

# العاصفة التامة

وجهة نظر أو ليفييه بلا نشار في الأسباب الرئيسية الكامنة خلف الأزمة  
Olivier Blanchard's view of the underlying causes of the crisis

وقد حدد بلانشارد أليتين مرتبطتين لكن متميزتين: الأولى هي بيع الأصول للوفاء بالسيولة التي يتهافت عليها المستثمرون، والثانية هي بيع الأصول لإعادة نسب رأس المال إلى أصولها. وقد أسهمت هاتان الأليتان، إلى جانب الظروف المبدئية - في خلق أسوأ كساد منذ ثلاثينيات القرن العشرين.

## أربعة ظروف مبدئية

كانت بداية شرارة الأزمة هي انهيار أسعار المساكن في الولايات المتحدة. لكن الخسائر المبدئية الناتجة عن أزمة الرهن العقاري دون الممتاز لم تكن ضخمة بالمقارنة مع تدبير مثل رسملة سوق الأوراق المالية الأمريكية، لكن التدهور اللاحق في أسواق الأوراق المالية (انظر الرسم البياني) ألقى عليها بظلال كثيفة. وعلى أية حال، فإن المسرح كان يجري إعداده - على مدى السنين لأزمة أكبر بكثير. وذكر بلانشارد أربعة شروط مسبقة: التهوين من قدر المخاطرة المتضمنة في الأصول المصدرة حديثًا؛ وعدم شفافية الأوراق المالية المشتقة الواردة في الميزانيات العمومية للمؤسسات المالية، والترابط بين المؤسسات المالية، سواء داخل البلدان أو عبرها؛ والدرجة العالية من الاستدانة لتحقيق الفاعلية المالية للنظام المصرفي ككل.

في محاضرة له في تشرين الثاني / نوفمبر ٢٠٠٨، شرح كبير الخبراء الاقتصاديين في صندوق النقد الدولي كيف تحولت أزمة بدأت في الأوراق المالية المضمونة برهونات عقارية إلى أسوأ كساد منذ الثلاثينيات من القرن الماضي

بدء الأزمة المالية بفترة من الزمن بدت آثارها على النشاط الحقيقي محدود: لكن ذلك لم يدم طويلا. وبدأ تدنى أسعار المساكن، وتدنى أسعار الأوراق المالية - الذي أطلق في البداية انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية للمؤسسات المالية - وارتفاع أقساط التأمين على المخاطر، وتقنين الائتمان، يقتضى ثمنه الباهظ في النصف الثاني من ٢٠٠٧. بيد أن التأثير أصبح فجأة أكثر وضوحا في خريف ٢٠٠٨. وأدى القلق إزاء تفاقم الأزمة المالية واحتمال أن تفضى إلى كساد عظيم آخر إلى انخفاض حاد في أسعار الأوراق المالية وإلى هبوط مثير في ثقة المستهلكين والشركات في جميع أنحاء العالم.

وقد حدث ذلك نتيجة لتراكم الظروف الكامنة التي أسهمت في تشكيل الأزمة خلال أوقات الرخاء الخوالي، زائدا إطلاق العنان لآليات التضخيم التي زادت من تأثيرها بصورة مثيرة.

خلص كثيرون (منهم بلانشار) إلى حقيقة، أن اقتصاد الولايات المتحدة سوف يصمد أمام الزيادة في أسعار المساكن على نحو أفضل من معظم الاقتصادات: ذلك أن الصدمة سيتم امتصاصها من قبل مجموعة كبيرة من المستثمرين. وليس فقط من جانب بضع مؤسسات مالية، وبالتالي سوف يتم امتصاصها بصورة أيسر بكثير. وهذه الحجة أغفلت جانبيين تبينت أهميتهما فيما بعد. أولهما أنه مع التعداد جاء انعدام الشفافية. وبرغم إمكان تقدير قيمة مجمعات الرهونات العقارية البسيطة، فإن تقدير قيمة شرائح الأوراق المالية المشتقة: أكثر صعوبة، بل والأكثر صعوبة هو تقييم الأوراق المالية المشتقة. وهكذا تُرجمت دواعي القلق إزاء الرهونات العقارية الأصلية إلى درجة كبيرة من عدم اليقين إزاء قيمة الأوراق المالية المشتقة. وفي ذلك المناخ، كانت حقيقة أن الأوراق المالية مملوكة لمجموعة كبيرة من المؤسسات تعنى ضمناً أن هذا القدر الكبير من انعدام اليقين قد أصاب عددا كبيرا من الميزانيات العمومية في الاقتصاد.

