



ملئت كأسهم فيضا

كان لأزمات الأسواق المالية في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة تأثير انتشاري على بقية أنحاء العالم، وهو ما يضر تزامن التباطؤ الاقتصادي العالمي

قمح أسترالي يُعد للتصدير

ترونج بوي وتميم بيومي

Trung Bui and Tamim Bayoumi

وتضمن مقال صدر مؤخرا (بعنوان "Bayoumi and Bui, 2010") ما يوسع نطاق البحث الذي اشتملت عليه دراسة "Bayoumi and Swiston (2009)" انتشار آثار نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي بين المناطق الاقتصادية الأكثر تقدما - الولايات المتحدة ومنطقة اليورو واليابان والمملكة المتحدة. ونظرا لأننا كنا نريد أيضا أن نضع نموذجا للصدمة العالمية، فقد أدرجنا مجموعة من البلدان الصناعية الأصغر التي توجد بها طائفة أوسع من الهياكل والمواقع الجغرافية والتي يمكن الاعتقاد، بشكل معقول، بأن سلوكها يعكس الصدمات العالمية. ويستخدم هذا العمل بيانات من أوائل سبعينات القرن العشرين حتى أواخر عام ٢٠٠٧ لتحديد حجم الآثار الانتشارية عبر هذه المناطق الأساسية والقنوات التي تحركها. وللأسف، حال تاريخ البداية دون استخدام بيانات عن أسواق صاعدة عديدة - منها الصين. وبالإضافة إلى ذلك، فإن منطقة اليورو في حد ذاتها لم تتكون إلا في أواخر التسعينات، على الرغم من أن البلدان الأساسية في القارة الأوروبية وأصلت عملياتها الطويلة للتكامل الاقتصادي طوال فترة العينة. ونستخدم منهجية مبتكرة لتحديد اتجاه السببية بتقييم كيف تتفق التغيرات في شدة الصدمات بين البلدان على مر الزمن مع توافر علاقات أكثر أو أقل بينها (دراسة Rigobon, 2009). ولو طرحنا الأمر بصورة تقريبية، لوجدنا أنه إذا أصبحت صدمات الولايات المتحدة أكبر من صدمات اليابان في الوقت نفسه الذي يصبح فيه نمو الولايات المتحدة أكثر ارتباطا بنمو اليابان، فمن المفترض أن تتدفق أغلب الآثار الانتشارية من الولايات المتحدة إلى اليابان - حيث إن المنطق يقول إن الصدمات الكبرى في الولايات المتحدة تؤدي إلى زيادة العلاقات التبادلية الملاحظة. ويسمح لنا استخدام طائفة من التغيرات المعقولة في سلوك البلدان بتقدير درجة عدم اليقين المرتبطة باتجاه السببية المكتشف. وعلى العكس من ذلك، فإن النهج التقليدي إزاء هذه المسألة يجب أن يضع افتراضات حول اتجاه السببية، بدلا من تقدير مثل هذه الروابط من البيانات. وتبين أن النتائج

الأزمة المالية العالمية الأخيرة - وهي الأعمق والأكثر انتشارا منذ ثلاثينات القرن العشرين بجميع المقاييس - تركيز الانتباه على انتشار آثارها عبر البلدان. هل أدى حجم المشكلات وطبيعتها إلى تزامن التباطؤ الاقتصادي؟ بعبارة أخرى، لو كنا قد توقعنا الانهيار المالي الضخم للولايات المتحدة (وللمملكة المتحدة) قبل الأزمة، فهل كنا سنتنبأ بتزامن التباطؤ الاقتصادي؟ هناك أسباب قوية تجعلنا نرد عن هذا السؤال «بالإيجاب» على نحو قاطع.

