



# الأثرياء والركود الكبير

التركيز على سلوك الطبقة المتوسطة لتفسير دورة الانتعاش والكساد في الولايات المتحدة  
قد لا يكون كافيا

باس باكر وجاشوا فيلمان

ووفقا لذلك التفسير، فإن الزيادة الهائلة في دخل الأثرياء التي بدأت في الثمانينات حفزتهم على إقراض مدخراتهم الزائدة إلى الطبقة المتوسطة المضغوطة بشدة، والتي استخدمت هذه الأموال للحفاظ على نمو استهلاكها والمضاربة في العقارات (دراسة Rajan, 2010).

وفي بادئ الأمر، كان كل شيء يسير على ما يرام، حيث كان الانتعاش في قطاع العقارات قوة دافعة للتوسع القائم على التشييد. ولكن بحلول عام ٢٠٠٧، لم يعد الأمر على ما كان عليه. وأصبحت الطبقة المتوسطة تواجه أعباء تفوق تحملها وتوقفت عن شراء المساكن، مما أدى إلى انهيار الأسعار بصورة كانت من الحدة بحيث أصبح كثير من ملاك المساكن فجأة غارقين في ديونهم العقارية - أي أنهم كانوا مدينين للمقرضين العقاريين بأموال تفوق قيمة مساكنهم. وتختلف البعض عن السداد. وسارع آخرون إلى زيادة معدلات ادخارهم حتى يتمكنوا من سداد ديونهم (دراسة Mian and Sufi, 2014)، مما قيد الاستهلاك. وكانت النتيجة ركودا عميقا.

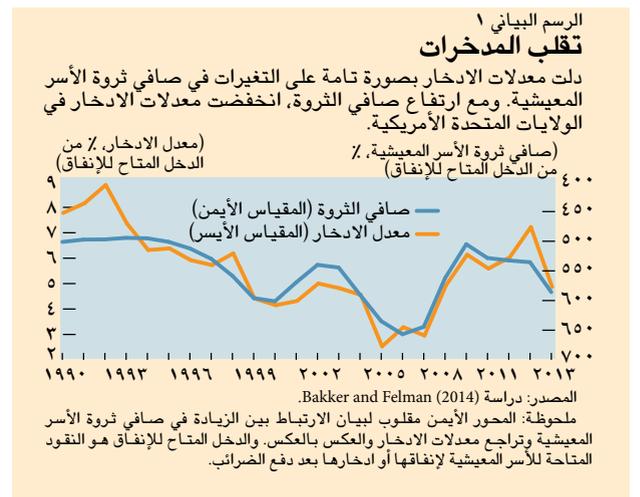
إلا أن السرد التقليدي غير مكتمل. فلم يكن انخفاض ثروة المساكن فقط هو الذي جعل الركود الكبير بهذا العمق، وإنما أيضا تراجع الثروة المالية. وعلاوة على ذلك، لم يكن الأثرياء مجرد متفرجين سلبيين، وإنما مشاركين نشطين في دورة الاستهلاك. وفي الحقيقة، نظرا لحجم حيازات الأثرياء من الأصول، كانت التقلبات في إنفاقهم على الأرجح أحد المحركات الرئيسية للانتعاش وللركود الذي تلاه (دراسة Bakker and Felman, 2014).

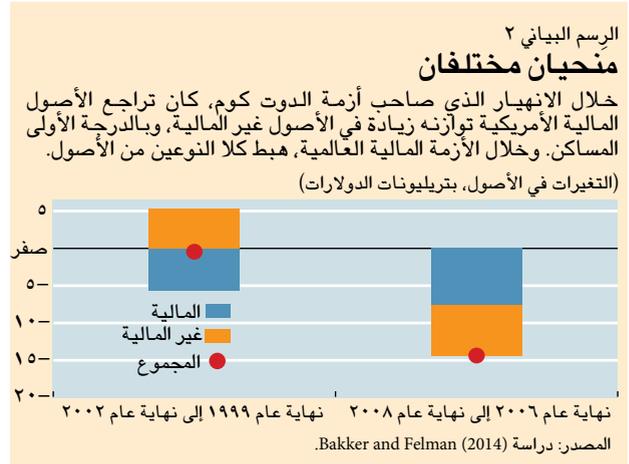
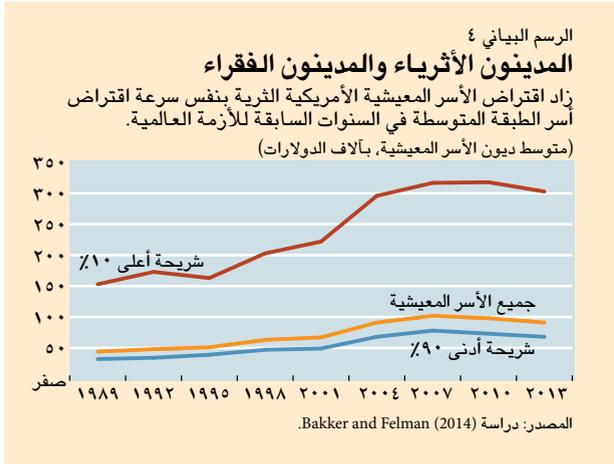
وأسهمت آثار الثروة بدور رئيسي في الانخفاض الذي سبق الأزمة وفي الزيادة التي تلتها في معدل ادخار الأسر المعيشية (راجع الرسم البياني ١). فقد

