

# التحويلات في الأسواق المالية

ستين كلايسينز، وأيهان كوزي، وماركو تيرونيس  
Stijn Claessens, M. Ayhan Kose, and Marco E. Terrones

وللإجابة على هذه الأسئلة فقد طبقنا الطرق التقليدية لتحليل الدورات الاقتصادية على قاعدة بيانات شاملة للدورات المالية في أسواق الائتمان والإسكان وحقوق الملكية (دراسة، Claessens, Kose, and Terrones, 2011a). وتكشف دراستنا عن عدد من الحقائق عن الدورات المالية. أولاً، قد تكون الدورات المالية نوبات مطولة ومكلفة. ثانياً، قد تتسبب الدورات المالية المختلفة في تفاقم أوضاع بعضها البعض، وتزداد سوءاً فتصبح أزمات مالية. ثالثاً، غالباً ما تنضوي على عنصر عالمي مهم، حيث تتسم بتزامن شديد عبر البلدان. وأخيراً فإنها عندما تحدث مترادفة في العديد من البلدان، فإنها غالباً ما تؤدي إلى نتائج أكثر تكلفة. وهناك انعكاسات مهمة لهذه النتائج، بالإضافة إلى نتائج البحوث الحديثة، على تصميم السياسات الاقتصادية الكلية وسياسات القطاع المالي.

## تحديد الدورات المالية

من المفيد استخلاص بعض أوجه التماثل بين مراحل التذبذبات الدورية في الأسواق المالية التي نحددها والتذبذبات في الناتج المرتبطة بالدورات الاقتصادية. ذلك أن للدورة الاقتصادية الكاملة مرحلتين: مرحلة الركود (من الذروة إلى القاع) ومرحلة التوسع (من القاع إلى القمة التالية). وبالإضافة إلى هاتين المرحلتين، فقد أجريت دراسة موسعة على التعافي من حالة الركود. ومرحلة

التطورات الاقتصادية خلال العقدين الماضيين بجلاء إلى شدة تأثير التحويلات في الأسواق المالية على النشاط الحقيقي في كل أرجاء العالم. فقد شهدت اليابان - بعد أكبر فقاعة عقارية في تاريخها الحديث - انهياراً كبيراً في سوق الأصول في أوائل التسعينات - في بداية الفترة المعروفة باسم «العقد الضائع». وبعد فترات الانتعاش الائتماني المطولة، واجه كثير من الاقتصادات الصاعدة في آسيا أزمات مالية عميقة في النصف الثاني من التسعينات. وانتهت فترات انتعاش أسواق الأسهم في أواخر التسعينات في عدد من الاقتصادات المتقدمة بحالات متزامنة من الركود والكساد.

وكانت الأزمة المالية العالمية الأخيرة متشابهة مع سابقتها. ومع ذلك فإن ما يسمى الركود الكبير كان أشبه بزلزال من حيث الأثر الذي خلفه؛ فقد أدى انسحاق الائتمان وركود أسعار الأصول إلى حدوث أعمق ركود عالمي منذ الكساد الكبير في ثلاثينات القرن الماضي.

ولم تكن الأزمة المالية التي وقعت أخيراً تذكيراً مؤلماً بأهمية الدورات المالية فقط، ولكنها كشفت أيضاً عن أن فهمنا محدود لهذه النوبات. وقد تأسست البحوث السابقة في معظمها على السرد التاريخي بدلاً من التحليل المنهجي للدورات المالية. ونتيجة لذلك، فقد تُركت أسئلة كثيرة دون إجابة: ما هي أهم سمات الدورات في الأسواق المالية؟ وما مدى تزامنها؟ وما الذي يحدث عندما تتوابع الدورات في أسواق مالية مختلفة؟

الدورات المالية غالباً  
ما تكون طويلة  
وعميقة وكثيراً ما  
تتفاعل على نحو  
يمكن أن ينشئ  
دورات انتعاش أو  
كساد

شديدة التقلب. ويمثل الربع من هذه النوبات اضطرابات (ضائقة ائتمانية أو كساد) أو فترات انتعاش.

