

صدوع فى النظام

إصلاح الاقتصاد العالمى المتضرر

أوليفييه بلانشارد
Olivier Blanchard

خلال توليفة سليمة من التدابير وهى تمضى قدما للأمام. والرسالة المستمدة من الأسواق المالية فى هذه المرحلة هى أن تقدما قد تحقق، لكن الأوان لا يزال جد مبكر لإعلان النصر. والواقع، أنه فى حين أن الأزمة المالية هدأت نوعا ما فى الاقتصادات المتقدمة، فإنها تبتلع الاقتصادات الناشئة بصورة متزايدة. وبدون ارتكاب أى تقصير من جانبها، تواجه بلدان كثيرة حالات توقف مفاجئة، وضغوطا على سعر الصرف، وخطر وقوع اضطراب مالى.

بيد أن الأنباء السيئة، هى أنه مع اعتماد صناعات السياسة فى الاقتصادات المتقدمة تدابير ملائمة على الجبهة المالية، بدأت الأزمة المالية تحدث تأثيرا أكثر حدة وعمقا على الاقتصاد الحقيقى. ويترجم عدم اقتراض المؤسسات المالية لتحقيق الفعالية المالية حاليا إلى انتمان أشد تكلفة بالنسبة للأسر والشركات، وصعوبات فى التمويل حتى بالنسبة لعمليات الأعمال العادية. والأمر الأكثر أهمية (على الأقل من حيث آثاره الكمية)، هو أن المستهلكين والشركات عبر العالم فقدوا الثقة. فقد أثار الخوف من حدوث كساد طويل عميق شبيه بتجربة الثلاثينيات من القرن الماضى، القلق بشأن أمن الوظائف والمدخرات والائتمان. ونتيجة لذلك، تهاوى الإنفاق الاستهلاكى، وتقلصت استثمارات دوائر الأعمال، وطفقت البطالة ترتفع سريعا.

وجعلت هذه التطورات، خاصة انهيار الثقة خلال الشهرين الماضيين، صندوق النقد الدولى ينفق تنبؤاته بصورة جوهرية بالتخفيض عما جاء فى النظرة الاقتصادية العالمية الصادرة فى أكتوبر. ونقد حاليا أن الناتج سينخفض

الاقتصاد العالمى أسوأ أزماته فى ٦٠ **يواجه** عاما. وفى النصف الأول من العقد الأول من القرن ٢١، جعل المناخ الحميد المستثمرين والشركات والمستهلكين يتوقعون مستقبلا مشرقا على الدوام ويبخسون تقدير قيمة المخاطر. وارتفعت محلقة أسعار المساكن وغيرها من الأصول، وتم خلق أصول خطيرة وبيعها باعتبارها عديمة الخطر تقريبا، وزاد الاقتراض لتحقيق الفعالية المالية. ومن ثم، فعندما انقلبت أسعار المساكن على عقبها وتحولت رهونات الديون والأوراق المالية المستندة لها دون الممتازة إلى شىء بغيض، أصبح المسرح مهيبا لنشوب الأزمة. وفى سياق التكامل العالمى السريع والترابط العميق والمعقد بين المؤسسات المالية، تحركت الأزمة سريعا عبر الأصول، والأسواق، والاقتصادات. والباقى تاريخ، أو على وجه أكثر تحديدا، تاريخ قيد التشكيل.

وبالنظر إلى موقع أقدامنا اليوم، فإن الأنباء الطيبة، إن كانت هناك أنباء طيبة، هى أننا ربما تراجعنا للوراء من على شفير كارثة اقتصادية. وفى أكتوبر، أعلنت الاقتصادات المتقدمة، عندما واجهت ما يبدو شبيها بانفجار وشيك فى النظام المالى، مجموعة متماسكة من الإجراءات للتصدى للمشكلة. وإضافة لذلك، فإنه بغية الاستمرار فى توفير السيولة، استهلكت الحكومات برامج لشراء الأصول الرديئة، وإعادة رسملة المؤسسات المالية، وتوفير ضمانات شاملة. ولا ريب أن تنفيذ هذه الإجراءات أمر معقد لأقصى حد، وكان التنفيذ بعيدا عن الكمال، مع تحسس الحكومات لطريقها

السياسات التي ستحد من الدمار في الاقتصادات المتقدمة والناشئة ومنخفضة الدخل. ثانياً، أن نكون سباقين في التفكير حول أفضل الطرق لتفادي تكرار ما نمر به حالياً. ولنتناول هاتين الجزئيتين كلا على حدة.

