحملها - أي بعيدا عن دخولهم.

انظر على سبيل المثال إلى هذه العلاقات طويلة الأجل في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة (راجع الشكل ٣). فقد عادت العلاقة بين أسعار المنازل

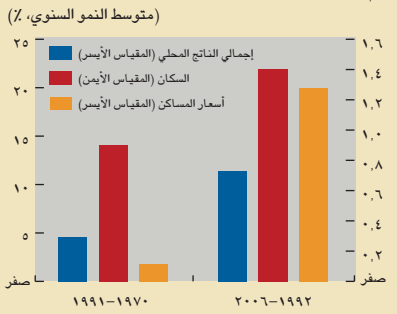
الاقتصادي لخمس سنوات فحسب، زادت خلالها الأسعار الحقيقية (المعدلة حسب التضخم) بنسبة ٤٠٪ في المتوسط (راجع الجدول). واستمر الهبوط بعد ذلك عادة لمدة أربع سنوات ونصف السنة، وانخفضت الأسعار بنحو نصف ما ارتفعت إليه خلال فترة الصعود.

وتوفر تجارب الماضي صورة غير دقيقة لدورة أسعار المساكن الحالية، التي بدأت في وقت ما بين منتصف التسعينات وأوائل القرن الحادي والعشرين بالنسبة لمعظم البلدان. وقد دام الارتفاع في أحدث دورة ضعف متوسطه في الماضي (٤١ ربيعا مقابل ٢١ ربيعا). وكان أشد وضوحا للعيان، مع ارتفاع الأسعار عن سابقتها بمقدار ثلاثة أمثال تقريبا. ويقترّب الهبوط الحالي من المدة التي استغرقتها فترات هبوط النشاط الاقتصادي في الماضي، وهكذا فإن الانخفاض في أسعار المنازل حتى الآن قارب في اتساعه ما حدث في فترات هبوط النشاط في الماضي. ولكن نظرا لارتفاع الأسعار بشكل أكثر حدة عن فترات الانتعاش السابقة، فإن انخفاضها قد تتضاءل أمامه الانخفاضات التي شهدتها الماضي.

الشكل ٤

## حضر أسعار المساكن

قد يعطي النمو القوي في الدخل والسكان دفعة قوية لأسعار المساكن الحقيقية مثلما حدث في أيرلندا بعد عام ١٩٩٢.

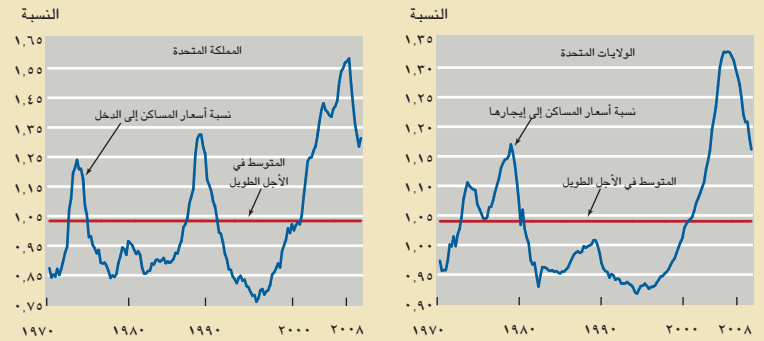


المصدر: حسابات المؤلف استنادا لبيانات صندوق النقد الدولي ومنظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي.

الشكل ٣

## الالتقاء عند القمة

في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة، مثلما هو الحال في بلدان كثيرة، تساير الإيجارات والدخل أسعار المساكن.



المصدر: منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي.

ومن أسباب ارتفاع أسعار المساكن بسرعة أن تصحيح المعروض الإسكاني ليس سريعا. ويمكن سبب آخر في التفاعل بين أسعار المساكن والأسواق المالية. فنظرا لأن المساكن تستخدم كضمان إضافي، فإن الزيادة في أسعارها قد يكون لها أثر مرتد: فبمجرد زيادة قيمة الضمانات الإضافية، تغدو البنوك مستعدة لتقديم المزيد من القروض للأسر المعيشية، مما يؤدي إلى ازدهار أسعار المساكن. وقد ينشأ هذا التأثير المرتد بغض النظر عن سبب ارتفاع أسعار المساكن في مستهل الأمر - سواء أكان زخم الطلب أو السياسات الحكومية كأسعار الفائدة المنخفضة، أو التغيرات المؤسسية التي تزيد توافر الرهون العقارية.

وإضافة لذلك، فإن القوى المحركة الأساسية لا تفسر بالكامل كل تحركات الأسعار في كل البلدان في كل الأوقات. ويؤكد روبرت شيلر الخبير الاقتصادي في جامعة ييل وغيره، أن أسعار المساكن قد تحددها عوامل نفسية واجتماعية: وقد تضخم هذه العوامل

أيضا رد فعل أسعار المساكن إزاء القواعد الأساسية (راجع الإطارات).

### هل المجال أكبر أمام الهبوط؟

رغم وجود بعض الشواهد على حدوث استقرار، فقد استمر التصحيح العالمي في أسواق المساكن طوال عام ٢٠٠٩. فقد هبط متوسط أسعار المساكن في اقتصادات بلدان منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي بنحو ٥٪ بالقيم الحقيقية بين الربع الرابع من عام ٢٠٠٧ والربع الثالث من عام ٢٠٠٩. ما مدى الانخفاض الذي قد تصل إليه الأسعار؟ هناك عدد من العوامل يتعين أخذها في الاعتبار.

