



## ... «أزمة القرن»

# النشرات الموجزة لسياسات الأونكتاد

مع استمرار تفاقم الأزمة المالية بسرعة تخطف الأبصار، أصبح نموذج الأعمال التجارية الذي يقوم عليه قدرٌ متزايدٌ من نشاط القطاع المالي موضع شكوك متزايدة تطعن في صحته. وهذا الاستعراض الموجز للسياسات يشير إلى أن ثمة حاجة لدرجة كبيرة من تدخل الدولة لتفادي إلحاق المزيد من الضرر بالنظام المالي والاقتصاد الحقيقي. ولا بد أيضاً من تعزيز الضوابط التنظيمية وزيادة شفافية الأدوات والمؤسسات المالية. وعلى العموم، ينبغي للسياسة الاقتصادية الكلية أن تهدف إلى تفادي حدوث ركود أو حتى انكماش عالمي. فالتحدي الرئيسي على صعيد السياسة الاقتصادية قد يتمثل، في النهاية، في الانكماش لا التضخم.

عمليات المضاربة إلى مغالاة في تقدير قيمة العملات وإلى قدر هائل من عدم التوافق بين أسعار العملات في ميزانيات الأسر والشركات المحلية. وينبغي لهذه الحكومات أن تدرك مضاعفات ذلك على موازينها التجارية كما ينبغي لها أن تُدرك الحاجة

المحتملة لخفض قيمة عملاتها حتى ولو أدى ذلك إلى زيادة القيمة المقدرة بالعملة المحلية للدين الأجنبي المستحق على الأسر والشركات.

ولأسباب محض إيديولوجية، وقف بعض الناس موقفاً انتقادياً من التركيز الذي جرى خلال الأزمة على دور الدولة الذي أعيد اكتشافه. ولكن هذا هو وقت إيجاد الحلول العملية وليس وقت الصراع العقائدي والإيديولوجي: فقد عادت الدولة لتتصدّر مسرح الأحداث لأن الأسواق المالية في مراحل الرواج أو الهبوط

لا يمكن أن تقارن، بأي حال من الأحوال، بالأسواق الحقيقية التي يقوم فيها أطراف مستقلون بعرض السلع والخدمات وطبها وفقاً لأفضليات وميزانية كل منهم. والأسواق المالية، بخلاف الأسواق الحقيقية، تتسم بانتهاج سلوك جماعي متكرر هو «سلوك القطيع». فعندما تبلغ المضاربة في هذه الأسواق ذروتها، يحصل جميع المشاركين فيها تقريباً على نفس النوع من المعلومات ويتبعون نفس النمط من التوقعات. وهذا التطابق في السلوك يفضي إلى حالات هوس وهلع. ففي مرحلة الرواج، يكون هناك عدد قليل جداً من البائعين؛ أما في مرحلة الهبوط، فيكون هناك عدد مفرط منهم.

وقد كان الرأي الاقتصادي السائد في السنوات الأخيرة رأياً مفاده أن الابتكار المالي يمكن أن يساعد في تنويع المخاطر لأنه يمكن أن يوزعها بكفاءة على من هم الأقدر على تحملها، إلا أن هذا رأي مضلّل لأنه لا يأخذ في الاعتبار حقيقة أن جميع الجهات الفاعلة تقريباً - بما فيها الوكالات المكلفة بتقدير المخاطر الائتمانية - تُصاب في مرحلة ما بعدوى الشعور بفورة النشاط في اندفاعها نحو تحقيق عوائد عالية. وقد تبين الآن أن الفصل بصورة منهجية بين المخاطر والمعلومات عن الدائنين ومدى قدرتهم على السداد يشكل إحدى الشوائب الرئيسية التي تعترى الهندسة المالية الحديثة ().

