



قيود عدم اليقين

نيكولاس بلوم، وأيهان كوزي، وماركو تيرونيس

يتباطأ التعافي
الاقتصادي عندما
يصبح المستهلكون
والأعمال غير واثقين
من المستقبل

الائتماني، واستمرار المشكلات في أسواق المساكن - تلقي بأعبائها على النشاط (راجع على سبيل المثال دراسة Claessens, Kose, and Terrones, 2012). ولهذا الرأي قيمته بلا شك، بالنظر إلى التجارب التاريخية.

غير أن التعافي الحالي يختلف من جانب واحد مهم على الأقل عن فترات التعافي السابقة - سواء كانت مقترنة بأزمات مالية أم لا. فقد سادت فترة التعافي الحالية موجات عالية من عدم اليقين، الأمر الذي يقدم تفسيراً إضافياً لضعف التعافي، مما يؤكد دور أجواء عدم اليقين على مستوى الاقتصاد الكلي والسياسات في تقليص النشاط الاقتصادي. فقد ظل عدم اليقين سائداً في دوائر الأعمال بشأن المناخ المالي والتنظيمي في الولايات المتحدة وأوروبا، وكانت هذه المخاوف من المستقبل المجهول هي على الأرجح من العوامل التي أدت إلى تأجيل أي استثمارات أو توظيف للعمالة. ويتضح هذا الأمر بالتفصيل في الدراسة المسحية التي أجراها مؤخراً «الاتحاد الوطني لاقتصاديات الأعمال» في الولايات المتحدة (راجع Economic Policy Survey, 2012)، حيث خلصت الدراسة في تقريرها إلى أن هناك «أغلبية ساحقة» من مجموعة مؤلفة من ٢٣٦

بعض خبراء الاقتصاد والسياسة **يذهب** إلى أن الأوقات العصيبة التي عرفت بالولايات المتحدة ومنطقة اليورو على مدار عامين أثناء «الركود الكبير» بين عامي ٢٠٠٨ و٢٠٠٩ كان يفترض أن تعقبها فترات تعاف سريعة، فيما أسماه «ميلتون فريدمان»، الاقتصادي الراحل الحائز على جائزة نوبل، نظرية «أوتار الغيتار» (guitar string) في الركود. ويرى فريدمان أنك إذا جذبت وتر الغيتار إلى الأسفل ثم أطلقته، فإنه يتردد على الفور إلى موقعه، وكلما جذبته أكثر إلى الأسفل زادت سرعة ارتداده إلى موقعه.

غير أن الأداء الاقتصادي في كثير من الاقتصادات المتقدمة لم يتبع هذا المنوال منذ «الركود الكبير». وإنما جاء التعافي ضعيفاً وبطيئاً على نحو مثير للإحباط في أعقاب فترات الركود العميق التي عانت منها هذه الاقتصادات. وكان هناك من جذب وتر الغيتار بقوة إلى الأسفل حتى انقطع.

لكن هناك بعض الغموض يكتنف هذه التطورات، فما الذي جعل التعافي الراهن بطيئاً لهذه الدرجة؟ ويرى البعض أن التعافي في أعقاب الأزمات المالية غالباً ما يكون بطيئاً لأن تبعات الأزمة - من إصلاح الخلل في الميزانيات العمومية، وضعف التوسع

قياس عدم اليقين

من الصعب قياس أجواء عدم اليقين لأنها ليست بالمتغير الذي يمكن رصده لكنها بمثابة متغير يمكن استنتاجه من متغيرات أخرى. وباستخدام لغة الإحصاءات فإن عدم اليقين هو متغير كامن.

