

آسيا: منظور عن أزمة الرهونات دون الممتازة

(قد تختلف الشعارات، لكن هناك أوجه تشابه كثيرة بين الأزمة المالية الآسيوية في ١٩٩٧ والأزمة الحالية).

خور هوى إي، وكى روى زيونج
Khor Hoe Ee and Kee Rui Xiong

الذكرى السنوية للأزمات هي عادة فرصة لاستخلاص الدروس من الماضي - والذكرى العاشرة للأزمة المالية الآسيوية لم تختلف عن ذلك. وقد حلت عدة مؤتمرات الأحداث التي وقعت في عقد أسبق وبحث طرق الحلول دون نشوب أزمات مماثلة. ولكن المؤتمرات لم تكذ تنتهي إلا وقد تفجرت أزمة جديدة. وتغير مركز الأزمة - من آسيا إلى أوروبا والولايات المتحدة. وتغيرت أيضا العبارات الطنانة. وتبدو عملية التوريق، والرهونات دون الممتازة، والتزامات الديون المضمونة مختلفة جذريا عن قضايا ربط العملات واقتراض الشركات والديون الأجنبية التي هيمنت على الأزمة الآسيوية. لكن الأسباب الرئيسية الكامنة وراء الواقعتين متماثلة. فقد أطلق العنان لكل منهما، زعر المستثمرين في مواجهة عدم اليقين بشأن أمان الأصول وتقييمها، وكشف كل منهما عن نزوب للسيولة وارتفاع في حالات الإعسار في النظام المصرفي.

كيف يستطيع صناع السياسة أن يحدوا على نحو أفضل، إشارات التحذير السابقة للأزمة؟ وكيف يستطيعون أن يعينوا المشاكل المتكررة التي يمكن إذا عولجت في أوقات الهدوء، أن تخفف من الخطر وتقلل من تأثير الأزمات في المستقبل؟ يتقصى هذا المقال أزمة الرهونات دون الممتازة والأزمة الآسيوية لبيان أي الدروس يمكن تعلمها ومناقشة العوامل الكامنة وراء مرونة آسيا، حتى الآن، تجاه الأزمة الراهنة.

إشارات الإنذار المبكر

كانت السيولة الوفيرة والتوسع المفرط غير الحريص في الائتمان هما الخلفية المشتركة لكلتا الأزمات. فقبل الأزمة الآسيوية، تصاعد تدفق رؤوس الأموال للمنطقة (انظر الشكل ١)، مما أدى لارتفاع حاد في الإقراض المصرفي واقتراض

الشركات. واشترى المستثمرون الأجانب الأوراق المالية الآسيوية مرتفعة العائد أو صكوك الديون الأمريكية المقومة بالدولار مفترضين أن الاقتصادات الآسيوية ستواصل نموها السريع وأن ربط العملات سيستمر لما لا نهاية. وبالمثل، سبقت الأزمة الحالية تدفقات حاشدة من رأس المال إلى الولايات المتحدة لتمويل عجز حسابها الجارى. وقد توسطت المؤسسات المالية في تحويل السيولة الوفيرة إلى ائتمان للمستهلكين وrehونات، تحولت إلى أوراق مالية تساندها رهونات والتزامات ديون مضمونة. وأشعل البحث

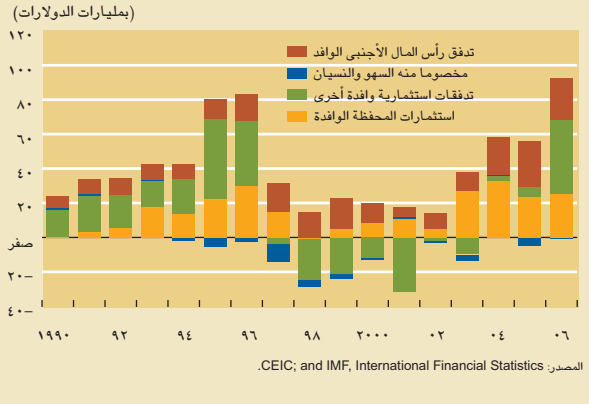
تم نقل ورقة نقدية قيمتها دولاران لمبنى المقر الرئيسي لمؤسسة بير ستيرنز في نيويورك بعد أن عرض بنك جي بي مورجان شراء المؤسسة المنهارة مقابل سهم قيمته دولارين.



