

أزمة ينبغي تذكرها

مبهر تحديث الإطار
متعدد الأطراف



صفوف من المساكن في نيويورك سيتي

محمد العريان

Mohamed A. El-Erian

قطاعات الاقتصاد اقترضا لتحقيق الفاعلية المالية، وهو قطاع كان الأقل من ناحية تلقى دعم لرأس المال، وأقل شفافية، وأضعف من ناحية الالتزام بالحرص الكافي: وهو قطاع الرهونات دون الممتازة في الولايات المتحدة. وفي البداية، شعر النسبة الغالبة من صناعات السياسات والمشاركين في السوق بأن هذا الضرر يمكن عزله واحتاؤه. وقد عكس هذا جزئيا ثقة لا أساس لها في عدد كبير من الأساليب الحديثة لإدارة المخاطر، التي تم التمكين لها من خلال انتشار المنتجات المشتقة والمهيكلية. كما عكس هذا جزئيا معلومات غير كافية عن مدى عدوى مخاطر الديون دون الممتازة في عدد من الميزانيات.

القطاع المالي. كان القطاع المالي هو القسم الرئيسي الثاني في المعاناة من الهبوط، ابتداء من ٢٠٠٧ (انظر شكل ٢). في بداية الأمر كانت العملية منظمة. وسعت المؤسسات، ونجحت إلى حد كبير في تعبئة، رأس مال جديد لدعم ميزانياتها المجهدة. وبينما كانت تجمع رأس المال، اعترفت بخسائرها، وتطلعت للمضي قدما إلى الأمام.

إلا أنه مع تسارع الهبوط في قطاع الإسكان، وانتشار آثاره، كان على البنوك أن تلهث جريا لمجرد البقاء في أماكنها. وأصبح الانخفاض المتكرر الناتج عن ذلك في عدد المساهمين واضحا وجليا أمام الجميع، وكانت تكلفته شديدة. ونتيجة لذلك، انتهى الأمر بمعظم مقدمي رؤوس الأموال إلى القول «لا مزيد»، وتراجعوا إلى صفوف المتفرجين.

وفي ظل هذه الظروف، وعلى الرغم من محاولات الحد من الائتمان في أماكن أخرى، فقد تركت البنوك مع خيارين استراتيجيين هما: بيع الأصول و/أو التخلص من الأعمال. إلا أن ما كان معقولا بالنسبة لمؤسسة ما بمفردها، اكتسح النظام بأكمله. وفي مثال كلاسيكي «لمغالطة التكوين» الخبيثة، لم يتمكن النظام حتى من الاقتراب من التكيف مع رغبة كل شخص في البيع بدون إنكفاء نيران انكماش أكبر في أسعار الأصول. وقد فاقم هذا، بدوره، المشاكل المبدئية.

هذه هي لحظة القرار بالنسبة للنظام المالي العالمي، وبالتداعي، للعلاقات بين البلدان. إذ يتغير المشهد المؤسسي الخاص بصناعة السياسات بصورة سريعة وبطريقة لا يمكن التنبؤ بها. وهذه التغييرات لا تحركها خطة رئيسية ولكن سلسلة من ردود الفعل المنفصلة إزاء الأزمة المالية العالمية. ونتيجة لهذا أصبحت حوادث السوق وأخطاء السياسات أمرا حتميا إلى حد كبير. ومن ثم، ففي هذه العملية، يبدو عدم كفاية التنسيق المتعدد الأطراف حاليا ظاهرا للعريان، وبالنسبة للكافة.

وبالنظر إلى المستقبل، توجد هناك حاجة لفحص الأفكار والدوافع في البلدان التي كان تأثير الأزمة أكثر سوءا للحصول على رؤية عن كيفية المضي قدما إلى الأمام. إن النظام المالي لن يعود ليستقر على ما كان عليه منذ عام واحد فقط، كما أن الأثر الأطول أجلا للأزمة على الاقتصاد الحقيقي - بما في ذلك الأثر على الإنتاجية وعلى اتجاهات العمالة - سيغير أسس الاقتصاد العالمي. وكل هذا يقام الحاجة إلى إجراء تحديث عاجل وجرىء للإطار متعدد الأطراف.