سياسات لوقت الحالى

إن ما ينبغي عمله فى الأجل القصير أمر واضح، إن لم يكن سهلاً. إذ ينبغي للحكومات مهاجمة الأزمة على جبهتين. فيتعين عليها أن تنفذ وتصقل السياسات المعتمدة فى الأشهر القليلة الماضية لمواجهة الأزمة المالية، ويتعين عليها اتخاذ إجراءات قوية لضمان استدامة الطلب، والحد من هبوط الناتج، واستعادة الثقة والإنفاق الخاص.

وعلى الجبهة الأولى، سبق أن أكدت أن الإطار السياسى - الذى يتم تنظيمه فيما يتعلق بتوفير السيولة، وشراء الأصول، وإعادة الرسملة، والضمانات - قائم إلى حد كبير. بيد أنه يثبت أن التنفيذ، وهو أمر معقد بطبيعته المتأصلة، صعب. وفى بعض الأحيان تجعل التغيرات فى السياسة وأوجه الغموض عن سياسة المستقبل، الأمور أسوأ وليس أفضل. وإلى أن يتم توضيح البرامج، وتحديد قواعد

فى الاقتصادات المتقدمة بمقدار ١/٤ فى المائة على أساس سنوى فى ٢٠٠٩، بما يشكل أول انكماش سنوى فى فترة ما بعد الحرب بالنسبة لهذه المجموعة من البلدان. واستناداً إلى توقع عودة أسعار المساكن لما كانت عليه فى وقت ما فى ٢٠٠٩ وتباطؤ عدم الاقتراض واطراد الاقتراض، نتنبأ بأن النمو فى الاقتصادات المتقدمة سيصبح إيجابياً فى ٢٠١٠. كذلك نتوقع أن يهدأ النمو فى الاقتصادات الناشئة ومنخفضة الدخل، بسبب ضعف آفاق النمو العالمى، وانخفاض أسعار السلع الأساسية، والشروط المالية المتشددة. وأى أمل فى فك الارتباط أصبح حالياً بعيداً جداً.

ما مدى ثقتنا فى هذه التنبؤات؟ ليست كبيرة. ففى الحد الأقصى، ربما لا يكون الانخفاض فى الإنفاق راجعاً للتشاؤم فى حد ذاته، ولكن نتيجة لعدم اليقين - فربما يؤجل المستهلكون والشركات الإنفاق حتى يتوافر وضوح أكبر فيما يتعلق بالآفاق الاقتصادية. وعندئذ يمكن أن يؤدى تناقص عدم اليقين إلى استهلاك أكبر وطلب أكبر على الاستثمار، مما يسمح بانتعاش الناتج بأسرع من المقدر. وفى الحد الأدنى، هناك خطر واضح فى أن انخفاض الناتج يمكن أن يزيد من سوء أحوال الميزانيات والمؤسسات المالية بأكثر من المتوقع، مما يؤدى لمزيد من الانكماش فى الائتمان، ويسبب المزيد من حالات الإفلاس ويفاقم سوء أحوال النشاط الاقتصادى.

ذلك هو المناخ الذى جرى فيه اجتماع مجموعة العشرين فى نوفمبر فى واشنطن. وكان جدول الأعمال بالنسبة لصانعى السياسة عموماً، ولصندوق النقد الدولى بصفة خاصة، بسيطاً: أولاً، إخماد الحرائق الحالية - تحديد واعتماد

اللعبه بوضوح، لا يرجح أن يتشجع مستثمرو القطاع الخاص، مما يزيد الأزمة سوءا ويؤخر إجراء التصحيح فى النظام المالى.

