

# حلول ستوكهولم

إن الدرس الحاسم من تجربة دول الشمال هو الحاجة إلى تدخل بارز من الدولة في حل الأزمة

ستيفان انجفر وجوران ليند

Stefan Ingves and Göran Lind

**منذ** بداية الاضطراب المالي الحالي الذى بدأ فى الولايات المتحدة، وصناع السياسات يبحثون فى الأزمات المالية والمصرفية السابقة ليتعلموا الدروس عن كيفية التصدى بنجاح لعقابيلها. وقد نظر كثيرون إلى حالة السويد وغيرها من دول الشمال التى أُلِّمَتْ بها أزمات مالية فى أوائل التسعينيات. لقد كانت الاضطرابات فى دول الشمال فى أوائل التسعينيات أول الأزمات النظامية فى البلدان الصناعية منذ الثلاثينيات، إذا تغاضينا عن المشاكل المصرفية المتصلة مباشرة بالحرب العالمية الثانية. وقد سبقت أزمة دول الشمال الأزمة التى تمت دراستها على نطاق واسع، وهى أزمة المدخرات والقروض فى الولايات المتحدة والتى لم تكن فى حقيقتها أزمة نظامية، ولكنها أثرت فى قطاع فرعى فى نطاق سوق مالية ضخمة تعمل على ما يرام فى غير ذلك.

وبهذا كانت أزمة دول الشمال المالية بمثابة تنبيه لفتح العيون، وكان التساؤل هو كيف يمكن وقوع هذه المشاكل فى اقتصادات ونظم مالية تعد فى غير هذا جيدة التنظيم والإدارة؟ إن السبب فى أننا مازلنا نفكر فيه، هو أن بلدان الشمال قد أوضحت لنا كيفية التعامل الفعال مع مثل هذه الأزمات. لقد علّمت دول الشمال العالم دروسا مدهشة عن الحاجة إلى تدخل بارز للدولة فى حل المشاكل: وقد كانت الدولة، وليس القطاع الخاص هى التى قادت عملية إعادة الهيكلة النظامية، وساعية لإدخال ملاك ومستثمرى القطاع الخاص بأكبر قدر ممكن. كما أظهرت ردود فعل بلدان الشمال أيضا دور الدولة فى حماية قيم أصول البنوك عند انهيار أسواق الأصول الخاصة، وكيفية استخدام شركات خاصة لإدارة الأصول ووحدات تسوية الديون التى ينبغى أن تكون مملوكة للحكومة، إذا لم يتوافر مستثمرون من القطاع الخاص - نظرا لأنها نادرا ما وقعت فى أزمة نظام. وتستطيع هذه الجهات أن تحمى القيمة من خلال الإدارة الحريصة وتجنب الخسائر التى يسببها حرق المبيعات. وقد شارك مؤلفا هذا المقال بعمق فى حل الأزمة السويدية فى الفترة ٩١-١٩٩٣، ومن ثم فإن المقال يركّز على التجربة السويدية وكيفية ارتباطها بالاضطراب الحالي.

## أنماط الأزمات

أدى الاضطراب المالي الدولي بكثير من المنغمسين فى الأسواق المالية، إلى إعادة النظر فى معتقداتهم الراسخة منذ زمن طويل عن كيفية عمل الأسواق. ومع ذلك، فإننا قد رأينا كثيرا من هذا من قبل - ولكن على نطاق أصغر.

إن كل أزمة مصرفية تكشف توليفة مختلفة من الأسباب، ولكن المكونات الرئيسية للأزمة دائما ما تكون موجودة، كما كانت فى دول الشمال: أداء مصرفى سيئ، وعدم كفاية انضباط السوق، وإشراف وتنظيم مصرفى ضعيف، إلى جانب عدم كفاية سياسات الاقتصاد الكلى المتعلقة بالتحريك المالي.

وتتبع الأزمات المالية نمطا مشتركا فور نشوبها:

- تصبح نواحي الضعف الأساسية
- يطلق حدث معين العنان لأزمة حادة.
- تمتد الأزمة وتتفاقم.
- تتخذ خطوات لتخفيف وحل الأزمة.