أعادت

تحديد الآثار الانتشارية
كان فهم دورات العمل العالمية مخادعا دائما. فنحن نعرف أن الركود والتعافي مرتبطان عبر البلدان، وعلى الأخص مع الدورة الاقتصادية للولايات المتحدة. ولكن ليس من السهل تمييز ما إذا كانت الصدمات العالمية (كالارتفاع الشاهق في أسعار النفط) هي التي تحرك الدورة الاقتصادية الأمريكية أم أن صدمات الولايات المتحدة (السياسة النقدية وما شابه) هي التي تحرك التطورات العالمية. والقول المأثور «إذا عطست الولايات المتحدة أصيب العالم بنوبة برد» هو تعبير عن مسار من السببية يمتد من الولايات المتحدة إلى بقية الاقتصاد العالمي، وهو ما كان من الصعب التحقق منه إحصائيا.

وعلاوة على ذلك، فإن فك شفرة الشبكة العالمية لروابط الدورة الاقتصادية تتطلب تحليلا دقيقا للأهمية النسبية للروابط الأساسية للتجارة والسوق المالية وأسعار السلع الأولية. وفي العقدين الماضيين زاد حجم التجارة الدولية إلى ثلاثة أمثال وزاد حجم التدفقات المالية عبر الحدود إلى أكثر من تسعة أمثال. ولكن الخبراء الاقتصاديين لم يكونوا بشكل عام مهرة بما يكفي للتمييز بين هذه القنوات المختلفة (التي قد تتربط بعلاقة متبادلة). ومن الواضح أن الأزمة الأخيرة بدأت في القطاع المالي للولايات المتحدة. فهل العلاقات المالية المتبادلة مهمة لدرجة أنها تهيمن على قنوات التجارة التقليدية عبر أقاليم الاقتصادات المتقدمة الكبرى؟

ويبدو أن الآثار الانتشارية من بقية العالم (التي تشمل العديد من منتجي السلع، مثل أستراليا وكندا ونيوزيلندا) تعكس أساسا صدمات أسعار السلع. ويفسر هذا السبب في أن للصدمة الإيجابية للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في بقية أنحاء العالم، آثار انتشارية إيجابية في أماكن أخرى. ويفسر أيضا سبب اتساق الآثار الانتشارية الإيجابية من المناطق الأخرى إلى بقية أنحاء العالم بشكل تقريبي مع حجم تلك المناطق في الاقتصاد العالمي، ومن هنا تأتي أهميتها في الطلب على السلع؛ فانتشار آثار الأزمة أكبر بالنسبة للولايات المتحدة ومنطقة اليورو ولكنه

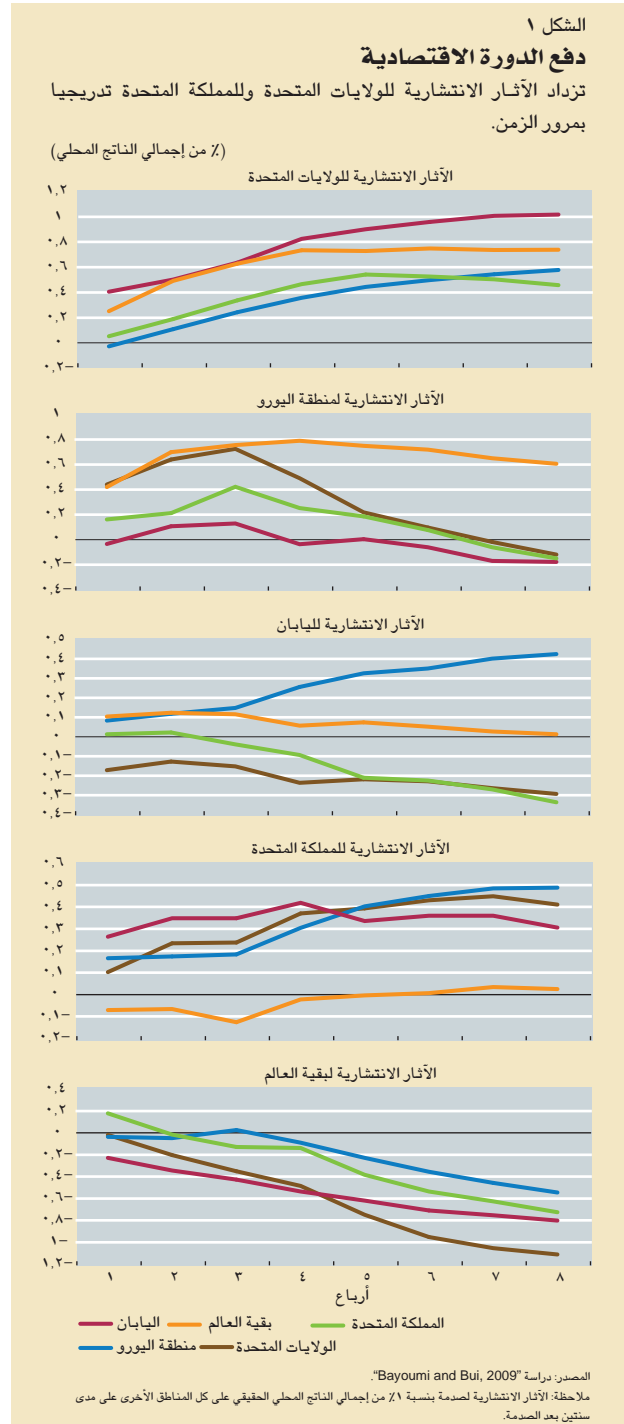
التي توصلنا إليها عن الافتراضات غير الأولية حول اتجاه السببية في النهج التقليدي، تدحضها البيانات. وبالإضافة إلى ذلك، يمكننا أن نؤكد مصادر الآثار الانتشارية عبر البلدان إلى قنوات مختلفة باستخدام متغيرات كالفنومات المحتملة بالنسبة للدورة الاقتصادية (مساهمة نمو الصادرات في الولايات المتحدة ومنطقة اليورو واليابان في قياس الروابط التجارية، والتغيرات في أسعار الأسهم، وعوائد السندات، وأسعار الفائدة قصيرة الأجل عبر هذه المناطق نفسها لقياس الروابط المالية، وأسعار السلع النفطية وغير النفطية لروابط السلع).