السرد التقليدي لتفسير الركود الكبير الذي بدأ في الولايات المتحدة الأمريكية في عام ٢٠٠٧ على دورة الانتعاش والكساد لأسعار المساكن وأثار إنفاق الطبقة المتوسطة، التي يتركز معظم ثروتها في المساكن.

ولم يُسند إلى الأثرياء سوى دور محدود، إن وجد، في دورة الانتعاش والكساد في الإنفاق. فالفئات الميسورة يضطلعون بدور، يقتصر على توليد «الادخار الزائد» (دراسة Kumhof, Rancière, and Winant, 2013).

## يركز





وفي الواقع، مثلت الأصول المالية ٨ تريليونات دولار أمريكي من مجموع خسائر الثروة التي بلغت ١٣ تريليون دولار أمريكي في عملية الهبوط من الذروة إلى القاع. ويعني ذلك بعبارة أخرى، أن أحد الأسباب التي تجعل تراجع الاستهلاك أثناء الركود الكبير أعمق بكثير من تراجع كساد الدوت كوم هو أن خسائر الثروة ككل كانت أكبر بكثير.

### معدل الادخار لدى الأثرياء

لماذا تراجع معدل المدخرات المجمل للأسر المعيشية في السنوات السابقة للأزمة، حتى مع حدوث تحول في توزيع الدخل باتجاه الأثرياء الذين يفترض أنهم يدخرون بمعدلات مرتفعة؟ التفسير المعياري هو أن انخفاض الادخار من جانب الطبقة المتوسطة كان أكبر بكثير من الزيادة في ادخار الأثرياء. ولا توجد بيانات مجمل عن الادخار حسب فئة الدخل. ومع ذلك، يفتقر التفسير المعياري إلى المعقولية. فلو كان الأثرياء يدخرون بمعدلات مرتفعة قبل الأزمة، تكون هناك صعوبة في تفسير سبب الارتباط السالب بدرجة كبيرة بين توزيع الدخل والادخار على مدى العقود الثلاثة الماضية، والذي يعني أنه كلما زادت حصة الأثرياء من الدخل، انخفض مجمل الادخار (راجع الرسم البياني ٣). وعلاوة على ذلك، ففي الفترة السابقة على الأزمة، زادت ديون الأثرياء فعلياً بنفس السرعة التي زادت بها ديون الطبقة المتوسطة (راجع الرسم البياني ٤). وتوحي هذه الأدلة بأنه لا بد أن معدل ادخار الأثرياء كان يتراجع.