وعلى الجبهة الثانية، من الواضح أن العبء سيقع على السياسة المالية. وفى حين أنه لا يزال هناك مجال أمام بعض البلدان، خاصة فى أوروبا، لتيسير السياسة النقدية بدرجة أكبر، فإن بلدانا أخرى - خاصة الولايات المتحدة واليابان - خفضت بالفعل أسعار الفائدة لمستويات جد منخفضة، وطفقت الأسعار الحقيقية ترتفع مع انخفاض التضخم.

ومن ثم، يتعين حاليا أن يلعب التوسع المالى دورا محوريا. ما الذى ينبغى أن يكون عليه حجم التوسع وأى البلدان يتعين عليها أن توفر الحافز؟ لقد توصلنا إلى نتيجة مؤداها أنه فى هذه المرحلة، ينبغى أن يتمثل الهدف فى إجراء تعزيز مالى يبلغ نحو ٢ فى المائة من الناتج المحلى الإجمالى العالمى. وبافتراض مضاعف يبلغ واحدا - وهو افتراض محافظ إذا تم توجيه الحوافز المالية جيدا - فإن هذا سيرجم إلى نمو عالمى أعلى بنسبة ٢ فى المائة، مما يقلل بصورة جوهرية خطر نشوب كساد عميق. بيد أنه لتفادى التأثيرات الفوضوية، من الضرورى أن يتم الاضطلاع بالتوسع المالى من قبل جميع البلدان التى وفرت فيها الديون المنخفضة والسياسات المنضبطة فى الماضى مساحة كافية للسياسة، وذلك إذا لم يتم تنسيقها صراحة. ويرد هنا تحذير مهم: إذا اتضح أن نقص الناتج أسوأ من المتوقع حاليا، فإن التوسع المالى ينبغى حتى أن يكون أكبر مما نوصى به حاليا. والسبب هو أن ما هو ضرورى فى ظل هذا الوضع هو القضاء على خطر نشوب كساد كامل الأركان، وتأثيراته المعاكسة على الإنفاق حاليا.

الاستعداد لما بعد الأزمة

دعونا نتجه الآن للمستقبل. عندما تهدأ الأزمة (إذا استطعنا تحقيق ذلك فى وقت ما) سيتعين على الحكومات أن تتصدى لقضيتين أساسيتين.

فهي أولا، ستواجه موقفا ماليا مختلفا بصورة مثيرة. فالعجز المالى المطلوب لزيادة الطلب فى الأجل القصير سيسفر عن ديون أعلى فى الأجل الطويل، عادة بمقادير كبيرة. وفى معظم البلدان، سيؤدى نطاق التدخلات العامة فى المؤسسات التى تشكو اضطرابا وشراء الأصول، إلى نشوء ديون إجمالية أعلى كثيرا. بيد أنه حيث إن قيمة الأصول التى سيتعين عليها شراؤها قد تكون كبيرة، فمن المرجح أن يكون صافى الدين أصغر كثيرا. ومع ذلك، فإن موقف الحكومة المالى سيعتمد كثيرا على الافتراض لتحقيق الفعالية المالية، وسيطلب اعتماد موقف أكثر مرونة فى السياسة المالية.

ثانيا، إن المشهد المالى سيبدو مختلفا بصورة مثيرة فى بلدان كثيرة، ويتضمن قطاعا ماليا موحدًا، مع وجود كبير لقطاع عام. وستواجه الحكومات عددا من الأسئلة حول كيف تدير وجودها فى القطاع المالى ويتعين أن يتمثل الهدف هنا فى الإبقاء على مستوى من الفرص المتساوية مع المؤسسات المملوكة ملكية خاصة، والسماح على نحو مطرد بعودة القطاع المالى إلى أيدي القطاع الخاص. وتوفر الخبرة المستمدة من أزمتا مصرفية عديدة فى الماضى دليلا مفيدا عن كيف يمكن القيام بهذا على خير وجه.

تضاد التكرار من خلال التنظيم الأفضل

بينت الأزمة حدود الأطر التنظيمية الرقابية الحالية على المستويين المحلى والدولى على حد سواء. ومن ثم، فالتحدى هو تصميم قواعد ومؤسسات جديدة تقلل المخاطر النظامية، دون فرض أعباء غير ضرورية وخنق الابتكار. وسيستغرق

التنفيذ وقتا؛ وقد بدأ التصميم بالفعل، وسيخضع لمزيد من الفحص من قبل فرق العمل التى شكلتها اجتماعات مجموعة العشرين. بيد أن محيط الإصلاح واضح بالفعل.