الآثار الانتشارية الدولية: إلى أي اتجاه وما حجمها؟

لقد حسبنا حجم الآثار الانتشارية على مناطق أخرى نتيجة صدمة تبلغ 1٪ من إجمالي الناتج المحلي في الولايات المتحدة ومنطقة اليورو واليابان والمملكة المتحدة وبقية العالم (راجع الشكل ١). وتبين اللوحة الأولى في الشكل والتي تظهر التأثير على المناطق الأخرى المترتب على صدمة في إجمالي الناتج المحلي الحقيقي للولايات المتحدة قدرها 1٪، أن صدمات الولايات المتحدة تسبب آثارا انتشارية جانبية كبيرة في الأجل القصير وتتراكم تدريجيا مع الوقت. فبعد عامين، ترفع مثل هذه الصدمة إجمالي الناتج المحلي الحقيقي في مناطق أخرى بنسبة تتراوح بين 0.4 - 1 نقطة مئوية، مما يمثل انتشارا كبيرا للآثار، نظرا لأن الولايات المتحدة تتاجر دوليا أقل مما تفعل البلدان الأخرى. وتعد الآثار الانتشارية ذات دلالة إحصائية كبيرة بشكل عام حتى مع الأخذ في الحسابان دم اليقين المرتبط باتجاه السببية بين المناطق.

وفي المقابل، تنزع الآثار الانتشارية لمنطقة اليورو للبدء بحجم مماثل لنظيره في الولايات المتحدة ولكنه يتناقص ويصبح لا قيمة له (مجموعة بقية العالم هي استثناء، وهو ما سنعود إليه). والآثار الانتشارية اليابانية إلى المناطق الأخرى ضعيفة بشكل عام ولا قيمة لها، وتتفق بشكل كبير مع تأثير الحد الأدنى على النمو العالمي الناجم عن «العقد الضائع» في اليابان خلال التسعينات. وتبين المنطقتان الباقيتان تزايدا كبيرا ومتصاعدا للآثار الانتشارية على مر الزمن، ولكن في اتجاهات معاكسة. فحدوث صدمة إيجابية للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للمملكة المتحدة يؤدي إلى ارتفاع الناتج في أماكن أخرى على مر الزمن (فيما عدا بقية العالم). ومما يثير الاهتمام، أن التأثير على اقتصاد منطقة اليورو (الأكبر كثيرا) يرتفع باطراد على مر الزمن. ومن ثم، فإنه على الرغم من أن اتجاه الآثار الانتشارية قصيرة الأجل - غالبا ما يمتد من منطقة اليورو إلى المملكة المتحدة - فإنه على المدى الطويل يصدق العكس. وأخيرا، فإن الناتج الأعلى في بقية أنحاء العالم غالبا ما يؤدي لنشاط أقل في المناطق الرئيسية الأخرى.