### اضطرابات مالية طويلة وعميقة

غالبًا ما تكون الاضطرابات المالية أطول بكثير من فترات الهبوط العادية (انظر الشكل ١) وتتراوح مدة الاضطرابات في المتوسط ما بين ١٠ و ١٨ ربعًا، ويكون كساد أسعار المساكن هو الأطول أمدًا. فكساد أسعار المساكن الذي يستمر ١٨ ربعًا أو ما إلى ذلك في المتوسط، أطول نحو أربعة أضعاف فترات الهبوط العادية في أسعار المساكن. وفي المقابل، غالبًا ما تكون فترات الانتعاش في الأسواق المالية أقصر أمدًا من فترات الصعود القياسية. وتتسم فترات انتعاش أسواق الائتمان بأنها الأقصر أمدًا، نحو أربعة أرباع ونصف الربع، بالمقارنة مع المدة المتوسطة لفترات تحسن الائتمان الأخرى والتي تبلغ نحو ٩ أرباع، بينما تكون فترة انتعاش أسعار المساكن هي الأطول حيث تستمر نحو ١٣ ربعًا تقريبًا.

وغالبًا ما تكون الدورات المالية عبارة عن نوبات مكثفة قياسًا بقوتها – أي مدى انخفاض أسعار المساكن أو أسعار الأسهم أو حجم الائتمان من الذروة إلى القاع أثناء فترات الهبوط والتغير في كل من المتغيرات المالية أثناء أول أربعة أرباع من فترة الصعود (انظر الشكل ٢). أما فترات الضائقة الائتمانية وكساد أسعار المساكن فتكون أشد وطأة من أي فترات هبوط أخرى في الائتمان وأسعار المساكن. وتتسم فترات الضائقة الائتمانية بأنها أعمق من الهبوط الائتماني المتوسط بنحو أربعة أضعاف، بينما يزيد كساد أسعار المساكن بواقع سبعة أضعاف على متوسط هبوط أسعار المساكن. أما كساد أسعار الأسهم فيزيد بواقع الضعف. لكن قياسًا بالقيم المطلقة، فإن أشد التذبذبات تظهر في أسواق الأسهم – حيث تسجل الأسعار في فترة انتعاش معتادة زيادة قدرها ٤٥٪ وتسجل انخفاضًا أكبر بدرجة طفيفة خلال نوبة الكساد. وفي حالة أسواق المساكن نجد التقلبات في المعتاد أقل تماثلًا خلال مرحلتي الدورة الواحدة: بزيادة قدرها ١١٪ خلال فترات الانتعاش وانخفاض قدره ٢٩٪ أثناء فترات الكساد.

التعافي ليست سوى الجزء المبكر من مرحلة التوسع، وتعرّف عادة بأنها الوقت اللازم حتى يعود الناتج من مستواه المنخفض إلى المستوى الذي وصل إليه قبل أن يبدأ التدهور.

ونحن نستخدم منهجًا مماثلاً في تعريف الدورة المالية. فنطلق على مرحلة التعافي في دورة مالية «الصعود» وعلى مرحلة الانكماش «الهبوط» وفيما يتعلق بمرحلة التعافي، فإننا ندرس كلا من الوقت الذي استغرقته للعودة إلى الذروة السابقة (مثلاً، النقطة العليا من أسعار العقارات) ومقدار الزيادة في المتغير المالي في السنة الأولى بعد بلوغها القاع. ويتم استبعاد ما تبقى من مرحلة التوسع والتي تكون في المعتاد أطول بكثير وقد تتأثر بالكثير من العوامل الهيكلية (مثل مستوى تطور القطاع المالي ومؤسسته).