لكن هناك عدد من الطرق لقياس عدم اليقين بصورة غير مباشرة، وذلك باستخدام مقاييس تركز على جوانب عدم اليقين المختلفة التي يتعرض لها الاقتصاد مع مرور الوقت. ويركز بعض المقاييس على أجواء عدم اليقين على مستوى الاقتصاد الكلي - بما في ذلك تقلبات عائدات الأسهم، والتباين في تنبؤات البطالة، وانتشار مصطلحات مثل «عدم اليقين الاقتصادي» في وسائل الإعلام. وتنظر مقاييس أخرى في أجواء عدم اليقين على مستوى الاقتصاد الجزئي، والذي يقاس غالبا عن طريق مؤشرات مختلفة ترصد الاختلافات في الناتج القطاعي، ومبيعات الشركات، وعائدات الأسهم، والتباين في تنبؤات المديرين في شركات الصناعات التحويلية (راجع دراستي Bloom، و Baker، Bloom، and Davis، 2012).

ولما كان اهتمامنا يتركز أساسا في أوجه عدم اليقين على مستوى الاقتصاد الكلي، فإننا نركز على أربعة مقاييس تستند إلى تقلب عائدات

الأسهم والسياسة الاقتصادية. والمقياس الأول هو مقدار الانحراف المعياري الشهري لعائدات الأسهم اليومية في كل من الاقتصادات المتقدمة المدرجة في العينة والمؤلفة من ٢١ بلدا، وهو يرصد أوجه عدم اليقين المقترنة بأرباح الشركات والتي تبين أيضا أنها بدليل جيد لأوجه عدم اليقين الكلي (انظر الرسم البياني ١). والمقياس الثاني هو مؤشر تقلبات بورصة شيكاغو لعقود الخيار (VXO)، وهو مؤشر للتقلب الضمني في أسعار الأسهم المحسوبة من خيارات مؤشر ستاندرد أند بور ١٠٠ (S&P 100). ويشير الثالث إلى عدم اليقين الذي يكتنف السياسات الاقتصادية في الولايات المتحدة ومنطقة اليورو وهو متوسط مرجح للمؤشرات الثلاثة: مدى تواتر استخدام وسائل الإعلام لمصطلحات مثل «السياسة الاقتصادية» و«عدم اليقين» معا؛ وعدد الأحكام الضريبية التي سينتهي العمل بها في السنوات المقبلة؛ والتباين في تنبؤات المصروفات الحكومية ومعدلات التضخم في المستقبل (انظر الرسم البياني ٢). أما المقياس الرابع، الذي يمثل عدم اليقين على المستوى العالمي، فيرصد التحركات الشائعة في المقياس الأول باستخدام بيانات أهم ستة اقتصادات متقدمة لديها أطول سلاسل بيانات متاحة (الرسم البياني ١).

خبيرا اقتصاديا في مجال الأعمال «ترى أن أجواء عدم اليقين المحيطة بسياسة المالية العامة تقييد وتيرة التعافي الاقتصادي». ويدور التساؤل حول مدى أهمية عدم اليقين في دفع النشاط الاقتصادي. ويتصدى هذا المقال لهذا التساؤل من خلال تحليل أهم سمات عدم اليقين ومدى تأثيره على النمو.

هنا وهناك وفي كل مكان

يشير عدم اليقين الاقتصادي إلى المناخ الذي يسود فيه عدم الدراية أو قلة الدراية بالوضع المستقبلي للاقتصاد. وهناك مصادر عديدة لعدم اليقين الاقتصادي، ومنها التغييرات في السياسات الاقتصادية والمالية، واختلاف وجهات النظر بشأن آفاق النمو، وتحركات الإنتاجية، والحروب، والأعمال الإرهابية، والكوارث الطبيعية. ورغم صعوبة قياس أوجه عدم اليقين، فقد تمكنت الدراسات البحثية التي أجريت مؤخرا من وضع عدد من المقاييس واستخدمت لذلك مجموعة متنوعة من المناهج (انظر الإطار).