هل هناك تفسير بدهي لهذا النمط من النتائج؟ نحن نعتقد ذلك. لاحظ أن المنطقتين اللتين تضممان مراكز مالية رئيسية تؤديان إلى آثار انتشارية إيجابية ترتفع تدريجيا على مر الزمن. ويحدث هذا بصورة أكبر بالنسبة للولايات المتحدة، التي تضطلع بدور أكبر في الأسواق المالية العالمية ولديها اقتصاد أكبر من المملكة المتحدة (والواقع، أنه نظرا لنظامها المالي المتسم بطابع دولي شديد، فإن قدرا كبيرا من صدمة المملكة المتحدة يمكن أن يعكس بشكل جيد ظروف السوق المالية العالمية). وعلى عكس ذلك، فإن الآثار الانتشارية في منطقة اليورو، التي تستند روابطها هي والمناطق الأخرى بشكل كبير إلى التجارة، يتناقص على مدى الزمن؛ ولليابان - وهي أقل انفتاحا على التجارة عن منطقة اليورو - حضور محدود كمركز مالي، ولها آثار انتشارية صغيرة.



شرح الأزمة الحالية

تساعد النتائج التي توصلنا إليها على شرح الطبيعة العالمية للانتعاش في العقد الأول من القرن الحادي والعشرين وشدة التباطؤ الاقتصادي الذي أعقبه. وقد حركت سلسلة من الصدمات الإيجابية في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة/ الأسواق العالمية، نحو ازدهار مالي عالمي، وعزز انتشار آثارها النمو في كل الاقتصادات المتقدمة الكبرى. ولكن هذا الازدهار نثر بذور دماره هو نفسه، بما في ذلك ما تم من خلال سلسلة متزامنة من الارتفاعات الكبيرة في أسعار السلع.

الصدمات المالية المنبعثة من الولايات المتحدة والمملكة المتحدة لها تأثير مهم في بقية الاقتصاد العالمي.

وعندما بدأت الزيادات المالية المفرطة في سوق الإسكان في الولايات المتحدة في الانكماش في أواخر عام ٢٠٠٧، وتبعها مباشرة سوق الإسكان في المملكة المتحدة والتوترات المالية العالمية، جذبت هذه الصدمات في النهاية الاقتصادات المتقدمة إلى الحضيض على الرغم من التدخل النقدي والمالي الحاشد. ويؤكد هذا مقدمتنا المنطقية القائلة بأن الروابط المالية مهمة وأن الصدمات المالية المنبعثة من الولايات المتحدة والمملكة المتحدة لها تأثير مهم في بقية الاقتصاد العالمي.

بعد تقرير ذلك، نعترف صراحة بأننا لا نستطيع أن نقدم تفسيراً لكل الظواهر التي شوهدت أثناء الأزمة. إذ يرجع التزامن غير العادي للركود بدرجة كبيرة إلى الذعر المالي الذي أعقب إفلاس بنك الاستثمار الأمريكي «ليمان برانرز» والتوقف المفاجئ نتيجة لذلك عن الإنفاق على السلع الاستهلاكية المعمرة والاستثمارية شديدة الرواج، مما أدى بدوره إلى انتشار قصير لكن حاد للآثار التجارية (دراسة Kose, Otrok, and Prasad, 2010). ولكن اتساقاً مع النتائج التي توصلنا إليها فيما يتعلق بالتأثير قصير الأجل للصدمات التجارية على النشاط، فإن الأسواق الصاعدة التي كانت مرتبطة بالاقتصادات المتقدمة أساساً من خلال التجارة قد وثبتت مرتدة بسرعة في الواقع؛ بينما يبدو أن التعافي في الاقتصادات المتقدمة، بروابطها المالية الأكثر توسعاً، أكثر بطناً وأشد إيلاماً. ■

تروغ بوي مسؤول أبحاث وتميم بيومي مستشار أول في إدارة الإستراتيجيات والسياسات والمراجعة في صندوق النقد الدولي.