لقد انقضت الآن فترة تزيد عن 13 شهراً منذ اندلاع الأزمة، ولم ير الاقتصاد العالمي بعد الضوء المنشود في نهاية النفق المظلم. بل إن الأمور تزداد سوءاً، إذ تلوح في الأفق معالم انهيار مالي كامل، وحكومة الولايات المتحدة تُكابِد لتهدئة الأسواق عن طريق أكبر رزمة من تدابير الإنقاذ المالي عرفها التاريخ، بينما أخذت عدة حكومات أوروبية تخوض غمار المُعترك نفسه. وما يصدر من أبناء تكاد تكون يومية عن انهيار بعض المصارف، وكون نموذج الأعمال التجارية لمصارف الاستثمار الذي كان يُهَلُّ لنجاحه في وقت من الأوقات قد دخل تدريجياً في ثقب الأزمة الأسود، إنما هو نذير شؤم لاقتصاد عالمي كان أصلاً على حافة الركود حتى قبل بدء تسارع دوامة الانهيار المالي.

وقد أدى خطر الانهيار إلى عودة الحكومات إلى الاضطلاع بدور رئيسي على مسرح الأحداث. بل إن الحكومات والمصارف المركزية هي الجهات الفاعلة الوحيدة التي يمكن أن تحقق استقرار الأسواق في وقت فُقدت فيه الثقة وتحاول فيه جميع الجهات الفاعلة الأخرى خفض النفقات أو تسوية ميزانياتها بأي ثمن، من أجل تفادي الإفلاس. وبالنظر إلى أن دين أسرة ما يشكل أصلاً من أصول أسرة أخرى بينما تشكل نفقات شركة ما دخلاً لشركة أخرى، في وقت يتسم بتطابق التوقعات، فلا يمكن - بدون تدخل حكومي يتصدى للتقلبات الدورية - تحديد أي قاعٍ يمكن أن تهبط إليه الأسواق.

ومن المهم أكثر من أي وقت مضى أن يفهم واضعو السياسات على نطاق العالم أن القوانين التي تنطبق على الاقتصاد مجمله تختلف اختلافاً أساسياً عن تلك القوانين التي تكمن خلف السلوك الفردي لأي أسرة أو شركة. كما يجب على الحكومات والمصارف المركزية أن تعترف بأن أي سوق مالية حديثة تسعى وراء تحقيق عوائد أعلى وأعلى، بالاستناد إلى توقع حدوث ارتفاع متواصل في بعض القطاعات أو بعض الأصول، إنما هي وحش يجب ترويضه قبل أن يُلحق أضراراً جسيمة ويهدد بقاء النظام بأكمله. فالحكومات التي ظلت تراقب «الفقاعات» الضخمة الناشئة عما شهدته مؤخراً أسواق الأوراق المالية الروسية أو الصينية، على سبيل المثال، من عمليات مضاربة بأموال مقرضة ينبغي أن تعرف أن هذه «الفقاعات» لن تزول دون المخاطرة بحدوث أزمة تهدد النظام. وبالنسبة لحكومات أخرى - بما فيها بعض الحكومات في أوروبا الشرقية - تفضي



عن طريق إجبار المصارف على أن تُبقي في قيود دفاتها على جزء من قروضها.

وفي حين أن أول الخطوات القصيرة الأجل لمكافحة نيران الأزمة على مدى الأسابيع القليلة الماضية كانت خطوة صائبة إذ ركزت على الحد من التأثير المباشر للأزمة المالية على الاقتصاد الحقيقي، فإن الآثار غير المباشرة قد أخذت تلوح في الأفق ويجب معالجتها كخطوة تالية. ومنذ بداية عام 2008، ما برحت حكومة الولايات المتحدة تعمل على التخفيف من حدة الآثار غير المباشرة واستعادة ثقة المستهلكين والشركات. إلا أن المحفزات النقدية والضريبية التي قُدمت في بداية عام 2007 يمكن أن تكون قد وهنت على ضوء اتجاه الهبوط الجديد للدوامة المالية، وانهيار بعض المصارف الكبرى، والآخر السلبي الذي خلفه ذلك على توقعات التوصل إلى حل سريع للأزمة.

