



الأزمة في عيون التاريخ

الأزمة المالية الحالية أزمة ضارية، إلا أن التاريخ يبين السبيل إلى تجنب وقوع
كساد عظيم آخر.

تشارلز كولينز Charles Collyns

المالية التي سببتها. ويقدر تقرير الاستقرار المالي العالمي (صندوق النقد الدولي، ٢٠٠٨) الأخير لصندوق النقد الدولي أن مجموع الخسائر في الائتمان المرتبط بالرهون العقارية، وغيره من أنواع الائتمان في الولايات المتحدة سيصل إلى ١,٤ تريليون دولار، على أساس أسعار السوق في منتصف سبتمبر. وهذه الخسائر هي أكثر الخسائر المقومة بالدولار ضخامة من أي أزمة شهدها العالم في فترة ما بعد الحرب. وفضلا عن هذا، فإن من المرجح أن تصبح أعلى كثيرا من ذلك في نهاية الأمر، بعد أن يؤخذ في الحسبان ازدياد حدة الأزمة المالية عبر الأسواق العالمية منذ منتصف سبتمبر. ومع ذلك فإن الخسائر كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، ليست تمثل ارتفاع الخسائر التي عانت منها دول فردية في أثناء الأزمات العميقة في الماضي (انظر الشكل ١)

وهناك مقياس آخر وهو درجة الضائقة في السوق. وقد حسب صندوق النقد الدولي في عدد أكتوبر ٢٠٠٨ من آفاق الاقتصاد العالمي (Laii, cardarlii, Elekdag) رقما قياسيا للضائقة في السوق بالنسبة إلى ١٧ من الاقتصادات المتقدمة منذ عام ١٩٨٠ وقد وصل الرقم القياسي - وهو متاح حتى سبتمبر ٢٠٠٨ ويغطي متغيرات مثل العلاوات بين البنوك، وحقوق الملكية وأداء سوق السندات - إلى مستوى يمكن مقارنته بفترة ذروة الضائقة السابقة فيما بين هذه المجموعة من البلدان. والأمر الأكثر إثارة للاهتمام هو استدامة هذه الضائقة فعلا بمستويات مرتفعة لنحو سنة كاملة وأنها أصابت كافة البلدان في العينة (انظر الشكل ٢) ومنذ سبتمبر انتشرت التوترات بشكل خطير إلى الاقتصادات الناشئة، بما في ذلك تلك التي كان ينظر إليها في البداية على أنها أكثر مرونة منها في الماضي إزاء العوامل الخارجية نظرا لقوة ميزانياتها وارتفاع وضخامة احتياطياتها الدولية.

التاريخ الاقتصادي للرواج باعتباره مسودة. ففي النصف الأول من عام ٢٠٠٨، أحيى الارتفاع الشديد في أسعار النفط وغيره من السلع الأساسية الذكريات غير السعيدة للكساد المقترن بالتضخم في السبعينيات. وحديثا جدا، أعاد الاحتدام العادي للأزمة المالية العالمية منذ منتصف سبتمبر والتي صاحبها انهيار بنك ليمان براذرز إلى الأذهان شجراً أكثر شوْما من الماضي - وهو الكساد العظيم في الثلاثينيات. قد تبدو مقارنة الأزمة المالية الحالية بأعمق وأكثر الزلازل الاقتصادية تدميرا، نوعا من المد والإطالة، ولكن ليس هناك الآن شك في أن الأزمة الحالية قد أصبحت أكثر الأزمات خطورة في فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية. ولا يتعلق الأمر بعمق انخفاض النشاط الاقتصادي في الدول فردية - وقد حدثت انهيارات مالية مدمرة قبل ذلك في الاقتصادات المتقدمة وكذلك في الاقتصادات الناشئة - بل يتعلق بانتشارها الذي وصل إلى كافة أركان الاقتصاد العالمي مما خلق تهديدا للرخاء العالمي لم يشهده منذ ٧٠ عاما. ولكن ما مدى ضخامة الأزمة المالية الحالية بمعايير الماضي؟ والأهم من ذلك ما هو أثرها الاقتصادي المحتمل وما الذي يمكن عمله لاحتماء الأضرار ولتمهيد الطريق نحو الانتعاش الاقتصادي؟ إن التاريخ الاقتصادي يمكن أن يساعد في الإجابة عن هذه الأسئلة، الصورة تبين طابور الخبز في مدينة نيويورك في أثناء الكساد العظيم وتقديم منظور مفيد لفهم الحجم النسبي للأزمة الحالية ومدى خطورتها والدروس التي لا تقدر بثمن الاستفادة التي يمكن تطبيقها لحلها على حد سواء.