أزمة قيد الصنع

كيف وصلنا إلى هذا ومن ينبغي توجيه اللوم له؟ مع المخاطرة بالإفراط في التبسيط، نقول إن الأزمة تسبب فيها عاملان من بين نواحي الضعف الهيكلية طويلة الأمد: الأول، عدم الاقتراض لتحقيق الفاعلية المالية المتزامن في ثلاثة أقسام رئيسية في الاقتصاد العالمي - قطاع الإسكان، والقطاع المالي، والطلب الاستهلاكي في الولايات المتحدة؛ والثاني: عدم عجز كل من الأسواق والسياسات عن التكيف سريعا مع عدم الاقتراض الكثيف هذا لتحقيق الفاعلية المالية على المستويين القومي والدولي.

قطاع الإسكان. كان الإسكان هو القسم الرئيسي الأول الذي عانى من الهبوط، ابتداء من عام ٢٠٠٦ (انظر الشكل ١). وكان الشعور بالضرر فوريا في أكثر

في ذلك رأس المال الضخم المتراكم في الأسواق الناشئة (ويكمن جزء كبير منها في صناديق ثروة سيادية منشأة منذ زمن طويل أو جديدة). فضلا عن هذا، ففي بداية الأزمة كان قطاع الشركات غنيا بالنقد، وكان نمو الأسواق الناشئة نشيطا، يحركه نمو بغرض اللحاق مرتفع تاريخيا في اقتصادات كانت مهمة باستمرار مثل الهند والصين. إلا أن الطبيعة المتسارعة والمعقدة لعملية التخلي عن الاقتراض لتحقيق الفاعلية المالية، أضعفت قوى الاستقرار. كما تراجعت صناديق الثروة السيادية إلى صفوف المتفرجين انتظارا لعودة الاستقرار إلى الأسواق والتزاما بالحكمة الخاصة بالأسواق المضطربة والتي أُنبتت الزمن: وهي «هناك أوقات يساورك فيها القلق على «عائد» رأس مالك، وهناك أوقات تقلق فيها على «عودة رأسمالك»».

واصطحب سكون صناديق الثروة السيادية بازدياد اتجاه قطاع الشركات في الولايات المتحدة نحو التهام الاحتياطات النقدية، وتسارعت هذه العملية نظرا لأن انخفاض الطلب قد أدى إلى انخفاض الإيرادات، ونظرا لأن شرائح مختلفة من أسواق التمويل، مثل أسواق الأوراق التجارية، أُغلقت. مما جعل الشركات، حيثما كانت تتمتع بالمرونة، تلجأ لاعتماد حدود تمويل الطوارئ التي كان قد تم الترتيب لها قبل ذلك مع البنوك - وهو ما أدى إلى تفاقم مشاكل الميزانيات، هناك، أيضا.

زاوية الفصل

وإن ضعفت مفاتيح قطع الدائرة الكهربائية هذه، تحول محور التركيز إلى قدرة الاقتصاد العالمي على استخدام النمو الاقتصادي كي يعوض جزئيا عن الضرر الذي سببه التخلي عن الاقتراض لتحقيق الفاعلية المالية. وكان من الطبيعي أن يتركز الانتباه على الاقتصادات الناشئة، والتي كانت أكثر محركات النمو العالمي ديناميكية في السنوات الأخيرة (انظر الشكل ٣).

وتظهر أحدث الأدلة أن النمو في الاقتصادات الناشئة قد بدأ يتواضع - جزئيا كرد فعل لهبوط طلب الولايات المتحدة على صادراتها، وجزئيا كرد فعل للسياسة النقدية المتشددة في الربع الثاني من عام ٢٠٠٨، والتي صممت لتعويض الضغوط التضخمية المرتفعة. وقد عمل هذا التباطؤ على بلورة، ما كان يعتبر حتى الآن إفراطا في التبسيط للجدل حول العلاقة المتطورة بين الاقتصادات الناشئة والصناعية. وينبغي للجدل ألا يوضع في إطار «الفصل»، مقابل «إعادة الالتحام» ولكن في إطار ما إذا كان الفصل قويا أم ضعيفا.

والشكل القوي لافتراض الفصل يدعو إلى زيادة النمو في الاقتصادات الصاعدة بينما يهبط في الدول الصناعية. وهو أمر بعيد الاحتمال في عالم اليوم المتشابك فيما بينه، خاصة عندما تكون الولايات المتحدة - أكبر الاقتصادات العالمية وجهة الإصدار للنقد الاحتياطي - تواجه هذه الرياح المعاكسة.