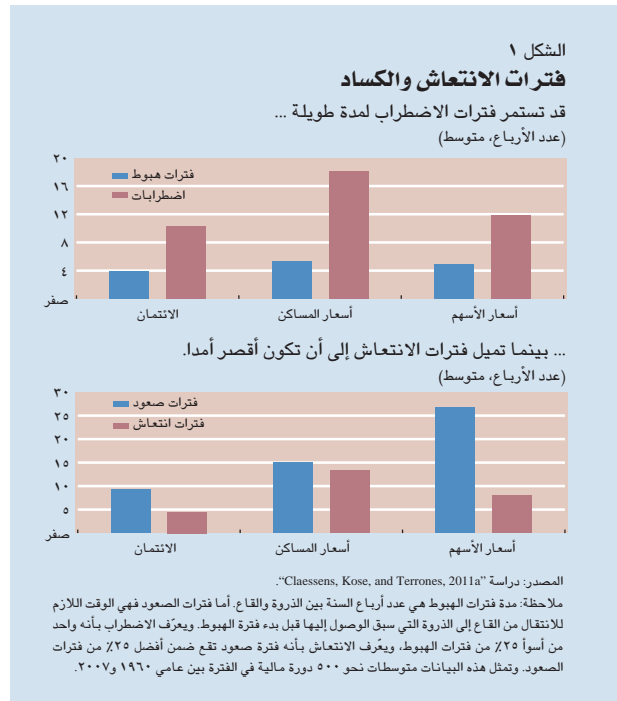
وعند دراسة الدورات الاقتصادية، فإن المتغير الذي يتعين استخدامه يكون واضحًا: أي مقياس مجمع للنشاط الاقتصادي مثل إجمالي الناتج المحلي. ولكن الأمر لا يكون بنفس الوضوح عند تحليل الدورات المالية؛ لأنه من المحتمل أخذ متغيرات كثيرة في الاعتبار. وقد تركزت دراستنا على الدورات المالية في ثلاث شرائح سوقية متميزة ولكنها تعتمد على بعضها البعض، وهي أسواق الائتمان، والإسكان، والأسهم، نظرًا لأنها تشكل جوهر الوساطة المالية – أي عملية التوفيق بين المدخرين والمقرضين.

ونركز تحديدًا على حجم الائتمان وأسعار المساكن وأسعار الأسهم في ٢١ اقتصادًا متقدمًا – من أعضاء منظمة التعاون والتنمية في الميدان الاقتصادي – في الفترة ما بين ١٩٦٠ إلى ٢٠٠٧. وقد استبعدنا من تحليلنا السنوات التي أعقبت الأزمة الأخيرة؛ لأن عددًا من نوبات الدورة المالية المرتبطة بالأزمة لا يزال مستمرًا. ويتوافق حجم الائتمان مع المطالبات المجمعة على القطاع الخاص من البنوك المتلقية للودائع؛ وتشير سلسلة أسعار المساكن إلى المقاييس السابقة لمؤشرات أسعار الأراضي أو المساكن، حسب البلد المصدر، وبالنسبة لأسعار الأسهم مؤشرات أسعار الأسهم المرجحة بالقيمة السوقية للأسهم المتداولة. واستخدمنا بيانات ربع سنوية، تُعدّل موسميًا عند الاقتضاء، وبالأسعار الثابتة (أي معدلة لمراعاة التضخم).

### فترات الانتعاش والكساد والضائقة

درسنا أيضًا الأشكال الأكثر تواترًا في الدورات المالية – حالات الاضطراب والانتعاش – لأن الدورات الكبيرة في المتغيرات المالية ترتبط غالبًا بتذبذبات شديدة التقلب في النشاط الاقتصادي. ولتحديد هذه التذبذبات، صنفنا التغيرات في كل متغير أثناء فترات الهبوط والصعود. وبعد ذلك قمنا بتصنيف كل نوبة باعتبارها اضطرابًا ماليًا إذا وقع التغير في المتغير المالي – مثلاً، أسعار الأسهم – أثناء فترة الهبوط في الربع السفلي لكل التغيرات. وقد أطلقنا على هذه الاضطرابات حالات ضائقة أو كساد حسب المتغير (أي ضائقة ائتمانية؛ وركود أسعار الأسهم أو المساكن). وقد صنفنا الحركة في المتغير المالي على أنها انتعاش إذا وقع التغير في ذلك المتغير المالي أثناء فترة الصعود في الربع العلوي، بمعنى وجود انتعاش في أسعار الائتمان والمساكن والأسهم.