الشكل ١

تدفق رأس المال

قبل وقوع الأزمة المالية الآسيوية بعامين، زاد تدفق رأس المال للمنطقة بصورة مثيرة.



عن العائد أوراق الطلب على هذه المنتجات المهيكلة من قبل المستثمرين، الذين استندت قرارات كثيرين منهم فقط على قوة التصنيف الائتماني أ ثلاثية الذي قدمته وكالات التصنيف الائتماني.

كذلك، كان هناك بحث من قبل المقرضين عن العائد، ونزعت وفرة السيولة إلى أن تسبب في ظهور معايير ائتمان متراخية. ففي الأزمة الآسيوية، ظهر عدم الحرص في تقديم الائتمان في شكل إقراض مترابط مقدم لكيانات كبيرة من الشركات أو لمشروعات عملاقة أو لمشروعات التطوير العقاري العمراني التي كانت قدرتها على البقاء موضع شك. وفي أزمة الرهونات دون الممتازة، أدى هذا المسعى إلى تكاثر قروض الرهن من الفئة دون الممتازة، فيما يسمى قروض النينجا (لا دخل ولا إيراد ولا أصول).

وكانت الزيادة السريعة في أسعار أصول الممتلكات علامة أخرى على الاضطراب فيما قبل نشوب الأزميتين. فقد ارتفعت أسعار الممتلكات في الولايات المتحدة مثلاً بنسبة ٥٠ في المائة بين ٢٠٠١ و ٢٠٠٦. والواقع أن فقاعات الأصول هذه ارتبطت في أزمنة الماضي بتوافر الائتمان السهل. وحسب فرضية منسكى الشهيرة عن عدم الاستقرار المالي (١٩٩٢)، شجعت فترة من النمو القوي على الاقتراض المتزايد لتحقيق الفاعلية المالية. وقد صنّف منسكى المقرضين في ثلاثة أنواع في نظام تنازلي من حيث قدرتهم على دفع الفائدة والأصل: مقرضو التغطية، الذين يستطيعون دفع التزاماتهم من التدفقات النقدية؛ والمقرضون المضاربون والذين لا يستطيعون سوى سداد الفائدة لكنهم في حاجة لتجديد أجل الأصل؛ ومقرضو بونزى، الذين لا يستطيعون دفع الفائدة أو الأصل ويتعين عليهم أن يقرضوا، أو يبيعوا الأصول، لمجرد الوفاء بفاتورة الفائدة. ويؤدى نمو عدد المقرضين للمضاربة ومقرضى بونزى أولاً إلى ظهور فقاعة الأصول، ثم إلى إدراك واسع النطاق لأن الاقتراض المتزايد أمر لا يمكن استدامته. والنتيجة هي تراجع التمويل وحدوث انهيار اقتصادي.

وعدم الاستقرار المالي واضح في كلتا الأزميتين. وربما أوقع نمو الرهن دون الممتاز، والذي يمثل الاقتراض المضارب واقتراض بونزى، الولايات المتحدة في فخ دورة لأسعار المساكن، حميدة في ظاهرها وأثيمة في طويتها. وفي حين كانت أسعار المنازل قد طفت ترتفع، كان الدائنون يشعرون بالأمان في الاقتراض مقابل ضمان ترتفع قيمته، الأمر الذي أشعل بدوره الطلب على المساكن

وأسعارها. وبالمثل، فإن الإقراض المقدم للكيانات من الشركات في آسيا استفهه ازدهار الاقتصادات وسهولة الحصول على الائتمان، مع انتهاء كثير من القروض لمشروعات غير مربحة، لا تستمر إلا بمزيد من ضخ الديون. وكان قدراً محتوماً أن تنحل كلتا هاتين الدورتين غير القابلتين للاستدامة (انظر الشكل ٢).