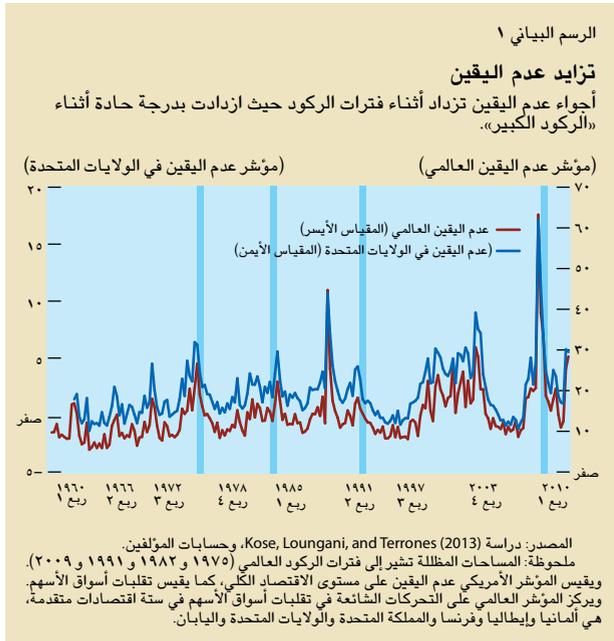
وبغض النظر عن المقاييس المستخدمة، من الواضح أن أوجه عدم اليقين ازدادت في الآونة الأخيرة (انظر الرسم البياني ١). فقد ظلت أجواء عدم اليقين بشأن السياسات الاقتصادية مرتفعة في الولايات المتحدة ومنطقة اليورو منذ الركود في عام ٢٠٠٨، بل وظلت على ارتفاعها المزمّن منذ ذلك الحين (الشكل البياني ٢). وفي الولايات المتحدة، كانت أجواء عدم اليقين في الآونة الأخيرة مدفوعة أساسا بالجدل الدائر حول سياسة المالية العامة، بما في ذلك الضرائب والإنفاق الحكومي، والقضايا الهيكلية طويلة الأجل، كالرعاية الصحية والسياسات التنظيمية وبرامج المستحقات - مثل نظام التقاعد الذي تكفله الحكومة «الضمان الاجتماعي» وبرنامج التأمين الصحي لكبار السن «ميديكير» (Medicare). ومن المثير للاهتمام، أن أجواء عدم اليقين المحيطة بالسياسة النقدية لا تشكل على ما يبدو أحد العوامل الرئيسية للزيادة الأخيرة في أجواء عدم اليقين المحيطة بالسياسات، مما يرجع على الأرجح لانخفاض التضخم وأسعار الفائدة واستقرار معدلاتها.

وعلى المستوى الوطني، يلاحظ أن أجواء عدم اليقين المحيطة بالاقتصاد تسير عكس اتجاه الدورة الاقتصادية. ففي فترات التوسع الاقتصادي، نجد أن عدم اليقين على مستوى الاقتصاد الكلي يقل كثيرا، في المتوسط، عنه في فترات الركود، بغض النظر عن المقياس المستخدم (انظر الرسم البياني ٣). وبالمثل، فإن عدم اليقين على مستوى الاقتصاد

الجزئي فيما يتعلق بأنشطة أو شركات معينة، مقياسا بتقلب التحركات في الإنتاجية على مستوى المنشآت في الولايات المتحدة، يسير أيضا عكس اتجاه الدورة الاقتصادية حيث بلغ أعلى معدلاته المسجلة منذ عام ١٩٧٠ أثناء فترة «الركود الكبير» (دراسة Bloom and others، 2012).

عدم اليقين والنشاط الاقتصادي

غير أن هناك صعوبة في تحديد اتجاه العلاقة السببية بين عدم اليقين والدورة الاقتصادية. هل يؤدي عدم اليقين إلى فترات الركود أم أن فترات الركود هي التي تؤدي إلى عدم اليقين؟ ورغم صعوبة التوصل إلى جواب مؤكد على هذا التساؤل، فإن النظريات الاقتصادية تشير إلى أن هناك قنوات واضحة يمكن لأجواء عدم اليقين أن تؤثر من خلالها تأثيرا سلبيا على النشاط الاقتصادي.



ارتفاع مزمّن

ظلت أجواء عدم اليقين بشأن السياسات مرتفعة في الولايات المتحدة ومنطقة اليورو منذ عام ٢٠٠٨.