سيطلب قياس المخاطر النظامية معلومات أفضل. ويعنى هذا ضمنا مراجعة الشفافية، والإفصاح، وقواعد الإبلاغ، وجمع المعلومات من مجموعة من المؤسسات أكبر كثيرا مما هو الحال حاليا، بما فى ذلك شركات التأمين، وصناديق التغطية، والكيانات الخارجة عن الميزانية. كما سيعنى الحد من المخاطر النظامية ضمنا محيطا من التنظيم أوسع مما لدينا حاليا، فى مقابل فرص أوسع لتوفير السيولة.

وسيقضى الأمر وضع قواعد قومية جديدة وأفضل، على مستوى المؤسسات فرادى وعلى مستوى الاقتصاد الكلى على حد سواء. ويبدو أن قواعد التحوط الكلية المتخذة لمواجهة التقلبات الدورية طريق واعد لتقليل تراكم المخاطر النظامية. ويقضى الأمر استكمال هذه التدابير بإجراء تحسينات فى مدى قوة البنية الأساسية المالية فى مواجهة تقاعس الطرف المقابل - وذلك عنصر محورى فى الأزمة الراهنة - بما فى ذلك ما يتم من خلال زيادة استخدام غرف المقاصة المركزية والبورصات المنظمة، ووضع أطر أقوى لحل المؤسسات فرادى.

البعد الدولى ودور صندوق

التنقد الدولى المحتمل

أوضحت الأزمة أن النظام المالى هو نظام عالمى، له روابط قوية عبر البلدان. فما كان فى البدء أزمة الولايات المتحدة يؤثر حاليا على العالم بأكمله. ولا يستطيع صناع السياسة القيام بالمهمة لوحدهم؛ فما يحدث لهم لا يتوقف على هيكلمهم التنظيمى الخاص بهم فحسب، ولكن يتوقف أيضا على الهيكل التنظيمى للبلدان الأخرى، ولا يتوقف على المخاطر النظامية على المستوى القومى فحسب، ولكن يتوقف أيضا على تراكم المخاطر فى أماكن أخرى. ورصد المخاطر النظامية على الصعيد الدولى أمر ضرورى. ويبدو صندوق النقد الدولى مؤهلا على أفضل وجه للقيام بالمهمة، بالتعاون مع البنوك المركزية والمنظمات الدولية الأخرى. ويعنى هذا ضمنا توسيع دورنا فى الرقابة الدولية وهذا أمر ينبغى لنا بدء العمل فيه تولا.

وقد أوضحت الأزمة أيضا الحاجة لتوفير السيولة الدولية. وفى سياق الأزمة الراهنة، تم التصدى للحاجة إلى الدعم من خلال ترتيبات ثنائية مخصصة للمقايسة تضمنت مجموعة فرعية من البلدان. وللمضى قدما، يمكن تحسين السيولة العالمية إما بزيادة الموارد التى تساند تسهيل السيولة قصيرة الأجل الجديد فى صندوق النقد الدولى أو بإنشاء هيكل متعدد الأطراف يمكن من التمويل المشترك لتوفير السيولة من قبل الصندوق، من جانب البلدان الأعضاء الأخرى والدائنين الرسميين.

وأخيرا، أوضحت الأزمة أنه فى عالم تدفقات رأس المال الكبيرة والمتقلبة، ستحتاج البلدان التى تعاني أزمة إلى فرص الحصول على مجتمعات أكبر مما يستطيع صندوق النقد الدولى توفيره. وهكذا، سيكون من الضرورى زيادة الموارد المتاحة للصندوق، حتى يستطيع أن يقوم بولايته الأساسية فى المساعدة على ضمان الاستقرار المالى العالمى على نحو أفضل. ■

أوليفيير بلانشارد مستشار اقتصادى واقتصادى رئيسى فى صندوق النقد الدولى.