أولا، إن أسعار المساكن في معظم البلدان لا تزال فوق المستويات الملحوظة في بداية الصعود في أوائل القرن العشرين. ثانيا، لا تزال أسعار المساكن أعلى من الإيجارات والدخول، وهو - كما سبق شرحه - ما قد يضطلع بدور الركائز طويلة الأجل للأسعار. وبين الشكل ٥ المدى الذي ينبغي أن تنخفض به نسبة أسعار المساكن إلى الإيجارات والدخول في كل بلد للهبوط لمتوسطها طويل الأجل. ثالثا، تبين نماذج الاقتصاد القياسي أن أسعار المساكن زادت خلال الفترة بين عامي ٢٠٠٠-٢٠٠٦ بدرجة أكبر مما يمكن تفسيره سواء بالقوى المحركة قصيرة الأجل أو بالعلاقات طويلة الأجل: وهكذا، فإن التصحيحات لم تمنح حتى الآن كل التجاوزات التي ولدتها الزيادات في أسعار المساكن.

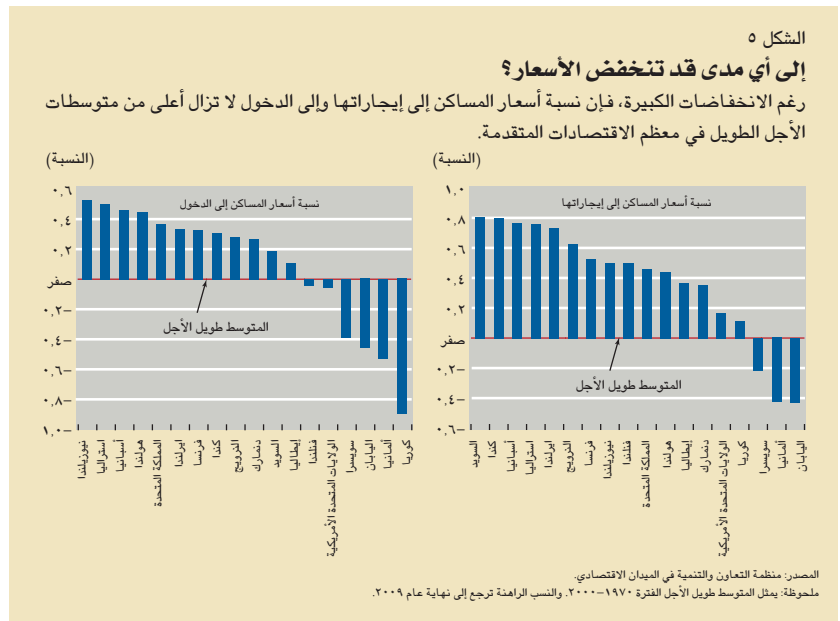
ويؤدي هذا إلى استنتاج لا يبعث على الراحة: فلا يزال هناك مجال لانخفاض أسعار المساكن في بلدان كثيرة. ■

براكاش لونغاني مستشار بإدارة البحوث في صندوق النقد الدولي.

المراجع:

Igan, Deniz, and Prakash Loungani, forthcoming, "Global Housing Cycles," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).

Shorto, Russell, 2006, "This Very, Very, Old House," The New York Times Magazine, March 5.



وإيجاراتها في الولايات المتحدة إلى متوسطها في الأجل الطويل أربع مرات بين عام ١٩٧٠ وأوائل القرن الحادي والعشرين. وزادت أسعار المساكن أكثر من الإيجارات كثيرا في السبعينات، ولكن نسبة السعر إلى الإيجار انخفضت بين عامي ١٩٨٠ و٢٠٠٠ إلى ما دون متوسطها طويل الأجل بصورة قليلة. وفيما بين عامي ٢٠٠٠ و٢٠٠٦، ارتفعت نسبة الأسعار إلى الإيجارات بصورة حادة أعلى من المتوسط في الأجل الطويل ثم أخذت تتراجع منذئذ. وبالتالي، وبهذا المقياس

### من أسباب ارتفاع أسعار المساكن بسرعة أن تصحيح المعروض الإسكاني ليس سريعا.

أيضا، وعلى غرار اتساع الدورات الماضية قد يكون هناك مزيد من التصحيح في الطريق. ويصدق الأمر نفسه في المملكة المتحدة فيما يتعلق بنسبة أسعار المساكن إلى الدخل. ففيما بين عامي ١٩٧٠ و٢٠٠٠ تراوحت النسبة حول متوسطها طويل الأجل، رغم حدوث بضعة تقلبات حادة بعيدة عنه. ومنذ عام ٢٠٠٦ بدأت النسبة في الهبوط صوب متوسطها في الأجل الطويل، رغم أنها لا تزال أعلى منه تماما.

**المحددات قصيرة الأجل:** في حين تضطلع العلاقات في الأجل الطويل بدور الركيزة، فإن أسعار المساكن في الأجل القصير تنحرف بعيدا عن مسارها، وغالبا ما يتم ذلك بصورة قوية جدا ولفترات طويلة. إذ تؤدي قوة الدفع القوية للطلب إلى زيادة أسعار المساكن وغالبا ما تكون الزيادة أكبر مما يمكن أن تفسره تماما القوى المحركة الأساسية. وأيرلندا مثال توضيحي جيد (راجع الشكل ٤). فخلال الفترة بين عامي ١٩٩٢-٢٠٠٦ حظت أيرلندا بنمو قوي في الدخل زاد على ١٠٪ سنويا، بأكثر من ضعف متوسط العقدين السابقين. كذلك انتعش النمو السكاني بعد عام ١٩٩٢. وزاد الارتفاع في أسعار المساكن عما يلزم لمسايرة هذه العوامل - فقد زادت الأسعار بنحو ٢٠٪ بين عامي ١٩٩٢ و٢٠٠٦، أي ١٠ أمثال المعدل في العقدين السابقين.