ويتناول تحليلنا النظر في بعض أوجه التشابه والاختلاف بين الأزمة السويدية والأزمة الحالية ويقترح طرقا للتعامل مع الوضع الحالي.

### نواحي الضعف الأساسية - بعض وجوه الشبه

إن السبب الأساسي لمعظم الأزمات هو التسبب في منح القروض، التي غالبا ما تتعلق بالعقارات، على أساس تقديرات المخاطر مفرطة في التفاؤل فيما يتصل بسهولة الحصول على الأموال واختلالات توازن الاقتصاد الكلي. وعادة ما تتسم الدورات الخاصة بالعقارات بطول مدتها، ومن ثم يبدو أن المستثمرين ومقدمي الائتمان يتجاهلون احتمالات هبوط النشاط الاقتصادي في المستقبل، ويبيحسون تقدير المخاطر، ويقدمون مبالغ أكثر مما يجب من الائتمان، وبذلك يدعمون فقاعات المضاربة.

وغالبا ما يتفاقم الوضع من خلال تلفه السياسيين حسنى النية بتشجيع بناء المساكن. ذلك أن توسيع وتحديث رصيد الإسكان من الأهداف الأثيرة. وتدعم الحوافز العامة الطلب على العقارات السكنية، خاصة بالنسبة للمستثمرين الأقل جدارة بالائتمان. وقبل تحرير سوق الائتمان السويدي، كان التشريع يجبر البنوك على تخصيص حصة كبيرة من مواردها لتمويل الإسكان وغيره من المشروعات العقارية. كانت الضمانات العامة التي تقدم بحكم الأمر الواقع لقروض المنازل وإلى الاستثمار في الإسكان العقاري، مثل تلك التي قدمتها مؤسستا الرهن العملاقان في الولايات المتحدة فاني ماي، وفريدي ماك. وفي الأزمة السويدية كان من الضروري إنفاق مبالغ ضخمة من أموال دافعي الضرائب لإنقاذ الشركات المملوكة للبلديات التي تملك المباني التي تضم الشقق السكنية.

وفي بعض الأحيان، لا تولى المجموعات المصرفية، وغيرها من المشاركين في الأسواق، بل حتى السلطات الرسمية، اهتماما كافيا لتداعيات المخاطر الخارجة عن الميزانية وغيرها من المخاطر المحتملة. ففي الأزمة الحالية مثلا، نجمت المخاطر المالية ومخاطر الشهرة عن أدوات الاستثمار المهيكلة وغيرها من أدوات الائتمان، وكذلك عن الطلب على السيولة المصرفية من الالتزامات الخارجة عن الميزانية. وفي الأزمة السويدية، لعبت شركات التمويل دورا مماثلا لدور أدوات الاستثمار المهيكلة. كانت الشركات تخضع لتنظيمات أقل مما تخضع له البنوك وكانت قد تحملت كثيرا من القروض الأكثر خطورة. وعندما وقعت الشركات في مشاكل السيولة، وجدت البنوك أنه يتعين عليها الاستمرار في تمويل الشركات - التي كانت ترتبط بها بشكل وثيق فعلا، حتى لو كانت هذه الشركات مستقلة من الناحية القانونية.

وعلى الرغم من أن هذا لم يكن موضوعا حاسما في الأزمة السويدية، فإن التأمين المالي مكون مشترك في كثير من الأزمات. ويبدو أن مقدمي التأمين يقطعون التزامات أكثر مما ينبغي في الأوقات الطيبة. وفي أوضاع الأزمة، يزيد مقدمو التأمين ذو الاقتراض المرتفع لتحقيق الفاعلية المالية مشكلة النظام تفاقما.