(مؤشر عدم اليقين بشأن السياسات، يناير ٢٠٠٨ = ١٠٠)



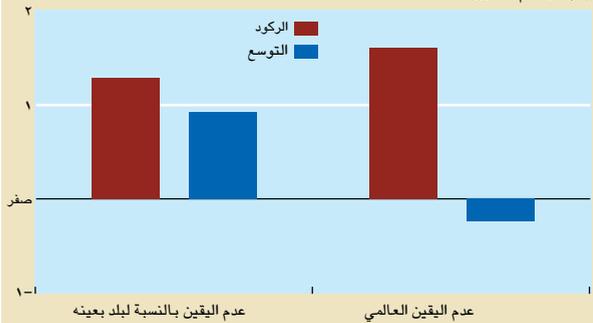
المصدر: دراسة (Baker, Bloom, and Davis (2012)؛ الموقع الإلكتروني: www.policyuncertainty.com. ملحوظة: يقيس هذا المؤشر عدم اليقين على مستوى الاقتصاد الكلي، كما يقيس تقلبات أسواق الأسهم؛ واستخدام وسائل الإعلام لمصطلحي «السياسة الاقتصادية» و«عدم اليقين»؛ وعدد الأحكام الضريبية التي سينتهي العمل بها في السنوات المقبلة؛ والتباين في تنبؤات المصرفيات الحكومية ومعدلات التضخم في المستقبل.

الرسم البياني ٣

التغيرات الدورية

تزداد أجواء عدم اليقين أكثر أثناء فترات الركود مقارنة بفترات التوسع - سواء بشأن التوقعات الاقتصادية لبلد بعينه أو للاقتصاد العالمي.

(مؤشر عدم اليقين)



المصدر: دراسة (Kose and Terrones (2012).

ملحوظة: يتمثل قياس عدم اليقين بالنسبة لبلد بعينه في مقدار الانحراف الشهري لعائدات الأسهم اليومية في كل من الاقتصادات المتقدمة. أما عدم اليقين العالمي فيتمثل في القاسم المشترك لأجواء عدم اليقين القطرية المحددة لستة اقتصادات (ألمانيا وإيطاليا وفرنسا والمملكة المتحدة والولايات المتحدة واليابان). وتغطي البيانات الفترة من ١٩٦٠ إلى ٢٠١١.

عدم اليقين المحيطة بالاقتصاد الكلي. وعلاوة على ذلك، فإن حدوث زيادة صغيرة نسبيا في عدم اليقين، بمقدار انحراف معياري واحد، تقترن بتراجع نمو الناتج بمقدار يتراوح بين ٠.٤ و ١.٢٥ نقطة مئوية، حسب المقياس المستخدم لأجواء عدم اليقين في الاقتصاد الكلي (دراسة (Kose and Terrones, 2012).

بغض النظر عن المقاييس المستخدمة: من الواضح أن أوجه عدم اليقين ازدادت في الآونة الأخيرة.



كذلك تقترن أجواء عدم اليقين التي تحركها السياسات ارتباطا سلبا بالنمو، حيث ازدادت أجواء عدم اليقين بشأن السياسات لتصل إلى أعلى المستويات المسجلة منذ «الركود الكبير». وعلى وجه التحديد، من المحتمل أن تكون الزيادة الحادة في عدم اليقين بشأن السياسات بين عامي ٢٠٠٦ و ٢٠١١ أعاققت النمو في الاقتصادات المتقدمة (دراسات Bloom, 2009 و Baker and Bloom, 2011 و Bloom and others, 2012 و Hirata and others, 2012). وتشير الأدلة التجريبية إلى أن مثل هذه الزيادة الكبيرة في عدم اليقين بشأن السياسات تقترن بانخفاض كبير ومتواصل في الناتج (انظر الرسم البياني ٤).