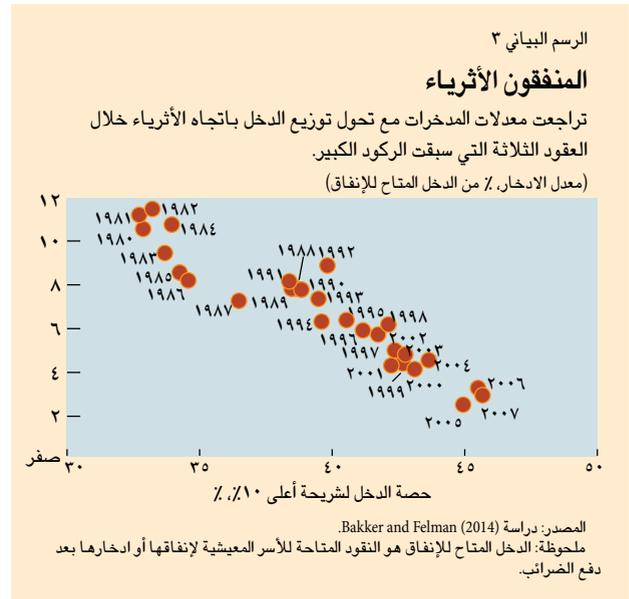
ولكن لماذا تنخفض معدلات ادخار الأثرياء في وقت تتزايد فيه دخولهم بوتيرة سريعة؟ الإجابة أن الأثرياء كانوا يستجيبون للزيادة الحادة في ثروتهم. فقد ارتفعت نسبة الثروة إلى الدخل لدى شريحة أعلى ١٠٪ من أصحاب الدخل بصورة حادة من ٧٢٪ في عام ١٩٩٤ إلى ٩١٪ في عام ٢٠٠٧. وفي المقابل، لم ترتفع نسبة الثروة إلى الدخل لدى شريحة أدنى ٩٠٪ إلا بصورة معتدلة خلال تلك الفترة، من ٣٧٪ إلى ٤٤٪ (راجع الرسم البياني ٥). ومن الممكن أن يكون تزايد الدخل قد شجع الأثرياء على زيادة معدلات الدخار، فإن ذلك قد وازنه وزاد عليه تأثير النمو الأسرع في ثروتهم، الذي حفزهم على زيادة الإنفاق وأسفر عن انخفاض في المعدل الكلي للادخار مقارنة بالدخل.

ولو كان معدل الادخار لدى الأثرياء اتباع نفس الدورة التي اتبعتها معدل ادخار الطبقة المتوسطة، فلا بد إذن أن يكون الأثرياء قد أسهموا بدور رئيسي في قيادة الانتعاش والكساد في الاستهلاك. وعلى أي حال، فإنهم يضمنون المجموعة التي مثلت الجزء الأكبر من الدخل ومكاسب الثروة خلال هذه الفترة (راجع الرسم البياني ٦).

ارتفعت أسعار الأصول بصورة حادة خلال سنوات الانتعاش، مما أشعر الناس بأنهم أكثر ثراء، وحفزهم على زيادة الاستهلاك وخفض معدل ادخارهم. وعندما انهارت أسعار الأصول أثناء الأزمة، سارت آثار الثروة في الاتجاه العكسي، مما أدى إلى هبوط الاستهلاك (دراسة، Case, Quigley, and Shiller, 2011).

وتقول دراسة (Mian and Sufi (2014 إن التقلبات التي شهدتها أسعار المساكن كانت حاسمة بوجه خاص، ذلك أن حيازة العقارات تختلف عن شراء الأصول المالية من حيث أنها تمول بدرجة كبيرة بالاقتراض. ونتيجة لذلك، أدى تراجع أسعار المساكن إلى صعوبات مالية أرغمت الأسر المعيشية على تقليص إنفاقها. وتقول الدراسة إن هذه الديناميكية تفسر السبب الذي جعل الركود الكبير أشد حدة بكثير من الكساد المسمى كساد «الدوت كوم» (انهيار أسعار الأسهم في عام ٢٠٠٠ عقب طفرة استمرت ثلاث سنوات تقودها شركات الإنترنت)، وإن كانت الخسائر في ثروة الأسهم تقريبا هي نفس خسائر ثروة المساكن في فترة لاحقة من نفس العقد.

إلا أن التفسير يمكن أن يكون أبسط بكثير. فكساد الدوت كوم خفت حدته بسبب زيادة الأصول غير المالية (أغلبها في المساكن)، بينما زاد من وطأة انهيار سوق المساكن هبوط الأصول المالية (راجع الرسم البياني ٢).



ككل. وبين عامي ٢٠٠٣ و ٢٠١٣، كان الأثرياء مصدرا لنحو ٧١٪ من الزيادة في الاستهلاك. وكان معظم تباطؤ الاستهلاك في الفترة بين عامي ٢٠٠٦ و ٢٠٠٩ نتيجة لتراجع الاستهلاك من جانب الأثرياء. واضطلع الأثرياء أيضا بدور أساسي في التعافي اللاحق حيث شجعت

## كان معظم تباطؤ الاستهلاك في الفترة بين عامي ٢٠٠٦ و ٢٠٠٩ نتيجة لتراجع الاستهلاك من جانب الأثرياء.

الارتدادة الإيجابية في ثرواتهم إنعاش الاستهلاك (وإن كان ضعيفا، لأن نسب نمو الدخل ونسب الثروة إلى الدخل ظلت دون مستويات ما قبل الأزمة).