والمشكلة العالمية الرئيسية هي أن موقف التدخل الفاعل الذي تفقه سلطات الولايات المتحدة لإنعاش الاقتصاد الحقيقي هو موقف «يسبح عكس تيار» السياسات الاقتصادية الكلية القائمة على رد الفعل، بل وحتى السياسات الانكماشية، المنتهجة في كبرى البلدان المتقدمة الأخرى. ففي حين أن المصرف المركزي الأوروبي يعمل بنشاط على توفير السيولة للنظام وبالتالي تجنب حدوث انهيار في سوق الإفراض بين المصارف، فإنه لا يوفر محفزات نقدية توجد حاجة ماسة إليها. والواقع أن المصرف المركزي الأوروبي قرر أن يفعل عكس ذلك تماماً، فهو يقف موقفاً متشدداً للغاية على صعيد السياسة النقدية في وقت تظل فيه السياسة المالية مقيدة بمقتضيات ميثاق الاستقرار والنمو في الاتحاد الأوروبي.

ويظهر أن واضعي السياسات الاقتصادية، في شتى أنحاء العالم، قد أخفقوا في فهم الدلالات الكاملة لحدوث تسارع في عملية التحول عن الاستدانة (أي عملية استهلاك الأصول العدمية القيمة وخفض الديون على جميع المستويات) في الولايات المتحدة، وضعف قيمة الدولار الأمريكي، وحالة عدم اليقين التي ألمت بالأمريكيين في أعقاب الأزمة. وقد تكون لهذه القوى آثار سلبية هائلة على الآفاق الاقتصادية العالمية ككل. فالآثار غير المرجوة التي تترتب على التخلص الضروري ولكن المؤلم من الديون التي لا يمكن الاستمرار في تحمل أعبائها

لا يمكن أن تُعوّض إلا إذا قامت بلدان الفائض - وخصوصاً اليابان وكبرى بلدان منطقة اليورو التي تشهد بالفعل نقصاً في النمو أو نمواً سلبياً - بتقليص مراكز فوائضها على جميع المستويات والتحرك بسرعة نحو توفير حوافز سياسية لتجنب حدوث ركود طويل الأجل أو حتى انكماش في الاقتصاد العالمي.

وإن الاستجابات الدولية إزاء الحالة الراهنة والتي تغالي في التشديد على الهواجس المتعلقة بالتضخم هي استجابات مضللة وغير رشيدة. فخطر حدوث هبوط أو انكماش يستمر لفترة طويلة هو أكثر أهمية بكثير، ذلك لأن التباطؤ سيفضي إلى مزيد من الهبوط في أسعار السلع الأساسية. وعلاوة على ذلك، لا توجد أدلة كثيرة على أن حدوث تقلبات في الأجر والأسعار مماثلة لتلك التي تسببت بالتضخم في فترة السبعينات من القرن الماضي يشكل تهديداً حقيقياً في هذه المرحلة. إذ لم يحدث إلا في عدد قليل جداً من البلدان النامية والمتقدمة أن تجاوزت الزيادات في الأجر الإسمية دائماً معدلات نمو إنتاجية العمل بقدر يمكن أن يكون مقبولاً من حيث التضخم. فالواقع أن الانكماش، وليس التضخم، قد يشكل التحدي الرئيسي الذي يواجهه السياسة الاقتصادية فعلاً.

ولقد كانت عملية «تحميل المجتمع أعباء الخسائر» المرتبطة بعملية الإنقاذ الضخمة التي اقترحتها حكومة الولايات المتحدة مثار انتقادات واسعة النطاق. إلا أنه بالنظر إلى المخاطر التي تتهدد الاستقرار المالي والاقتصاد المحلي بصورة أعم، لم يكن أمام الحكومة خيار آخر غير توفير التأمين لبعض أكبر المؤسسات المعرضة للخطر. كما ينبغي النظر إلى هذا التدخل من أجل تحقيق استقرار نظام سوقي مضطرب وتجنب حدوث انهيار مالي واقتصادي حقيقي باعتباره تدخلاً ينطوي على محاولة للتقليل إلى أقصى حد من الآثار السلبية على الاقتصاد الحقيقي. وبطبيعة الحال، فإن حماية المودعين في المصارف المتعززة وحماية دائنيها تستحق أن تُولى أولوية أعلى من حماية حملة الأسهم. وبالمثل، فإن الكلفة الطويلة الأجل التي تتحملها الحكومة ودافعو الضرائب ينبغي أن تظل موضع تدقيق عن طريق إعطاء الأولوية لحصص الحكومة في أسهم رأس المال وليس لمجرد تقديم الدعم للمصارف.