وكانت هناك قرابة ٥٠٠ نوبة من نوبات الدورات المالية ما بين الربع الأول من عام ١٩٦٠ والربع الأخير من عام ٢٠٠٧ بين البلدان الثلاثة والعشرين والمتغيرات المالية الثلاثة. ولقد حددنا ١١٤ هبوطًا في الائتمان، ١١٤ هبوطًا في أسعار المساكن (تبدأ بيانات أسعار المساكن في عام ١٩٧٠ أو ما بعدها بالنسبة لمعظم البلدان)، و ٢٤٥ هبوطًا في أسعار الأسهم. وبالتوازي فقد ضمت العينة ١١٥ صعودًا في الائتمان و ١١٤ صعودًا في أسعار المساكن، و ٢٥١ صعودًا في أسعار الأسهم. ودورات أسعار المساكن مماثلة في العدد مع الدورات الاقتصادية خلال هذه الفترة، في حين أن دورات أسعار الأسهم أكثر تواترًا بسبب طبيعتها

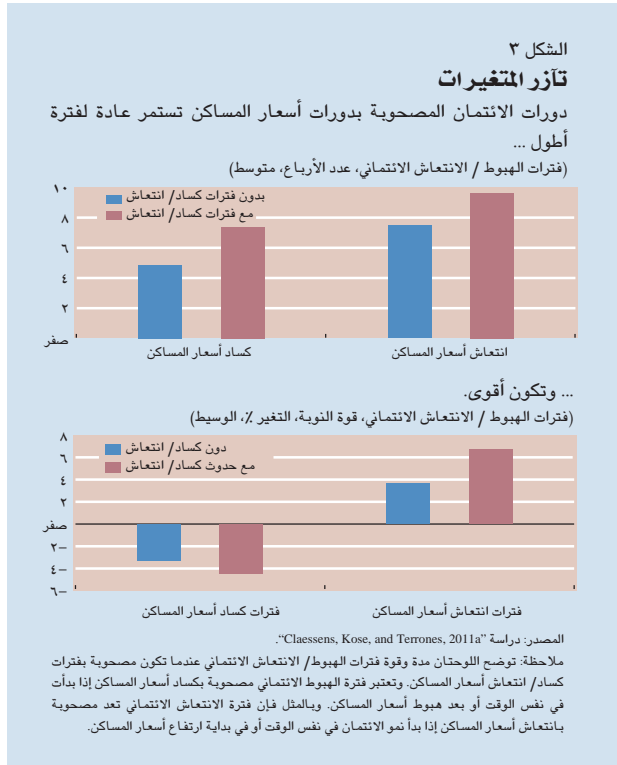


المالي تؤكد وجود تأثيرات مرتدة بين الأسواق المالية والاقتصاد الحقيقي وفيما بين شتى أقسام القطاع المالي. وتشير تلك النماذج، على سبيل المثال، إلى أن انخفاض صافي القيمة، الذي ربما يكون ناجما عن حدوث انخفاض في أسعار الأصول، يدفع المقترضين إلى تقليص طلبهم على الائتمان والحد من إنفاقهم واستثماراتهم. ويتسبب هذا بدوره في المزيد من انكماش إنتاج السلع والخدمات فيما يمكن أن يصبح دورة ذاتية الدعم يتعاقب فيها تراجع الإنتاج وتراجع أسعار الأصول.