ومع ذلك، فإن البديل الضعيف يدعو إلى إبطاء النمو في الاقتصادات الصاعدة عما حققه تاريخيا، نظرا للتطورات في البلدان الصناعية. وفي هذه العملية، ستستفيد الاقتصادات الناشئة من عوامل التعويض كالمطلب الاستهلاكي المحلي المحتج، وارتفاع المدخرات المحلية، والاحتياطات الدولية الضخمة، واتساع مجال المناورة عندما يتعلق الأمر بسياسات الاقتصاد الكلي لمواجهة التقلبات الدورية.

وحتى لو صدق البديل الضعيف لافتراض الفصل، فليس من المرجح التغلب على التأثير العكسي للتخلي عن الاقتراض لتحقيق الفاعلية المالية على المستوى العالمي، وتخفيض أعداد الفقراء وعلى الرفاهة بأى طريقة ذات مغزى. وهو ما يفسر إجراءات السياسة الجريئة التي اتخذت في أرجاء العالم، والتي تستهدف:

الطلب الاستهلاكي في الولايات المتحدة. تضمنت هذه التطورات السلبية بالقسم الثالث الذي بدأ يضعف في عام ٢٠٠٨: وهم المستهلكون في الولايات المتحدة. إذ أنه بعد فترة ممتدة أفق المستهلكون في خلالها ما يزيد كثيرا على دخولهم، بدأوا يستسلمون للضغوط المجمععة للأسعار الأكثر ارتفاعا وخسائر البطالة، ونقص توافر الائتمان. ومع هبوط قيمة المساكن، لم تعد إعادة تمويل الرهون توفر سبيلا سهلا لتحويل بقية حقوق الملكية في المنازل إلى نقود. ونتيجة لذلك، لم يعد المستهلكون يستطيعون استخدام منازلهم كماكينات آلية لصرف النقود.

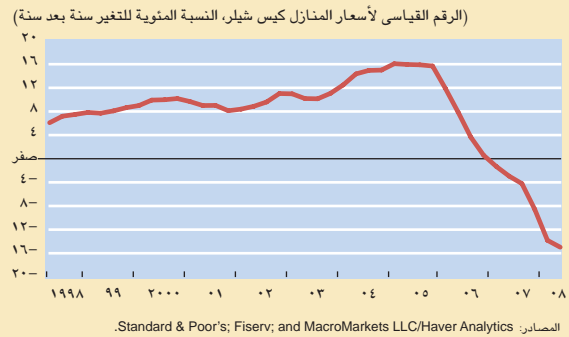
وقد عمل إضعاف طلب المستهلكين أيضا كمنبه مهم للتذكير بسمعة مستترة إلى حد كبير إلا أنها مثيرة للفوضى بنفس القدر: وهي تفعيل حلقات التعذية المرتدة السلبية. وقد فاقم إضعاف طلب المستهلكين هبوط الطلب على المنازل. كما تقوضت أيضا قوة قروض السيارات ودمم بطاقات الائتمان، مما زاد الضغط على ميزانيات المؤسسات المالية. ومع زيادة تراجع البنوك عن إقراض منشآت الأعمال، ازداد الضغط على المستهلكين.

كواصر الحلقة

دخل النظام العالمي إلى هذه المرحلة من التخلي عن الاقتراض بعدد من «مفاتيح قطع الدائرة الكهربائية» المتوافرة. واتخذت هذه شكل ميزانيات نظيفة نسبيا، بما

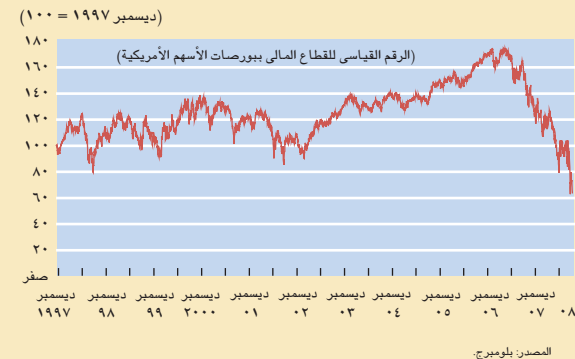
الشكل ١
انخفاض ضخم

بدأت أسعار المنازل في الولايات المتحدة التي بلغت ١٦ في المائة تهبط في ٢٠٠٦.