أدى التوريق والعولمة إلى زيادة الترابط بين المؤسسات المالية سواء داخل البلدان أو عبرها. كانت إحدى الروايات المبكرة عن الأزمة هي الانكشاف الكبير بصورة مدهشة لبعض المصارف الألمانية الإقليمية لمخاطر قروض عقارية أمريكية. ولكن الحقيقة تتجاوز كثيرا هذا النموذج الوحيد. فقد ازدادت الاستحقاقات الخارجية للمصارف من الاقتصادات الخمسة المتقدمة الكبرى من ٦,٣ تريليون دولار في ٢٠٠٠ إلى ٢٢ تريليون دولار قبل صكوك حيزران/ يونيو ٢٠٠٨. وفي منتصف ٢٠٠٨، تجاوزت استحقاقات هذه المصارف من بلدان الأسواق الناشئة وحدها ٤ تريليونات دولار. فكر فيما ينطوي عليه هذا ضمنا، لو قررت تلك المصارف لأي سبب كان أن تخفض من انكشافها للمخاطر الخارجية، كما يحدث الآن.

زيادة الاستدانة لتحقيق الفاعلية المالية داخل النظام المصرفي. كان الظرف المبدئي الرئيسي الأخير هو زيادة الاستدانة لتحقيق الفاعلية المالية. فقد قامت المؤسسات المالية بتمويل حوافظها المالية برأسمال أقل وأقل، وبذلك زادت من العائد على هذا الرأسمال.

ما هي الأسباب التي كانت تكمن وراء ذلك؟ من المؤكد أن التفاؤل والتهوين من شأن المخاطرة كانا يفعلان فعلهما. وثمة عامل آخر مهم هو عدد الثغرات التنظيمية. فقد سمح للمصارف بتخفيض اشتراطات رأسمالها عن طريق استبعاد الأصول من ميزانياتها العمومية فيما يسمى بوسائل الاستثمار الهيكلي. ففي ٢٠٠٦ تجاوزت قيمة أصول مجموعة سيتي جروب خارج نطاق الميزانية العمومية البالغة ٢,١ تريليون دولار - قيمة أصولها الدرجة داخل الميزانية البالغة ١,٨ تريليون دولار. وقد امتدت الشبكة إلى ما هو أبعد من المصارف. ففي نهاية ٢٠٠٦ مثلا، بلغ رأس مال «شركات التأمين التي لها حقل نشاط واحد» - التي كانت تؤمن على نوع معين من المخاطر - مثل التعثر في سداد السندات البلدية - وكانت تعمل خارج إطار التنظيم، ما يعادل ٣٤ مليار دولار لضمان مطالبات التأمين مقابل أصول قدرت قيمتها بأكثر من ٣ تريليونات دولار.

كانت تداعيات الاستدانة العالية لتحقيق الفاعلية المالية على الأزمة، صريحة ومباشرة، فلو حدث، لأي سبب كان، وانخفضت قيمة الأوراق المالية، وازدادت درجة عدم اليقين إزاءها، فعندئذ يزيد احتمال القضاء على رأس المال تماما، وإعسار المؤسسات كلما زادت الاستدانة لتحقيق الفاعلية المالية. وهذا بالضبط ما حدث.