ويرجع تراكم نواحي الضعف أحيانا إلى الثغرات في التنظيم والإشراف المالي. وعادة ما تحسن التنمية المالية فعالية الوساطة المالية وتوفر خدمات أفضل

وأكثر تنوعا للعملاء. ولكن ذلك يستتبع أيضا مخاطر جديدة، قد لا تكون مفهومة تماما للأسواق أو للسلطات. وفي الحالة السويدية، لم يوضع تركيز المخاطر عند الإفراط في إقراض القطاع العقاري في الاعتبار بشكل كاف. هذا بالإضافة إلى أن البنوك والسلطات لم يدركا المخاطر المحتملة لتقديم القروض بعملات أجنبية إلى مقترضين سويديين دخولهم وأصولهم مسماه بالعملة المحلية. ومن الواضح في الأزمة الدولية الحالية، أنه لا البنوك أو المنظمون درسوا بشكل تام تداعيات النموذج الخاص بالإنشاء من أجل البيع خاصة بالنسبة إلى أدوات الاستثمار المهيكلة وغيرها من وجوه التمويل القائم على أساس المشتقات.

### بعض الاختلافات الرئيسية:

انطوت أزمة بنوك الادخار والإقراض في الولايات المتحدة بصفة رئيسية على التجارة في العقارات، وكانت الأزمة السويدية مزيجا من الأزمة التجارية والعقارية: أما الأزمة الحالية للقروض دون الممتازة فهي في أغلبها أزمة إسكان. ولكن أحد الاختلافات الرئيسية بين الأزمة الحالية والأزمة السويدية هو أن قضايا الائتمان الأساسية الحالية قد تفاقمت من جراء وجود أدوات شديدة التعقيد وارتبطت بالأسواق بقوة - محليا وعالميا.

وعلى الرغم من الارتباطات الدولية كانت قائمة في الأزمات السابقة - مثل حيازة الأجانب للسندات المصدرة في بلدان الأزمة - إلا أن الأصداء الدولية الآن أكثر ضخامة مباشرة. وفي الولايات المتحدة أثرت حالات تعثر الديون دون الممتازة وكذلك الصكوك التي تم الاستدانة بها بهذه القروض تأثيرا كبيرا على البنوك في كثير من البلدان بما فيها فرنسا وألمانيا والمملكة المتحدة. بل إن بعض البلديات النائية في الدائرة القطبية في النرويج عانت من خسائر كبيرة بسبب الصكوك القائمة على أساس القروض دون الممتازة من الولايات المتحدة.

وبالمثل فإن، الارتباطات بين مختلف الأسواق المالية تبدو أكثر وضوحا في هذه المرة. وبالإضافة إلى تأثيره على أسواق الائتمان، فإن التمويل مقابل الأوراق التجارية والسندات المضمونة بالأصول، والأسواق القائمة فيما بين البنوك، والبلديات قد تأثر بصورة قوية. ومن الواضح أن الأسواق الخاصة بالأسهم والأوراق المالية قد تلقت ضربة شديدة في كل من الأسعار والسيولة.

وكانت أكثر المشاكل حدة هي اعتصار السيولة. إذ أنه مع نقص الثقة أحجم من يحوزون سيولة فائضة عن تحويلها حيث تمس الحاجة إليها. ويمكن للسلطات أن تعالج هذه المشكلة، وهي تفعل ذلك في غياب وجود حل من جانب السوق، يمكن أن يكون أقل تكلفة وأقل إثارة ومن ثم يكون مفضلا. وتبعاً لذلك، فإن سرعة استعادة الثقة يجب أن تحظى بالأولوية العليا. ولكن ذلك أصبح الآن أكثر صعوبة، بسبب أن الأدوات المعقدة، وقضايا التقييم والترتيبات المؤسسية تجعل فهم المحللين والأطراف المتعاقدة مع البنوك للمركز المالي الحقيقي للبنوك، أمرا أكثر مشقة. وهم يتساءلون «من هو حقا المعرض للمخاطر في نهاية الأمر لهذه الأصول عديمة القيمة»؟

### حل المشكلة بالأسلوب السويدي

بالمقارنة مع الأزمة الحالية، كانت الأزمة السويدية أزمة ائتمان «خالصة» بدرجة أكبر ومن ثم كان تناولها وتحليلها مباشرين بدرجة أكبر. وقد تم على أساس تنبؤ مسبق، تقدير المدى الحقيقي للخسائر الائتمانية، وغيرها من الأضرار التي لحقت بالبنوك، وعندئذ تمت دعوة ملاك البنوك لضخ رأس المال الإضافي المطلوب، أو ترك الأمر للسلطات السويدية لمعالجة الموقف - والذي كان يعنى ضمنا تقديم

دعم مالى بشروط صارمة، أو حتى تدخل الحكومة وإعادة هيكلة البنوك.