### ... والدروس المستفادة.

من الواضح أن رزمة تدابير التأمين والإنقاذ الحكومية لا ينبغي أن تُنفذ مجاناً، لا من حيث كلفتها الفورية التي يتحملها دافعو الضريبة ولا على المدى الأطول لإعادة هيكلة الأسواق. فقرار إنقاذ مجموعة من المؤسسات المالية - بل أسواق بأكملها - من أجل درء خطر حدوث أزمة تتهدد النظام كله هو قرار لا بد أن ترتب عليه عواقب تنظيمية. ففي المستقبل، يجب معاملة هذه المؤسسات كمصارف تقبل الودائع ومن ثم يجب إخضاعها للوائح تنظيمية أكثر صرامة فيما يتصل بقواعد الحيلة المالية - أو يجب إجبارها، كما حدث بالفعل في بعض الحالات، على تغيير نموذج أعمالها والتكيف مع ترتيبات مصرفية تقليدية بدرجة أكبر. ومن الواضح أن هذه الأزمة قد شككت في مصداقية الحجج التي تدافع عن الدور الأساسي للسوق والتي تعارض فرض قواعد تنظيمية أشد صرامة وذلك بالاستناد إلى فكرة مفادها أن الانضباط السوقي وحده يمكن أن يكفل، على أكفأ وجه، مراقبة سلوك المصارف. ولهذا السبب، فإن الدرس الطويل الأجل يجب أن يبدأ بالاعتراف بأن الابتكار المالي المفرط يمكن أن يولد ما سماه المستثمر الملياردير وارن بوفيت «أسلحة الدمار الشامل المالية»، وذلك بالرغم من أن الخدمات المالية تؤدي دوراً رئيسياً في توزيع الأموال على أنشطة مرتفعة العوائد.

وينبغي للسياسات التنظيمية أن تهدف إلى زيادة شفافية المنتجات المالية. ولهذه الغاية، هناك عدد قليل من الإجراءات التنظيمية السريعة التي يمكن أن تُتخذ على المستويين الوطني والدولي على السواء.

وأول هذه الإجراءات هو إعادة تقييم دور وكالات تقدير الجدارة الائتمانية. إذ يبدو أن هذه الوكالات، التي ينبغي أن تحل مشاكل المعلومات وتزيد الشفافية، قد لعبت دوراً عكسياً وجعلت السوق أكثر افتقاراً للشفافية. ويتمثل الإجراء الثاني في توفير حوافز لاستخدام الأدوات المالية الأبسط. فالموقف التنظيمي الحالي يُفضي إلى تحيز لصالح المنتجات المالية المعقدة التي غالباً ما لا يفهمها المشاركون في الأسواق فهماً صحيحاً. وتتمثل الخطوة الثالثة في معالجة حالات عدم التوافق بين آجال الاستحقاق في المؤسسات المالية غير المصرفية والحد من انخراط المصارف في أنشطة الوكالات التي لا تخضع لقواعد تنظيمية صارمة. أما الخطوة الرابعة فتتمثل في الحد من تدهور الائتمانات المرتبطة بعمليات طرح سندات الاقتراض للاكتتاب المباشر (تحويل الدين إلى سندات). فالمصارف التي تتبع قروضها بسرعة تكون أقل اهتماماً بمراقبة نوعية المقترضين. ويمكن التخفيف من حدة هذه المشكلة