كانت الأوراق المالية المصدر، والمشترا والمبيعة تبدو أقل مخاطرة بكثير مما كانت عليه حقيقية. ومع توقع ثبات أسعار المساكن أو ارتفاعها بدت معظم الرهونات العقارية خالية من المخاطر نسبيا: إذ أن قيمة الرهن العقاري قد تكون مرتفعة بالنسبة لسعر منزل ما، لكن هذا الاختلال قد يختفى ببطء على مر الزمن مع ارتفاع الأسعار. وباسترجاع الماضي، نجد أن الاستدلال الزائف لهذا الطرح كان يتمثل في مقدمته المنطقية القائلة بأنه: لو انخفضت أسعار المساكن فعلا، لتجاوزت رهونات عقارية كثيرة قيمة المسكن، مما يؤدي إلى حالات من التعثر وحبس الرهن. لماذا هون الناس الذين أبرموا هذه الرهونات العقارية، والمؤسسات التي احتفظت بها من قيمة المخاطرة الحقيقية؟ لقد طرحت لذلك تفسيرات كثيرة، وتمت تسمية كثير من المهتمين الممثلين. وكل من هذه التفسيرات يحتوى على ذرة من الحقيقة ولا شيء سوى ذرة.

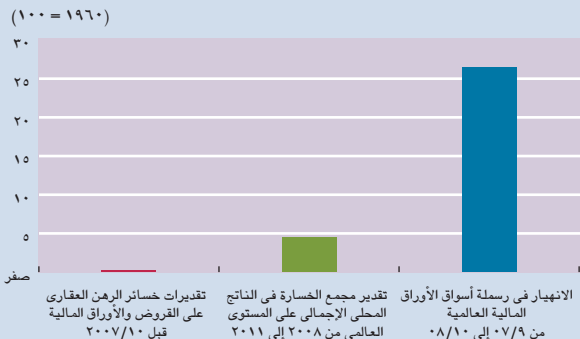
قال بلانشار إنه يرى أن التفسير الأساسي أكثر عمومية. إذ يعلمنا التاريخ أن البيئات الاقتصادية الحميمة. تؤدي عادة إلى رواج الائتمان، وإلى خلق أصول حدية وإصدار أصول قروض حدية. وينتظر المقرضون والمقرضون إلى التوزيعات التاريخية الحديثة للعوائد ثم يراودهم التفاؤل، بل حقا التفاؤل المفرط، إزاء العوائد مستقبلا كان المناخ حميدا خلال السنوات الأولى من القرن الحادي والعشرين في معظم بلدان العالم، مع تواصل النمو، وانخفاض أسعار الفائدة. وعند النظر على وجه الخصوص إلى أسعار المساكن في الولايات المتحدة، كان يمكن لكل من المقرضين والمقرضين أن يشيروا إلى حقيقة أن أسعار المساكن قد ازدادت كل عام منذ ١٩٩١، وظلت تتزايد حتى في أثناء الركود في ٢٠٠١.

أدى التوريق إلى ظهور أصول مرتبة ويصعب تقييمها في الميزانيات العمومية للمؤسسات المالية. وقد بدأ التوريق في وقت أسبق بكثير؛ لكنه تصاعد في أثناء العقد الماضي. وفي منتصف ٢٠٠٨، كان ما يزيد على ٦٠ في المائة من الرهونات العقارية بالولايات المتحدة قد تم توريقها إذ تم تجميعها بحيث تشكل أوراقا مالية مدعومة برهونات عقارية - وتم فصل تدفقات الدخل الناتجة عن هذه الأوراق المالية (تقسيمها إلى شرائح) بحيث تطرح تدفقات أكثر مخاطرة لبعض المستثمرين وتدفقات أقل مخاطرة لغيرهم.

لماذا انطلق التوريق على هذا النمو؟ لأنه كان ولا يزال يمثل «تحسنا كبيرا في توزيع المخاطر، وتطورا صحيا بصورة أساسية. وبالنظر عبر البلدان قبل الأزمة

## تضخم الأزمة

كانت الخسائر الناجمة عن قروض الرهن العقاري قليلة بالنسبة لما تلاها من انهيار في سوق الأوراق المالية.