وتشير كذلك النماذج التي تعمل على جانب العرض من التمويل إلى وجود روابط قوية بين شتى أقسام الأسواق المالية. وتركز تلك النماذج على الميزانيات العمومية في جهات الوساطة المالية (مثل البنوك التي تقبل الودائع وتقدم القروض) باعتبارها مؤشرا لقدرتها على تقديم الائتمان والأشكال الأخرى من التمويل الخارجي. وتؤكد هذه الروابط أن الأوضاع في أسواق الائتمان قد تؤثر على أسعار الأصول (والنشاط الحقيقي) والعكس. وعلى سبيل المثال، عندما تزيد البنوك من نسبة التمويل بالديون بمرآكة المديونيات، فإنها غالبا ما تتيح قدرا أكبر من الائتمان الذي قد يؤدي بدوره إلى زيادة أسعار الأصول. وعلى النقيض من ذلك، فإن النقص في قدرة البنوك على التمويل بالديون قد يجعل من انخفاض أسعار الأصول.

### تزامن كبير بين الدورات المالية في مختلف البلدان

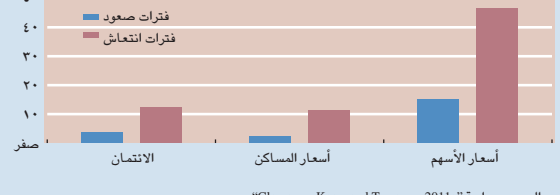
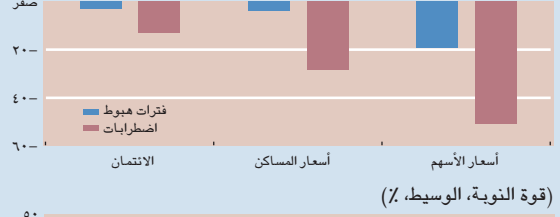
غالبا ما تحدث الدورات المالية على نحو متزامن أيضا عبر بلدان العالم - مما يشير إلى أن الطابع العالمي الذي اتسمت به الأزمة الأخيرة لم يكن بالأمر غير المعتاد. ولقد درسنا درجة التزامن بين الدورات مستخدمين ما يسمى مؤثر التوافق الذي يقيس النسبة المئوية للوقت الذي تمر خلاله بلدان بنفس المرحلة من الدورة المالية.



### الشكل ٢

#### أوقات عصبية

تحدث أشد التذبذبات في أسواق الأسهم. وغالبا ما تكون فترات انتعاش أسعار المساكن أقل وضوحا من فترات ركودها. (قوة النبوة، الوسيط، %)



المصدر: دراسة "Claessens, Kose, and Terrones, 2011a".

ملاحظة: تقيس فترات الهبوط الانخفاض من الذروة إلى القاع: أما الصعود فيقيس التغيير خلال العام الأول بعد بلوغ القاع.

### تأزر المتغيرات

ما الذي يحدث عندما تكون الأسواق المالية المحلية في نفس المرحلة تقريبا من الدورة المالية؟ وهل الأمر أكثر من مجرد مصادفة؟ للإجابة على هذا السؤال استخدمنا قاعدة زمنية بسيطة، فقد اعتبرنا، على وجه التحديد، أن الهبوط في أحد المتغيرات المالية يرتبط باضطراب في متغير آخر إذا بدأ الهبوط في نفس الوقت أو بعد فترة وجيزة من حدوث الاضطراب في المتغير الآخر - وقد استخدمنا منهجا مماثلا في حالات الصعود.

ومما لا شك فيه، أن الارتباط بين التحركات في متغيرين لا يشير بالضرورة إلى أن أحدهما كان سببا في حدوث الآخر. بيد أن النتائج التي توصلنا إليها توضح وجود تفاعل قوي - بين أسواق الائتمان وأسواق المساكن، على سبيل المثال. وغالبا ما تكون فترات الهبوط الائتماني التي تتداخل مع فترات كساد أسعار المساكن أطول وأعمق من غيرها من أشكال فترات الهبوط الائتماني (انظر الشكل ٣). وبالمثل عندما تتوآكف فترات انتعاش الائتمان مع فترات انتعاش أسعار المساكن فإنها غالبا ما تكون أطول أجلا وأقوى أثرا. فعلى سبيل المثال، عندما تتوافق فترة انتعاش الائتمان مع انتعاش أسعار المساكن، فإنها تصبح أطول بواقع ٢٥٪ وأقوى أثرا بواقع ٤٠٪- الأمر الذي يشير إلى الدور المهم الذي يمارسه التمويل العقاري في الكثير من الاقتصادات.