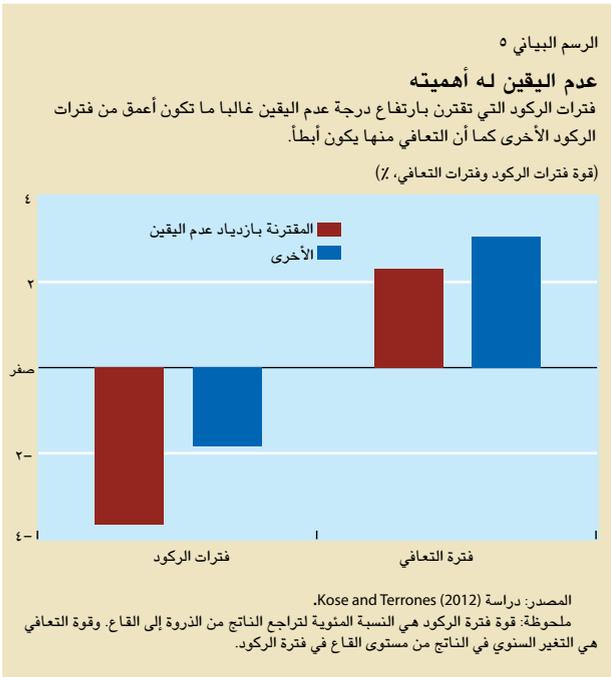
ويبدو أن درجة عدم اليقين الاقتصادي مرتبطة أيضا بعمق فترات الركود وقوة فترات التعافي. وعلى وجه التحديد، يلاحظ أن فترات الركود التي تقترن بارتفاع درجة عدم اليقين غالبا ما تكون أعمق من فترات الركود الأخرى (انظر الرسم البياني ٥). وبالمثل، فإن فترات التعافي التي تتزامن مع فترات مشوبة بارتفاع درجة عدم اليقين تكون أضعف من فترات التعافي الأخرى. ومن ثم فإن مستويات عدم اليقين المرتفعة على غير العادة التي مرت بالاقتصاد العالمي منذ الأزمة المالية الأخيرة وما اقترن بها من نوبات الركود العميق والتعافي الضعيف تمثل عوامل مهمة في تفسير هذه النتائج. وبالإضافة إلى ذلك، تتزامن فترة التعافي الجارية في الاقتصادات المتقدمة مع انخفاض

فعلى جانب الطلب، مثلا، نجد أن الشركات حين تتعرض لدرجة عالية من عدم اليقين تخفض من طلبها على الاستثمار وتؤخر تنفيذ مشروعاتها ريثما تجمع معلومات جديدة، لأن تكلفة إيقاف الاستثمار بعد البدء فيه غالبا ما تكون باهظة (دراسة Bernanke, 1983؛ ودراسة

(Dixit and Pindyck, 1994). كذلك نجد أن استجابة الأسر المعيشية لارتفاع مستوى عدم اليقين مماثلة لاستجابة الشركات، حيث تخفض من استهلاكها للسلع المعمرة لحين انخفاض مستويات عدم اليقين. وعلى جانب العرض، نجد أن خطط الشركات لتعيين العمالة تتأثر سلبا أيضا بارتفاع مستويات عدم اليقين، نظرا للتكلفة الباهظة التي تترتب على إجراء تصحيحات في أوضاع الموظفين.

ومن شأن مشكلات الأسواق المالية، كالتي نشهدها منذ عام ٢٠٠٧، تضخيم الأثر السلبي الواقع على النمو نتيجة انتشار أجواء عدم اليقين. وعلى سبيل المثال، تتسبب أجواء عدم اليقين في انخفاض توقعات الإيرادات من المشروعات الممولة بالدين وازدياد صعوبة تقييم الضمانات. ونتيجة لذلك، يفرض الدائنون أسعارا فائدة مرتفعة وقيودا على الإقراض أثناء الفترات التي تسود فيها مشاعر عدم اليقين، مما يحد من قدرة الشركات على الاقتراض. ومع تراجع الإقراض تنكمش الاستثمارات، وخاصة بالنسبة للشركات التي تعاني من قصور الائتمان، وهو ما يترتب عليه بطء نمو الإنتاجية نتيجة انخفاض الإنفاق على البحث والتطوير. ويمكن لهذه العوامل مجتمعة أن تسفر عن انخفاض كبير في نمو الناتج.