وقد أدركت السلطات السويدية الحاجة إلى استعادة الثقة فى النظام المالى سريعا ولم يكن هناك أى تدافع ملحوظ للسحب من قبل على البنوك، ولكن الدائنين الأجانب للبنوك السويدية بدأوا فى الحد من الائتمانية التى يقدمونها. فقد وجد الدائنون أن من الصعب تقييم أوضاع البنوك كل منها على حدة، ومن ثم خفضوا الخسائر التى يتعرضون لها. وكان على البنوك والسلطات أن تبذل قصارى جهدها لاستعادة الثقة. ولم تكن الكلمات تكفى؛ ولكن كان المطلوب هو العمل.

## إن حل الأزمة يتعلق أساسا باستعادة الثقة . والشفافية هى المفتاح .

ولعبت الشفافية دورا مهما فى استعادة الثقة. إذ قامت السلطات بإجبار البنوك على الإفصاح عن أوضاعها المالية الحقيقية. كذلك السلطات مستعدة لإخطار الجمهور بخطتها وإجراءاتها. وسافر كبار موظفى وزارة المالية إلى بنوك نيويورك ولندن للالتقاء برجال البنوك ومحلى الأسواق. وأثبت هذا نجاحه، وسرعان ما عادت الحدود الائتمانية إلى البنوك السويدية.

وجزء مهم من الشفافية هو القدرة على تحديد قيمة محافظ البنوك، وهو أمر يتميز بالصعوبة إذا ما كانت السيولة ضعيفة فى أسواق الأصول الأساسية، التى لم تكن تقدم معلومات جيدة عن الأسعار. وأجبرت السلطات السويدية البنوك على إجراء تقييم متحفظ لمحافظها، وبصفة خاصة لتعرضها للمخاطر الطرقيه. وتبعاً لذلك، ظهر أن المركز المالى الفورى للبنوك ربما كان أكثر خطورة. بينما تم فى نفس الوقت وضع حد أدنى. وتم تحقيق الاستقرار فى توقعات الأسعار، وعادت الأسواق إلى الاتجاه الصعودى مرة أخرى. وفى بعض الأزمات، عندما حاولت السلطات تخفيف تحركات الأسعار، كانت النتيجة هى استمرار حالة عدم اليقين لمدة أطول، ومن ثم تأخر الاتجاه للصعود.

وتوافق الرأى السياسى شرط مسبق لخلق الثقة. وفى السويد، اتفقت كافة الأحزاب السياسية على إطار لحل الأزمة. وتضمن الإطار هيكلا للتعجيل بالاستجابة وتنسيقها فيما بين السلطات المختصة، مع المحافظة على تكامل كل سلطة. وتم إنشاء هيئة جديدة هى هيئة دعم المصارف، وكان على هذه الهيئة أن تحصل على موافقة البنك المركزى، وهيئة الخدمات المالية السويدية، ومكتب الدين القومى. وما لم يتم التوصل إلى اتفاق- ونادرا ما حدث ذلك- كان الموضوع يحول إلى وزارة المالية. ووجدت البلدان التى لا يوجد بها توافق سياسى فى الرأى، أو التى لا تقوم فيها السلطات بالعمل المنسق معا، صعوبة أكثر فى اتخاذ إجراءات علاجية عاجلة.