إنها ليست الكساد العظيم بالضبط

أحد المقاييس الذي يعطى إحساسا بجسامة الأزمة الحالية، هو حجم الخسائر

الصورة تبين طابور الخبز في مدينة نيويورك في أثناء الكساد العظيم.

مستويات مرتفعة، وكلاهما لا بد من أن يوفر مصدات واقية في مواجهة التشدد في شروط التمويل. إلا أن ما يقلل من الاطمئنان هو أن ميزانيات الأسر المعيشية لا تبدو عن قرب بمثل هذه المتانة، خاصة في الولايات المتحدة، حيث انخفضت معدلات الأرباح، وارتفعت معدلات الاقتراض كثيرا خلال سنوات الازدهار حتى عام ٢٠٠٦، وقد قوض الهبوط الأخير في أسعار الأسهم وأسعار المنازل صافي الأصول.

وما هو الحال في الاقتصادات الناشئة؟ مرة أخرى، فإن القصة لا بد أن يكون بها شيء من الاختلاف الدقيق. إن ميزانيات قطاعاتها العامة أكثر قوة عما كانت عليه في أثناء تباطؤ النشاط الاقتصادي في ٢٠٠١-٢٠٠٢، وقد حققت الاقتصادات الناشئة الرئيسية تراكمات ضخمة أصبحت تمثل لها دروعا واقية من الاحتياطات الدولية، كما خفضت نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال سنوات النمو القوي، مما هيا لها مجالا أكبر للمناورة في مواجهة الضغوط الخارجية. (انظر الشكل ٣) إلا أن هذا التحسن في الظروف ليس متساويا بأية حال. وقد سمح لكثير من البلدان، بخاصة في الاقتصادات الأوروبية الصاعدة وأيضا في أماكن أخرى، بحدوث تراكم ضخم في عجز الحساب الجاري وتم تمويله جزئيا من خلال المحفظة، والتدفقات المصرفية التي تنخفض الآن بشكل حاد في غمرة الاتجاه العالمي للتخلي عن الاقتراض لتحقيق الفاعلية المالية. وتظهر حتى بلدان الميزانيات العامة القوية أنها معرضة للمخاطر من جراء سرعة نمو الائتمان المصرفي الخاص والإفراط

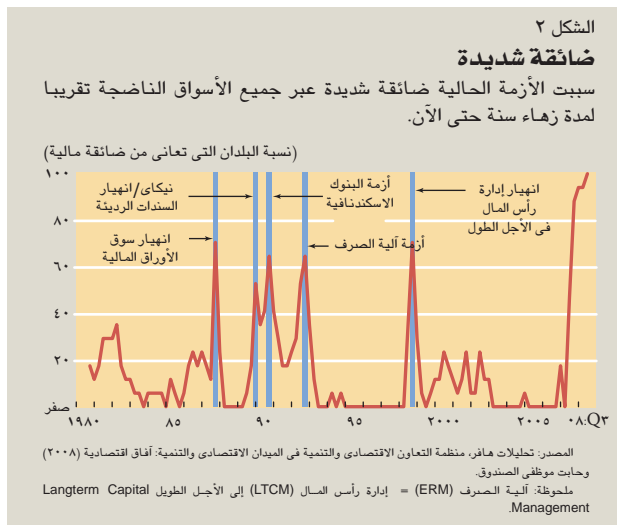
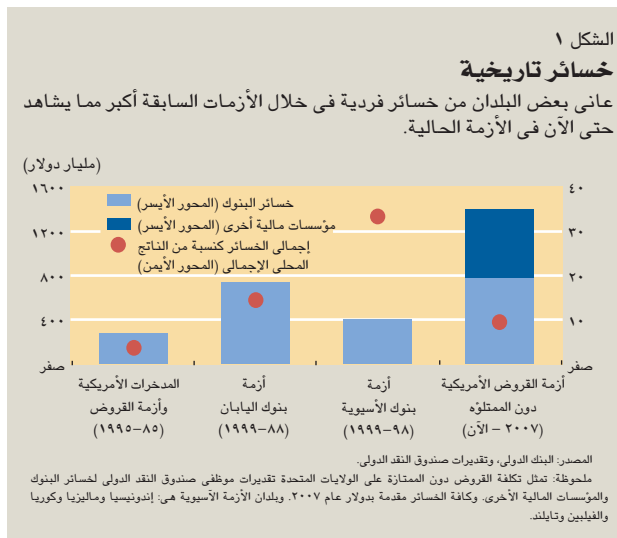
ومن ثم فإن المؤكد هو أن هذه الأزمة استثنائية في عمقها ومداهما وضراوتها. ولكن هل تشابه الانهيار المالي الذي شاهدناه في الثلاثينيات؟ ليس بالضبط. ففيما بين عام ١٩٢٩ وعام ١٩٣٣ أغلق ٢٥٠٠ بنك في الولايات المتحدة وانكمش الائتمان المصرفي بمقدار الثلث. وهبطت سوق الأوراق المالية بنسبة ٧٥ في المائة عن أعلى نقطة بلغها، وارتفعت البطالة إلى ما يزيد على ٢٥ في المائة. فضلا عن هذا، فإن أثر الكساد العظيم تم الإحساس به في سلسلة من حالات الكساد العميق في جميع أنحاء العالم. أما ما رأيناه حتى الآن فما زال يبدو أنه قد تم احتواؤه وفقا لهذه المعايير فقد كان إغلاق البنوك محدودا جدا، وكانت خسائر الودائع وغيرها من الاستحقاقات على البنوك في حدودها الدنيا، نظرا للسرعة التي تصرف بها المنظمون للتعامل مع المؤسسات المنهاره. وحتى الآن، على الأقل، استدام الائتمان المصرفي نظرا للوقت الطويل الذي عملت فيه السلطات لمنع انهيارا عميقا مدمرا في رعو أسواق البنوك، حتى لو تطلب هذا التفتيش بعمق في صندوق عدة الطوارئ التقليدي الذي يضم التأمين وضخ رأس المال العام.