الشكل ٢
سوق هابطة

شهدت أسهم القطاع المالي انخفاضا متسارعا منذ يونيو ٢٠٠٧.

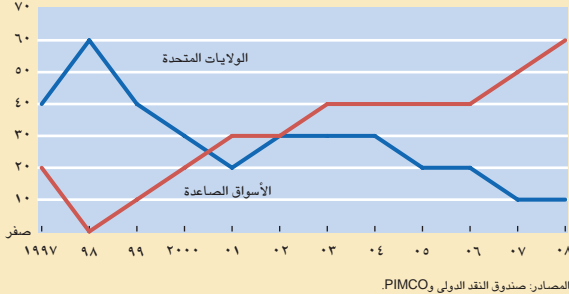


الشكل ٣

قائمة جديدة؟

أصبحت دول الأسواق الناشئة هي المحركات الرئيسية لنمو الاقتصاد العالمي.

(الإسهام في نمو الناتج المحلي الإجمالي العالمي، نسبة مئوية)



المصدر: صندوق النقد الدولي و PIMCO.

للاقتصادات الناشئة المعرضة للمخاطر. ورغم كل شيء، فإن التخلي عن الاقتراض لتحقيق الفاعلية المالية لم يكن سوى كارثة نظامية أصابت قلب النظام المالي العالمي. وقد أثرت في «السلع العامة العالمية» شديدة الأهمية بالنسبة لرفاهة عدد ضخم من البلدان (مثل وضع الدولار كعملة للاحتياطي، إمكانية التنبؤ بأكثر الأسواق الحكومية سيولة في العالم، وسلاسة أداء نظام المدفوعات والتسويات الذي تستخدمه معظم البلدان).

والمفارقة أن صندوق النقد الدولي لم يكن يعاني من نقص التحليل. فقد حددت المؤسسة في وقت مبكر المسؤولية القومية المشتركة عن تصحيح الاختلالات العالمية المتنامية. وفضلا عن هذا، فقد كان هناك تأييد عام لاستجابة السياسات التي ينادى بها صندوق النقد الدولي وآخرون. وبينما كان صندوق النقد الدولي يعيد تجهيز تحليلاته للقطاع المالي بالأدوات ويعززها، فقد حدد عمله بعض قضايا السياسات الرئيسية.

إلا أنه تم تجاهل آراء ونصائح صندوق النقد الدولي لحد كبير، ولم يف بدور «المستشار حسن الاطلاع الموثوق به». وفي الوقت نفسه، وصل النظام العالمي إلى نقطة استنفاد الدين قبل الشروع في التخلي عن الاقتراض لتحقيق الفاعلية المالية على نحو يتسم بالفوضى التي نجد أنفسنا فيها الآن.

وبتجنب الحلول السياسية العلوية في البدء - والتي قدمت فجأة كاستجابة متعددة الأطراف ومنسقة - تكبد النظام العالمي تكاليف كبيرة. وتتضمن هذه زيادة الدخل الضائع، وعدم الاستقرار المالي، والبطالة. ودعونا لا ننسى أن معظم شرائح مجتمعنا المعرضة للمعاناة هي الأكثر تعرضا للمخاطر.

مازق المساجين

في نهاية المطاف، لقد فشل الحل السياسي العالمي المنظم بسبب أوجه الضعف القومية وعجز صندوق النقد الدولي وغيره من الآليات متعددة الأطراف (مثل مجموعة البلدان الصناعية الكبرى السبع) عن التغلب على مشاكل التنسيق الدولي. وكان لدى كل اقتصاد رئيسي في النظام العالمي مصلحة في الوصول إلى نتيجة سلسة. إلا أنه، فيما هو معروف في أدبيات نظرية اللعبة باسم «مازق المساجين»، فإن أول المتحركين على جبهة السياسة يخاطرون بأن يصبحوا أسوأ حالا إذا لم يتبعهم الآخرون في التوقيت المناسب.