وتبين التجربة أهمية التشريع والمؤسسات القانونية للملائمين فى التعامل مع البنوك الضعيفة. ونظرا للافتقار إلى هذه الأدوات، كان على السويد أن ترتجل. كذلك كانت المملكة المتحدة تفتقر إلى وجود إطار مخصص لحل مشكلة البنوك، وهو ما أدى إلى تأخير حل مشكلة بنك نورثرن روك. ولدى الولايات المتحدة هيكلا جيد الإعداد من القوانين والمؤسسات والتشريعات والخبرة التى تطورت تدريجيا، منذ التعثُر المصرفى الضخم وواسع النطاق فى الثلاثينيات، ومع ذلك، كان على الولايات المتحدة تطبيق هذا الإطار بطريقة مرنة غير تقليدية بغية تكييف الحلول

مع أوضاع المؤسسات غير البنوك التجارية، مثل بيرسترنز وفانى وفريدى. وجرى التوسع فى مفهوم «التهديدات النظامية» للاعتراف رسميا بأن بنوك الاستثمار يمكن أيضا أن تطرح مثل هذه التهديدات.

## مواجهة النفور من تحمل المخاطر

من الواضح أن عدم كفاية أساليب منح الائتمان فى القطاع العقارى، كان نقطة ضعف أساسية فى كل من الأزمة السويدية والأزمة الحالية. وكان سبب إطلاق العنان للمرحلة الحادة فى كلتا الأزمات هو الضعف الشامل للاقتصاد، وبخاصة قطاع الإسكان. وأصبح المستثمرون أكثر نفورا من تحمل المخاطر، ومن ثم ارتفعت العلاوات.

وكان السبب فى انتشار كلتا الأزمات هو اعتصار السيولة وانتقال العدوى إلى المؤسسات والأسواق الأخرى. وعلى أى حال، فإن الاضطراب الحالى أشد قسوة، نظرا لأن أسواقا أكثر تأثرت بها. كما تفاقمت أيضا بسبب الصكوك المالية المعقدة التى يصعب تقييمها، والالتزامات خارج الميزانيات، والأدوات المرتبطة بالبنوك (أدوات الاستثمار المهيكلة وغيرها من القنوات).

ومناهج تخفيف الأزمة متشابهة بصفة عامة. وقد كان يتم تقديم السيولة على نطاق واسع- عن طريق جهد دولى متناسق فى السنوات الأخيرة، وعلى النطاق القومى فى الأزمة السويدية. وفى كلتا الحالتين، تم تأمين البنوك، أو دمجها أو بيعها (أحيانا مع تقديم دعم مالى من جانب السلطات).

وفى الواقع، فإن أحد الدروس الرئيسية المستفادة من تجربة بلدان الشمال هو أن صناعات السياسات لا يمكنهم الاعتماد على القطاع الخاص أو الأسواق وحدهما لحل مشاكل النظم المصرفية. وعلى غرار الحاجة إلى مقرض الملائم الأخير للتعامل مع عجز السيولة النظامى، فإن هناك حاجة إلى مستثمر أو مالك الملائم الأخير عندما تنضب كافة مصادر رأس المال الأخرى- وإغلاق نظام مصرفى بأكمله ليس حلا مجديا. وهناك أيضا دور للضمان الحكومى الشامل لاستعادة الثقة ومنع التكاليف على السحب من البنوك واحتمالات الانهيار المالى التام- مع تدمير بالجملة للقيمة الذى قد يعنيه هذا السيناريو ضمنا.

## استعادة الثقة:

موجز القول أن الأزمة الحالية تحتوى على كثير من الملامح التى يمكن تمييزها فى الأزمات السابقة، ولكنها تتفاقم من جراء ارتفاع درجة التعقد، فى الصكوك المالية والترتيبات المؤسسية ومن خلال الروابط الوثيقة بين الأسواق محليا وعبر الحدود على حد سواء.

وتوحى الأزماتان، المدعومتان بالخبرة المستمدة من الأزمات الأخرى، بأن الأزمة لا يمكن حلها حتى تتم استعادة الثقة. ويقلل توفير مزيد من الشفافية، عدم التيقن. والشفافية تعنى ضمنا إفصاحا أكثر عن أى المؤسسات تحوز أصولا تنطوى على مخاطر، وعن القيمة الحقيقية لتلك الأصول. ويجب على السلطات ذاتها أن تكون صريحة على قدر الإمكان، بشأن موقف الأزمة وعن خططها. ■

ستيفان إنجر هو محافظ بنك سفيرجس ريكسبانك، وجوران ليند يعمل مستشارا لمجلس إدارة البنك.