ارتباطات معقده

ما هو تأثير هذه الأزمة على الاقتصاد العالمي؟ إن الآثار معقدة، وتعمل من خلال عديد من القنوات. أولاها وأهمها، احتمال التقييد الشديد لفرص الحصول على الائتمان المصرفي لفترة كبيرة، نظرا لأن البنوك تسعى إلى خفض الاقتراض لتحقيق الفاعلية المالية وإعادة بناء قواعد رأس المال ولقد تم بالفعل التشدد في معايير البنوك للإقراض بصورة حادة، ويحتمل أن تزداد تشددا عندما يضخم ضعف الاقتصاد خسائر البنوك، حتى عندما تقدم الحكومة الأموال العامة للمساعدة في تقوية قواعد رأس المال. ثانيها، ضاقت فرص الوصول إلى أسواق سندات الديون بدرجة مثيرة، ليس فقط بالنسبة للمقرضين الأدنى درجة والأكثر مخاطرة، ولكن حتى بالنسبة إلى المصدرين ذوي التصنيف الممتاز وللسندات قصيرة الأجل مثل الأوراق التجارية التي عادة ما تكون محصنة من هذه المخاطر. ثالثها، قوض هبوط أسعار الأسهم وقيمة العقارات السكنية صافي ثروة الأسرة المعيشية. فعلى سبيل المثال، انخفض صافي ثروة الأسرة المعيشية في الولايات المتحدة بما يقدر بنسبة ١٥ في المائة في خلال العام الماضي. رابعها، تواجه الاقتصادات الناشئة أيضا قيودا أكثر تشددا على التمويل الخارجي، عندما حد التخلي عن الاقتراض لتحقيق الفاعلية المالية على النطاق العالمي وزيادة النفور من المخاطر من اهتمام المستثمرين بهذه الأسواق.

ما مدى ضخامة الأثر الكلي؟ يمكن الحصول على بعض الرؤى الناقبة من خلال الاطلاع على السجل التاريخي لما حدث في النشاط الاقتصادي عقب الأزمات المالية في الماضي. للوهلة الأولى نجد الدلائل مختلطة. وقد وجدت الدراسة الأخيرة لآفاق الاقتصاد العالمي أن النصف فقط من ١١٣ من وقائع الضائقة المالية خلال السنوات الثلاثين الأخيرة تبعها تباطؤ اقتصادي أو كساد. وعلى أية حال، فإن خصائص واقعة الضائقة محدد رئيسي لنطاق تأثيرها على الاقتصاد الكلي. وتتجه الوقائع المصحوبة بأزمات مصرفية إلى أن يكون تأثيرها الاقتصادي الكلي أشد. والواقع أن حالات الكساد المصحوبة بأزمة مصرفية تتجه إلى الاستمرار لمدة تعادل الضعف، كما تبلغ الضعف في شدتها، وهو ما يعني ضمنا أن تكون الخسائر المجمعة أربعة أمثال. كما أن الوقائع التي تستمر فيها الضائقة المالية لمدة أطول يحتمل أن تكون أكثر تدميرا.