المصادر: IMF, Global Financial Stability Report and World Economic Outlook (November update and estimates); and World Federation of Exchanges. Estimates as of November 2008

## كيف تم تضخيم الأزمة؟

كانت الأزمة الأكبر محصلة آليتين ضخمتا الأزمة المبدئية هي: عجز بعض المصارف عن تحريك نفسها، وتأثيرات اشتراطات كفاية رأس مال المصارف.

والآلية التضخيم الأولى هي النسخة العصرية من التهافت على السحب من المصارف. فى أثناء موجات التهافت التقليدية على السحب من المصارف فى أثناء فترة الكساد العظيم، كان المودعون هم الذين سحبوا أموالهم من المصارف. ومنذ ذلك الوقت حدث تغييران. الأول هو أن المودعين فى معظم البلدان يتمتعون فى معظمهم بالتأمين، ولذلك يكون الحافز قليلا لديهم للتهافت على السحب من المصارف. كما أن المصارف وغيرها من المؤسسات المالية تمول نفسها إلى حد كبير من أسواق النقد من خلال «التمويل بالجملة» القصير الأجل.

أما موجات التهافت على السحب العاصرة، فلم تعد تهافتا على السحب بالمعنى الحرفى: فما

يحدث هو أن المؤسسات التى يتصور أنها معرضة للمخاطرة، لم تعد تستطيع تمويل نفسها فى أسواق النقد. وتكون النتيجة هى نفس ما كان يحدث فى حالات التهافت القديمة على السحب من المصارف: فعندما كانت المؤسسات تواجه بنقص فى قدرتها على الاقتراض كانت تضطر إلى بيع أوراق مالية. وإلى الحد الذى يعتبر فيه تلك ظاهرة اقتصادية كلية، قد يوجد مستثمرين ممن لديهم موارد مالية وفيرة، مستعدين لشراء الأصول. وبالإضافة إلى ذلك، فإنه إذا كان من الصعب خصوصا على المستثمرين الخارجيين أن يقدروا قيمة الأصول، فمن المحتمل أن تباع الأصول «بأسعار بيع محروقة» أى بأسعار أدنى من القيمة الحالية المتوقعة للمدفوعات على الأصول. وهذا بدوره يعنى ضمنا أن بيع أصول من جانب مؤسسة مالية ما يسهم بقدر أكبر فى تخفيض قيمة جميع الأصول المماثلة، ليس فقط فى ميزانية البائع، بل أيضا فى ميزانيات جميع المؤسسات التى تحتفظ بهذه الأصول. ونخفض هذا بدوره من رأسمالها، مما يدفعها إلى بيع الأصول وهلم جرا.

وتعمل آلية التضخيم عملها، ومن السهل أن نرى كيف تحدد الظروف المبدئية حجم التضخيم: فبقدر ما تكون الأصول مغلقة بقدر أكبر من عدم الشفافية وبالتالي يصعب تمييزها، وتزايد احتمالات التهافت على السحب ولأسباب نفسها، يغدو العثور على مستثمرين أجانب لشراء هذه الأصول أكثر صعوبة، ويكون البيع بأسعار محروقة أكبر. ويقدر ما يؤدي التوريق إلى انكشاف مجموعة أكبر من المؤسسات للمخاطر، سوف يتعرض مزيد من المؤسسات لخطر التهافت على السحب منها. وأخيرا، بقدر ما تكون المؤسسات أكثر استنادة لتحقيق الفاعلية المالية، أى أنها تحتفظ برأسمال أقل بالنسبة للأصول بداية، يتزايد احتمال الإعسار، مما يؤدي مرة أخرى إلى زيادة احتمال حدوث حالات التهافت على السحب منها. وكما رأينا، كانت هذه العوامل جميعها ظاهرة للعيان بصورة كبيرة فى بداية الأزمة، ولهذا السبب، كانت هذه الآلية للتضخيم قوية بصفة خاصة.