ولافتقاره إلى الشرعية والتمثيل الكافيين، كان الإطار الدولي متعدد الأطراف أضعف من أن يوفر الضمانات الضرورية بأن السياسات الوقائية لأي بلد بمفرده سيصبحها عمل لدعما من جانب الآخرين. ونتيجة لهذا، لم يحرك أي بلد بشكل حاسم وفي - الوقت المضبوط - لإصلاح الاختلالات في التوازن.

وهذا الدرس ينبغي التمسك به في الصدارة وفي المركز عندما يشرع النظام العالمي فيما يحتمل أن يكون فترة طويلة لإعادة التأهيل والإصلاح. إن عالما مترابطا يتطلب ما هو أكثر من السياسات القومية في التوقيت المضبوط إذا كان المراد هو تحقيق نمو أكبر، وتخفيض أعداد الفقراء والاستقرار المالي. والأمر يقتضى سياسات قومية توجه قدر أكبر من الاهتمام ل نطاق عريض من الآثار الممتدة عبر الحدود. ولن يحدث أي شيء من هذا بدون تحديث جرىء لنظام تنسيق السياسات الدولية. وما لم نقم بتحديث معمارنا المالي العالمي الآن، لقضى علينا بأن نكرر أخطاء الماضي. ■

محمد العريان - يعمل رئيسا تنفيذيا مشاركا، ومسئولا رئيسيا مشاركا للاستثمار في بيمكو. وقد عمل في هيئة موظفي صندوق النقد الدولي من ١٩٨٢ إلى ١٩٩٧.

• استعادة التدفق السلس للنقد والضمانات، بما في ذلك تجديد الثقة في نظام المدفوعات والتسويات.

• ضخ رؤوس أموال في البنوك وغيرها من المؤسسات المالية،

• إزالة شبح التهديد المرتبط بعدم شفافية الأصول وتعقدتها

• تغيير أثر بعض السياسات التنظيمية المعينة لضمان قدر أعظم من

مواجهة التقلبات الدورية

وبينما مضت إجراءات السياسات في التطبيق، أعادت ديناميكيات التخلي عن الاقتراض لتحقيق الفاعلية المالية تحديد المشهد المالي العام في الولايات المتحدة. وتذكر فحسب أنه: في عام ٢٠٠٨ تم إلغاء الفروق بين البنوك التجارية وبنوك الاستثمار وأن بعض بنوك الاستثمار التي تعتبر أيقونة مثل بير ستيرنز وليمان براندرز لم تعد موجودة؛ كما أصبح ميريل لينش جزءا من بنك أوف أميركا؛ كما تم استيعاب بنكين من أعلى البنوك مكانة وهما واتشوفيا وأشنتوتون ميوتشوال في مؤسسات أكثر صحة وقوة، كما تلقت أكبر شركة تأمين في العالم AIG حقنة طارئة من رأس المال من بنك الاحتياطي الاتحادي.

صندوق النقد الدولي

عندما تهدأ العاصفة في خلال الأشهر القادمة، سيستخدم الجدول حول الكيفية التي دلف بها النظام إلى مثل تلك الفوضى. وفي الواقع، فإنني بينما أكتب هذا المقال، يدور الحديث عن مؤتمر بريوتون وودز جديد. وأظن أن المناقشات ستضم عددا كبيرا من الكيانات، بما في ذلك البنوك والمستثمرين، ووكالات التصنيف الائتماني، والمنظمون وكذلك العنصر الأكثر أهمية وهم مديرو المخاطر في كلا القطاعين العام والخاص. وستتناول المناقشات أيضا ما إذا كانت تتوافر لصناع السياسات وتحت تصرفهم أدوات السياسة السليمة لاستخدامها فور إدراكهم للتحديات التي تواجه النظام المالي.

لا ريب في أنه سيتم استخلاص كثير من النتائج - بعضها صالح وبعضها الآخر أقل صلاحية. وأعتقد أن النتيجة التي سيكون لها أكبر صدى هي أن نواحي النشاط المالي العالمي قد تجاوزت كثيرا قدرة النظام على التكيف مع تلك النواحي من النشاط بطريقة منظمة. ويمكن القول ببساطة، أن البنية الأساسية للنظام - على كل من المستويين المحلي والعالمي - قد خذلتنا.

وعلى المستوى العالمي، فإن الجدول سيتركز بدون شك على غياب المشاركة النشيطة لصندوق النقد الدولي - حتى الآن، على الأقل، في مساعدته ودعمه