ويبدو أن الدورات الائتمانية تعمل بطريقة مغايرة عندما تتوآكف زمنيا مع الدورات في أسواق الأسهم. وعلى الرغم من أن هبوط الائتمان المصحوب بهبوط في أسعار الأسهم لا يكون أطول أمدا بدرجة كبيرة، فإنه يميل لأن يكون أشد وطأة من غيره. ومما يثير الاهتمام أن دورات أسواق الأسهم تبدو قليلة التأثير عندما تكون مرتبطة بدورات في أسواق مالية أخرى، وربما يكون ذلك راجعا إلى الطبيعة الخصوصية للعوامل التي تحرك التذبذبات في أسواق الأسهم.

وهناك اتساق بين الآليات الموضحة في النماذج الاقتصادية المختلفة والروابط القوية الموثقة في دراستنا بين دورات الائتمان ودورات أسعار الأصول. فعلى سبيل المثال نجد أن النماذج التي تحدد سمات ما يسمى آلية المعجل

وقد عكف الاقتصاديون لفترات طويلة على دراسة التفاعلات بين مختلف أنواع الدورات، وكانت لأبحاثهم انعكاسات مهمة على السياسات. فعلى سبيل المثال، دفعت الدراسة الموسعة للروابط بين الدورات الاقتصادية ودورات التضخم بالاقتصاديين للتحذير من خطر ارتفاع التضخم إذا كانت السياسات النقدية متراخية وكان الاقتصاد ينتج سلعا وخدمات أكبر من إمكاناته. وعلى النقيض، فإنهم يحذرون من حدوث الانكماش لو كانت السياسة النقدية تقييدية وكان مستوى النشاط الاقتصادي أدنى من إمكاناته.

وقد أثارَت الأزمات المالية العالمية الأخيرة جدلا موسعا حول صياغة سياسات القطاع النقدي والمالي. ولم يؤكد هذا الحوار الصلة بين دورات التضخم والدورات الاقتصادية فحسب، بل أكد أيضا آثار دورات الأسواق المالية على الدورات الاقتصادية.

وبالجمع بين نتائج دراستنا للدورات المالية ونتائج بحثنا السابقة (انظر «عندما تتصادم الأزمات» - عدد ديسمبر ٢٠٠٨ من مجلة التمويل والتنمية) فإن نتائجنا تضيف مدخلات مفيدة لهذا الحوار المتواصل على مستوى السياسات. وفي ضوء التفاعلات متعددة الأبعاد بين الدورات المالية والدورات الاقتصادية فإن ما وثقناه من مشاهدات يشير إلى ضرورة جعل المراقبة الوثيقة للدورات في الأسواق المالية جزءا لا يتجزأ من جهود الرقابة ووضع السياسات على مستوى الاقتصاد الكلي (دراسة "Claessens, Kose, and Terrones, 2011b"). فعلى سبيل المثال، ربما يود صناع السياسات مراعاة حالة الدورات في الأسواق المالية، بالإضافة إلى الروابط بين دورات التضخم والدورات الاقتصادية، عند قيامهم بصياغة السياسات النقدية.