المراجع:

Bayoumi, Tamim, and Andrew Swiston, 2009, "Foreign Entanglements: Estimating the Source and Size of Spillovers across Industrial Countries," *IMF Staff Papers*, Vol. 56, No. 2, pp. 353–83.

Bayoumi, Tamim, and Trung Bui, 2010, "Deconstructing the International Business Cycle: Why Does a U.S. Sneeze Give the Rest of the World a Cold?" *forthcoming IMF Working Paper* (Washington: International Monetary Fund).

Kose, M. Ayhan, Christopher Otrok, and Eswar Prasad, 2008, "How Much Decoupling? How Much Converging?" *Finance & Development*, Vol. 45, No. 2, pp. 36–40.

Rigobon, Roberto, 2003, "Identification through Heteroskedasticity," *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 85, No. 4, pp. 772–92.

ضئيل بالنسبة للمملكة المتحدة. باختصار يبدو أن الصدمات المالية للولايات المتحدة والمملكة المتحدة، مقترنة بمفاجآت سوق السلع، تدفع الدورة الاقتصادية العالمية بينما تضطلع منطقة اليورو واليابان بأدوار صغرى نسبياً.

ونحن نفحص معقولة هذا التفسير للدورة الاقتصادية الدولية بطريقتين. فننظر أولاً في كيفية تفسيرها «للاعتدال الكبير» - أي الانخفاض الشامل في قلب الاقتصاد الكلي عبر طائفة واسعة من الاقتصادات المتقدمة - الذي حدث في الثمانينات. ويفحص النتائج للنفين الأول والثاني من عينتنا، وجدنا أن الانخفاض في حجم صدمات الولايات المتحدة والمملكة المتحدة أكبر كثيراً منه في مناطق أخرى (في الواقع، تتزايد الصدمات في اليابان على مر الزمن). وتبين هذه النتائج أن «الاعتدال الكبير» عكس أساساً صدمات أصغر في الاقتصادين اللذين بهما مراكز مالية كبرى، وأن هذا قد وفر مناخاً أكثر استقراراً لبقية العالم.

من أين تأتي الآثار الانتشارية

قمنا في اختبارنا الثاني بإجراء فحص مباشر بشكل أكبر لمصادر الآثار الانتشارية لنرى ما إذا كانت تتفق مع افتراضاتنا بأن الولايات المتحدة لديها روابط مالية كبيرة نسبياً، وأن بقية العالم لديها روابط سلعية كبيرة نسبياً. ونعرض نتائج هذا التحليل في الشكل ٢، حيث يمثل حجم كل عمود، الحجم المتوسط للآثار الانتشارية (على مدى سنتين) لكل منطقة - نحو نصف٪ للولايات المتحدة، وأربعة أعشار لبقية العالم، وأقل قليلاً بالنسبة لمنطقة اليورو والمملكة المتحدة، ولا شأن له بالنسبة لليابان. ومنطقة اليورو نقطة مرجعية مفيدة؛ لأنها تنقسم بشكل متساو نسبياً فيما بين الآثار الانتشارية المالية والتجارية والسلعية. وعلى العكس من ذلك، ففي الولايات المتحدة، (ولا سيما) في المملكة المتحدة، تسود عوامل السوق المالية، أما بالنسبة لبقية العالم، فتتولى القيادة عوامل السلع الأولية. ويستخدم تحديد هذه الروابط نهجاً منفصلاً تماماً عن ذلك الذي يقدر حجم الآثار الانتشارية، والذي يوفر بهرنا إضافياً مهماً لفرضيتنا الأولى بأن الآثار الانتشارية بالنسبة للولايات المتحدة والمملكة المتحدة مالية إلى حد كبير، ولكنه يحدث في بقية العالم أساساً من خلال أسواق السلع الأولية.