والشروط المسبقة لها أيضا أهميتها الحاسمة في تقرير أثر الضائقة المالية على الاقتصاد الكلي. وأحد مصادر المرونة بالنسبة للاقتصاد العالمي هو أن ميزانيات الشركات كانت قوية بصفة عامة عندما ألمت بها الواقعة، بسبب الجهود الكبيرة لإعادة الهيكلة التي تلت انهيار فقاعة الإنترنت الذي حدث في ٢٠٠١-٢٠٠٢. وبصفة عامة، تم تخفيض اقتراض الشركات لتحقيق الفاعلية المالية، وزيادة الربحية إلى

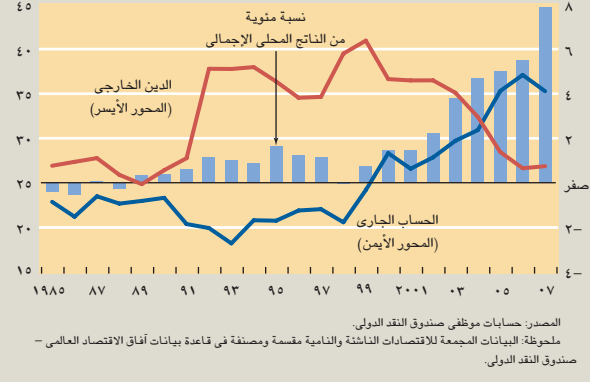


الشكل ٣

في شكل أفضل

يوفر الارتفاع الاحتياطات الأجنبية وانخفاض الدين احتياطيا لكثير، ولكن ليس كل الاقتصادات الناشئة والنامية أثناء هبوط النشاط الاقتصادي.

(استخدام نظم الإدارة المالية العامة القطرية كنسبة مئوية من المعونة التي تصرفها الجهات المانحة للقطاع الحكومي)



في تحديد آجال القروض المقدمة للشركات والأسر المعيشية، وكل ذلك يسهم الآن في التراجع الحاد من الأسواق الناشئة. وقد أدى الهبوط الحاد في أسعار السلع الأساسية - وهو نمط معتاد في أثناء اتجاهات هبوط النشاط الاقتصادي العالمي - إلى إضافة ضغوط على مصدري السلع، وبخاصة أولئك الذين أنفقوا نسبة مرتفعة من الرصيد السابق للإيرادات.

واستنادا إلى هذا السجل التاريخي، يتضح أن الاقتصاد العالمي مهيباً لهبوط ضخم في النشاط الاقتصادي. وبالفعل فقد تباطأ النشاط، وتهافت ثقة كل من المستهلكين ودوائر الأعمال وفي عام ٢٠٠٩، وطبقا لما يتنبأ به صندوق النقد الدولي في آخر تنبؤاته العالمية، يتوقع أن ينكمش النشاط في البلدان المتقدمة على أساس سنوي لأول مرة في فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية. كما أن الاقتصادات الناشئة مهيباً لهبوط بدرجة كبيرة في مجموعها، ويكون الهبوط أشد قسوة في البلدان الأكثر تعرضا للمخاطر، على الرغم من أن المرونة الموجودة في الاقتصادات الكبرى مثل الصين ستوفر بعض الدعم للاقتصاد العالمي.

دروس من التاريخ

وبالتالي، ماذا يمكن للتاريخ أن يعلمنا بشأن احتواء الأضرار وتقليل مخاطر الهبوط على الاقتصاد العالمي لأدنى حد؟ الدرس الأول والأكثر أهمية الذي نتعلمه من كل كارثة مالية منذ الركود العظيم هو ضرورة التحرك مبكرا، والعمل بإقدام، والعمل بشكل شامل للتصدى إلى الضغوط المالية. ويجب إعطاء الأولوية لإطفاء الحريق، حتى إذا كانت هناك إجراءات تقليدية مطلوبة فلن يتم تنفيذها إلا في سياق حدث نظامي. وكما قال لاري سومرز وزير خزانة الولايات المتحدة السابق، فإنه عندما تتطرف الأسواق، يجب على صناعات السياسات أن يتطرفوا هم أيضا. وهكذا، فإن الكساد العظيم أصبح بهذه الضخامة جزئيا لأنه في خلال السنوات الأربع التي تلت انهيار سوق الأوراق المالية في عام ١٩٢٩، انتهج صناعات السياسات سياسات تقليدية سمحت بتقليص الائتمان، وبانهيار البنوك، وللأزمة بأن تتفاقم ذاتيا. وصناعات السياسات اليوم على وعي بهذه السابقة المثيرة للشعيرة، بمن فيهم رئيس مجلس إدارة الاحتياطي الفيدرالي بن برنانكي الذي درس هذه الفترة عن كثب للمساعدة في فهم كيفية الارتباط فيما بين القطاعات المالية والقطاعات العينية في الاقتصاد (Bernanke 1983) وهناك قصة أحدث، تدعو للاحتياط قدمتها اليابان في التسعينيات، حيث