وتشير الأدلة التجريبية إلى أن أجواء عدم اليقين غالبا ما تضر بالنمو الاقتصادي، حيث يرتبط معدل نمو الناتج ارتباطا سلبا بأجواء



Bloom, Nicholas, 2009, "The Impact of Uncertainty Shocks," *Econometrica*, Vol. 77, No. 3, pp. 623–85.

Bloom, Nicholas, Max Floetotto, Nir Jaimovich, Itay Saporta-Eksten, and Stephen Terry, 2012, "Really Uncertain Business Cycles," NBER Working Paper 18245 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose, and Marco E. Terrones, 2011, "Financial Cycles: What? How? When?" in NBER International Seminar on Macroeconomics 2010, ed. by Richard Clarida and Francesco Giavazzi, pp. 303–43 (Chicago: University of Chicago Press).

—, 2012, "How Do Business and Financial Cycles Interact?" *Journal of International Economics*, Vol. 87, No. 1, pp. 178–90.

Dixit, Avinash K., and Robert S. Pindyck, 1994, *Investment under Uncertainty* (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).

Hirata, Hideaki, M. Ayhan Kose, Christopher Otrok, and Marco E. Terrones, forthcoming, "Global House Price Fluctuations: Synchronization and Determinants," in NBER International Seminar on Macroeconomics 2012, ed. by Francesco Giavazzi and Kenneth West (Chicago: University of Chicago Press).

Kose, M. Ayhan, and Marco E. Terrones, 2012, "How Does Uncertainty Affect Economic Performance?" *World Economic Outlook Box 1.3*, pp. 49–53 (Washington: International Monetary Fund, October).

Kose, M. Ayhan, Prakash Loungani, and Marco E. Terrones, 2012, "The Global Recovery: Where Do We Stand?" *World Economic Outlook Box 1.2*, pp. 38–42 (Washington: International Monetary Fund, April).

—, forthcoming, "Global Recessions and Global Recoveries," IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).

Economic Policy Survey, 2012, *National Association for Business Economics* (September).

النمو التراكمي في الاستهلاك والاستثمار وحدث انكماش حاد ومستمر في الاستثمار في الهياكل بينما ظلت درجة عدم اليقين مرتفعة (دراسة (Kose, Loungani, and Terrones, 2012).

صناع السياسات يمكنهم المساعدة

تزامنت مستويات عدم اليقين المرتفعة حسب المقاييس التاريخية مع فترات انخفاض النمو. وجاء ارتفاع عدم اليقين مؤخرًا ليزيد من احتمالات حدوث ركود عالمي آخر. ويجد صناع السياسات صعوبة في التغلب على أوجه عدم اليقين المتأصلة التي تتعرض لها الاقتصادات في العادة على مدار الدورة الاقتصادية. غير أن أجواء عدم اليقين المحيطة بالسياسات الاقتصادية في الوقت الحالي تتسم بارتفاعها على غير العادة، ويبدو أنها تسهم بدرجة كبيرة في زيادة عدم اليقين على مستوى الاقتصاد الكلي. لكن صناع السياسات على جانبي المحيط الأطلنطي يمكنهم الحد من أجواء عدم اليقين التي تحركها السياسات من خلال تنفيذ بعض التدابير الجريئة وفي الوقت المناسب. ويمكن لهذا الأمر بدوره أن يسهم في إعطاء دفعة للنمو الاقتصادي في منطقة اليورو ويعزز التعافي في الولايات المتحدة. ■

نيكولاس بلوم هو أستاذ علم الاقتصاد في جامعة ستانفورد، وأيهان كوزي وماركو تيرونيس هما مساعدا مدير إدارة البحوث في صندوق النقد الدولي.

المراجع:

Baker, Scott, and Nicholas Bloom, 2011, "Does Uncertainty Reduce Growth? Using Disasters as a Natural Experiment," *Stanford University Working Paper* (Palo Alto, California).

Baker, Scott, Nicholas Bloom, and Steven J. Davis, 2012, "Measuring Economic Policy Uncertainty," *Stanford University Working Paper* (Palo Alto, California).

Bernanke, Ben, 1983, "Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 98, No. 1, pp. 85–106.