أما آلية التضخيم الثانية فتأتى من حاجة المؤسسات المالية للمحافظة على نسب كافية من رأس المال. إن المؤسسات المالية، إذ تواجه نقصا فى قيمة أصولها، وبالتالي نقصا فى رأسمالها، فإنها تحتاج إلى تحسين نسب رأسمالها،

إما للوفاء بالاشتراطات التنظيمية أو لإرضاء المستثمرين الذين تتخذ تدابير للتقليل من مخاطر إعسارهم. ومن حيث المبدأ يكون أمامها عندئذ خيار من خيارين. إذ يمكنها أن تحصل على أموال إضافية من مستثمرين خارجيين، أو أن تلغى استناداتها لتحقيق الفاعلية المالية، مخفضة حجم ميزانياتها العمومية، عن طريق بيع بعض أصولها أو بتخفيض الإقراض الذى تقدمه. وفى ظل أزمة اقتصادية كلية، يرجح أن يكون من الصعب الحصول على رأسمال خاص إضافى وذلك للأسباب التى سبق ذكرها: فقد يوجد بضعة مستثمرين من ذوى الموارد المالية الوفيرة مستعدين لتقديم أموال. وبقدر ما يكون من الصعب تجميع الأصول التى تحوزها المؤسسات المالية، سيعزز المستثمرين عن وضع أموالهم فى مؤسسات تحوزها. وفى مثل ذلك الموقف، يكون الخيار الوحيد أمام هذه المؤسسات هو بيع بعض أصولها. ثم تدخل الآلية نفسها إلى حيز التنفيذ: حيث يؤدي بيع الأصول إلى أسعار البيع المحروقة، مما يؤثر فى ميزانيات جميع المؤسسات التى تحوزها، ويسفر عن مزيد من المبيعات، وهلم جرا. ومرة أخرى، سوف يعنى انعدام الشفافية، والترابط والاستنادة لتحقيق الفاعلية المالية ضمنا مزيدا من التضخيم.

وهاتان الآليتان متميزتان. فمن الناحية النظرية، قد تحدث حالات التهافت على السحب، حتى فى غياب أى انخفاض مبدئى فى قيمة الأصول. وهذا هو تعددية التوازنات المعروفة. أى أنه إذا توقف التمويل، وجب تسهيل الأصول بأسعار بيع محروقة، مما يبرر التوقف عن التمويل فى المقام الأول. لكن حالات التهافت على السحب تصبح أكثر ترجيحاً، كلما زادت الشكوك إزاء قيمة الأصول. ومن الناحية النظرية، قد ترغب الشركات فى اتخاذ تدابير لإعادة تحديد نسب رأسمالها، حتى لو لم تكن لديها مشكلة فى التمويل قصير الأجل، ولا تواجه حالات تهافت على السحب.

بيد أن الآليتين تتفاعلان بطرق كثيرة. فقد تلجأ مؤسسة مالية تتعرض للتهافت على السحب إلى تخفيض الائتمان المقدم إلى مؤسسة مالية أخرى، بدلا من بيع الأصول، الأمر الذى يضطر الأخيرة لبيع الأصول بدورها. ومن بين القنوات التى انتقلت من خلالها الأزمة من الاقتصادات النقدية إلى الاقتصادات الناشئة هو ما حدث من تخفيض فى حدود التسهيلات الائتمانية المقدمة من مؤسسات مالية فى اقتصادات متقدمة إلى فروعها الأجنبية، مما اضطرها بدورها إلى بيع أصول أو تخفيض الائتمان المقدم إلى المقرضين المحليين.

خلاصة القول أن التهوين من قدر المخاطر، وانعدام الشفافية، والترابط، والاستنادة تضافرت جميعها لكى تخلق العاصفة (المالية) التامة. وبعد أن ألقى بلائشار محاضرتة تضافرت آليات أخرى للتضخيم لتحويل الاضطراب المالى إلى عاصفة اقتصادية كلية ضخمة. ■

المراجع:

Blanchard, Olivier, 2008, *The Crisis: Basic Mechanisms and Appropriate Policies* (Munich: Center for Economic Studies).