تم السماح لتأثير انهيار فقاعات أسعار الأسهم والبيوت على ميزانيات البنوك والشركات، بالاستمرار دون علاج لعدة سنوات، مما أسهم في استمرار ضعف النمو عقدا كاملا (انظر الطريق إلى التعافي، وجهة نظر من اليابان ص ٢٤-٢٥ في هذا العدد). وهناك حالة أخرى إيجابية بدرجة أكبر هي الاستجابة القوية إزاء أزمات البنوك الإسكندنافية في أوائل التسعينيات، والتي خلقت ظروفًا تهيئ لانتعاش اقتصادي بعد اتجاه هبوط في النشاط الاقتصادي (انظر حلول ستوكهولم «ص ٢١-٢٣ في هذا العدد)

ويتمثل الدرس الثاني المهم في قيمة تقديم دعم الاقتصاد الكلي متوازيا مع الإجراءات المالية. وفي ضوء الفعالية المحدودة للسياسة النقدية بسبب الاضطرابات المالية، يجب أن يلعب الحافز المالي دورا مهما للمساعدة في المحافظة على قوة دفع الاقتصاد الحقيقي والحد من التغذية المرتدة السلبية بين القطاع المالي والقطاع العيني. والواقع، أنه يولي اهتمام متزايد الآن لتعزيز الإنفاق على البنية الأساسية، المماثلة لبرامج الأشغال العامة في خلال فترة الكساد، إلا أنه، كما يوضح المثال الياباني، فإن دعم الاقتصاد لا يوفر في حد ذاته سوى مجال للتقاط الأنفاس، وليس علاجًا؛ ومن الأمور الأساسية استخدام الفرصة المتوافرة للتصدى للمشاكل المالية الأساسية وإلا فإن النتيجة ستكون سلسلة من الحزم المالية متناقصة التأثير. وينبغي أيضا إدراك أنه سيكون هناك مجال محدود لاستجابة الاقتصاد الكلي في البلدان التي يكون فيها ضعف إدارة القطاع العام مصدرا مكملًا، مثلما كان عليه الحال غالبا في أزمات الأسواق الناشئة.

والدرس الثالث هو الحاجة إلى حلول سياسية تطبق على المستوى العالمي. ومرة أخرى، يوفر الكساد العظيم مثلا كلاسيكيا لما لا يجب عمله وهو ارتفاع الرسوم الجمركية تحت شعار «إفقار الجار» طبقا لقانون سموت - هولي للتعريفات الجمركية في الولايات المتحدة، والذي أسهم في نقل الأزمة دوليا حول العالم. ويمكن استخلاص أمثلة أخرى لآثار العدوى السلبية للقرارات السياسية في بلد ما على البلدان الأخرى من أزمات الديون في أمريكا اللاتينية منذ الثمانينيات، وأيضا من الأزمة الآسيوية.

وبشكل أكثر إيجابية، يمكن القول بأن الأشهر الأخيرة قد أظهرت بوضوح مزايا الجهود المنسقة دوليا، بما في ذلك الجهود المبذولة لضمان دعم السيولة، وتعزيز حماية الودائع، والتعرض للمخاطر فيما بين البنوك، وحل المؤسسات الفاشلة، وتيسير السياسة النقدية. كما جرى إعداد إجراءات لضمان كفاية التمويل الخارجي للبلدان التي تأثرت بالعدوى من الأزمة، بما في ذلك اتخاذ خطوات لزيادة توافر قروض صندوق النقد الدولي.

والقول الفصل هو أنه من خلال تعلم الدروس المستفادة من التجارب، يمكننا أن نتجنب أسوأ ما حدث في الماضي. لقد ضربت الاقتصاد العالمي أزمة مالية حاشدة، ولكن يمكن احتواء الأضرار من خلال إجراءات قوية ومتناسقة لإصلاح الضرر المالي، ودعم النشاط، وضمان استمرار فرص الحصول على التمويل الخارجي. ■

تشارلز كوليز نائب مدير في دائرة البحوث بصندوق النقد الدولي.

المراجع:

Bernanke, Ben, 1983, "Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression," American Economic Review, Vol. 73 (June), pp. 257-76.

IMF, 2008, Global Financial Stability Report (Washington), October.

Lall, Subir, Roberto Cardarelli, and Selim Elekdag, 2008, "Financial Stress and Economic Downturns," in World Economic Outlook (Washington: IMF), October.