### أطراف مؤثرة كثيرة

النتائج التي توصلنا إليها ليست قطعية، نظرا لأنه لا توجد بيانات مؤكدة عن سلوك الإنفاق لدى الأثرياء (أو الطبقة المتوسطة لهذا الغرض). ومع ذلك، تظل الأدلة المتاحة تشير إلى أنه يتعين تعديل السرد المعياري للركود الكبير. فمع التسليم بأن المساكن اضطلعت بدور، فقد كان هناك دور أيضا اضطلعت به الأصول المالية، التي مثلت فعليا الجزء الأكبر من خسائر الثروة. وصحيح أن الطبقة المتوسطة اضطلعت بدور، لكن الأثرياء أيضا اضطلعت بدور. وفعليا، ربما يكون الأثرياء قد مثلوا الجزء الأكبر من التقلبات في مجمل الاستهلاك أثناء دورة الانتعاش والكساد. وهذه النتائج ليست مهمة من منظور تاريخي فحسب، بل إن لها انعكاسات مهمة على الآفاق. فالأثرياء يمثلون حاليا حصة كبيرة في الدخل، ولديهم ثروة كبيرة، إلى الحد الذي يمكن أن يؤدي عنده حدوث تقلبات في أصولهم إلى هز الاقتصاد مستقبلا بدرجة أكبر من أي وقت مضى. ■

باس باكر مستشار في الإدارة الأوروبية بصندوق النقد الدولي وجاشوا فيلمان مساعد مدير في إدارة البحوث في الصندوق.

### المراجع:

- Bakker, Bas B., and Joshua Felman, 2014, "The Rich and the Great Recession," IMF Working Paper 14/225 (Washington: International Monetary Fund).
- Case, Karl E., John M. Quigley, and Robert Shiller, 2011, "Wealth Effects Revisited, 1978–2009," Cowles Foundation Discussion Paper No. 1884 (New Haven, Connecticut: Yale University).
- Kumhof, Michael, Romain Rancière, and Pablo Winant, 2013, "Inequality, Leverage and Crises: The Case of Endogenous Default," IMF Working Paper 13/249 (Washington: International Monetary Fund).
- Mian, Atif, and Amir Sufi, 2014, House of Debt: How They (and You) Caused the Great Recession, and How We Can Prevent It from happening Again (Chicago: University of Chicago Press).
- Rajan, Raghuram, 2010, Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).

وللبرهنة على ذلك تجريبيا، قمنا بتقدير نموذج للاستهلاك يربط استهلاك الأسر المعيشية بما يلي: (١) دخل شريحة أعلى ١٠٪؛ (٢) دخل شريحة أدنى ٩٠٪؛ (٣) مجمل ثروة الأسر المعيشية. وتشير تقديراتنا إلى أنه من كل دولار زائد في الدخل، تستهلك الطبقة المتوسطة ٩٥ سنتا، مقابل ٦٥ سنتا فقط للأثرياء. ويشير ذلك إلى الأثرياء يدخرون قدرا أكبر بكثير. إلا أن الأغنياء لديهم أيضا ثروة أكبر. وتشير تقديراتنا إلى أن الميل الحدي للاستهلاك من الثروة يبلغ ٢,٢٪، وهو ما يعني أنه بالنسبة لكل دولار زائد في الثروة، يزيد الاستهلاك بمقدار ٢,٢ سنت. وقد لا يبدو هذا الرقم نسبة مئوية مرتفعة، ولكن نظرا لأن ثروة شريحة أعلى ١٠٪ مرتفعة للغاية (٥٠ تريليون دولار أمريكي)، يكون التأثير على الاستهلاك كبيرا.

ثم استخدمنا النموذج لحساب دور الأثرياء في تحريك الاستهلاك. ونتوقع أن يكون الدور كبيرا، ببساطة لأن دخلهم ومكاسبهم من الثروة كانت أكبر بكثير من دخل ومكاسب الطبقة المتوسطة. وفعليا، يشير النموذج إلى شيء يدعو إلى الدهشة بحق. فقد مثلت شريحة أعلى ١٠٪ من أصحاب الدخل الجزء الأكبر من نمو الاستهلاك