وتشير دراستنا التحليلية إلى أهمية تفسير التفاعلات بين الدورات المالية عند إعداد السياسات التنظيمية لضمان سلامة النظام ككل. فعلى سبيل المثال، لو كانت أسعار الائتمان والمساكن على حد سواء تشهد نموا سريعا فقد يكون من الضروري تطبيق قواعد ومعايير إقراض أكثر صرامة على قروض التمويل العقاري وكذلك تكوين احتياطات أكبر لمواجهة التقلبات الدورية بغرض التخفيف من التذبذبات في مراكز رأس المال في البنوك؛ لأن الدورات في أسواق الائتمان والمساكن غالبا ما تعزز بعضها البعض. وبصفة أعم، يتعين على القائمين بإعداد القواعد الاحترازية الكلية أن يأخذوا في الحسبان العلاقات والتفاعلات بين الدورات في مختلف شرائح الأسواق المالية.

ونظرا لأن الدورات المالية متزامنة عادة على المستوى الدولي؛ لا بد من دراسة الجوانب العالمية للتنظيمات المالية وسياسات الرقابة المالية. بيد أن الأمر يقتضى أن تتسم هذه السياسات العالمية بالقدرة على التكيف والمرونة؛ لأن النظم المالية تعمل بطريقة مختلفة في البلدان المختلفة. ■

ستين كلايسنز يشغل منصب مدير مساعد وأيهان كوزي منصب مساعد المدير، وماركو تيرونيس منصب نائب رئيس قسم، وجميعهم في إدارة البحوث في صندوق النقد الدولي.

المراجع:

Claessens, Stijn, M. Ayhan Kose, and Marco E. Terrones, 2011a, "Financial Cycles: What? How? When?" forthcoming in NBER International Seminar in Macroeconomics 2010, ed. by Richard Clarida and Francesco Giavazzi.

—, 2011b, "How Do Business and Financial Cycles Interact?" forthcoming IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).

وتتسم دورات الائتمان وأسعار الأسهم بأعلى درجة من التزامن عبر البلدان (انظر الشكل ٤، اللوحة العلوية). وغالبا ما تكون هذه الدورات في نفس المرحلة في ٧٥٪ من الوقت. ورغم أن المساكن هي أصول غير تجارية، فإن مدى التزامن بين دورات المساكن عبر البلدان ما زال مرتفعا - نحو ٦٠٪. وتعكس هذه النتيجة جزئيا الدور المهم للعوامل العالمية - بما في ذلك أسعار الفائدة العالمية، والدورة الاقتصادية العالمية وأسعار السلع - في تفسير تحركات أسعار المساكن في شتى أنحاء العالم. وقد ارتفعت درجة التزامن في أسواق المساكن والأسهم على مر الوقت، الأمر الذي ربما يرجع إلى التوسع في التجارة والتدفقات المالية عبر الحدود.

وعندما تتزامن الدورات المالية بدرجة كبيرة عبر البلدان غالبا ما تكون أشد وطأة (انظر الشكل ٤، اللوحة السفلية). وفي حالة الهبوط المتزامن بدرجة كبيرة في الأسهم، على سبيل المثال، تنخفض الأسعار بنحو ٣٠٪، مقارنة بنحو ١٨٪ في حالات الهبوط الأخرى. وبالمثل، فإن الصعود المالي المتزامن يكون في الغالب أكثر مدعاة للنشاط.

## إعادة التفكير في الدورات والسياسات

تنطوي نتائج دراستنا الموسعة للدورات المالية على دروس أساسية تستحق التفكير. أولها أن الدورات المالية يمكن أن تكون طويلة وعميقة، خاصة التي تحدث في أسواق المساكن والأسهم. وثانيها أن كل دورة مالية تزيد من حدة الدورات الأخرى، وتشتد حدتها أثناء فترات الهبوط المتزامنة في أسواق الائتمان والمساكن. وثالثها أن الدورات المالية تتسم بدرجة عالية من التزامن عبر البلدان، وأن درجة هذا التزامن تزداد بمرور الوقت، ربما بسبب قوى العولمة. أما الدرس الأخير فهو أن فترات الهبوط المتزامنة على مستوى العالم يغلب عليها الارتباط بنويات أكثر تكلفة، وخاصة في دورات الائتمان والأسهم.