ومن الصعب على نحو مشهور تحديد قطاعات سوق الأصول وهي آخذة في التشكل. كذلك من الصعب الحكم على النقطة التي يتغير فيها نمو الائتمان من أن يكون جيداً ليصبح مغالى فيه. ومع ذلك، يبدو أن الأزميتين توضحان أن الصعود المتداول في أسعار الأصول (خاصة الممتلكات) والنمو السريع للائتمان لا بد أن يطلقا العنان لجهود معززة للإشراف، وكذلك البحث عن تشوهات السوق المحتملة.

مشاكل متكررة

إلى جانب الأعراض العامة، كشفت أزمة الرهونات دون الممتازة والأزمة الآسيوية عن مشاكل مشتركة، يمكن النظر إليها باعتبارها عللاً أساسية وراء الأزمة.

وبداية، فإن عدم الحرص في تقديم الائتمان الذي أبداه المقرضون في كلتا الأزميتين، يعكس مشكلة الأصل والوكيل التقليدية. فخلال الأزمة المالية الآسيوية، تجاهل مديرو البنوك مصالح حملة الأسهم، وأقرضوا شركات ومشروعات معينة دون تمييز، إما بناء على طلب الحكومة أو لأن هذه المشروعات ترتبط بأصحاب النفوذ من حملة الأسهم. وفي أزمة الرهونات دون الممتازة، كان المستثمرون في التزامات الديون المضمونة والأوراق المالية التي تساندها رهونات، يتوقعون أن يحافظ مقرضو الرهونات على معايير الائتمانية. ولكن مع نموذج "إصدار القروض وتوزيعها"، كان لدى المقرضين حافز قليل للقلق بشأن معايير الائتمان لأنهم لم يكونوا يحتفظون بالقروض. وبدلاً من ذلك، قدم مقرضو الرهونات قروضاً باعواها فوراً للبنوك، التي قسمتها إلى حزم باعتبارها أوراقاً مالية. كان المقرضون يبحثون عن تعظيم إيراداتهم من الرسوم نتيجة للتوريق وليس نتيجة لإيرادات الفائدة من القروض. ومع الملكية القليلة للقروض المعنية أو انعدام هذه الملكية، تدهورت معايير الائتمان بصورة حادة، مما أدى إلى معدلات إفسار أعلى عندما كسدت سوق الممتلكات.

كذلك كانت هناك حالات تقليدية من المخاطر المعنوية، لأن المقرضين والمقرضين لم يواجهوا سوى القليل من المخاطر من جراء نشاطاتهم أو لم يواجهوا أياً منها. وبدأ أن بعضاً من النظم المصرفية والمشروعات العملاقة الآسيوية، كانت تحظى قبل الأزمة بضمانات كفالة بحكم الأمر الواقع من حكوماتها (كروجمان، ١٩٩٨)، مما شجع البنوك على أن تقرض دون اعتبار لقدرة المشروعات على البقاء تجارياً. وبالمثل، اقترض كثير من البنوك والكيانات من الشركات بالعملة الأجنبية بأسعار فائدة أقل، بافتراض أن أسعار الصرف المربوطة بأسعار عملة أخرى ستستمر لما لا نهاية. وفي الأزمة الحالية، استثمرت البنوك والمستثمرون في منتجات مالية طويلة الأجل معقدة ومهيكلية مثل الأوراق المالية التي تساندها رهونات و التزامات الديون المضمونة باستخدام أموال قصيرة الأجل، بافتراض أن الحصول على تمويل متجدد متاح دائماً في أسواق ما بين البنوك وأسواق النقد عالية السيولة لأن البنوك المركزية تستطيع ضخ السيولة عند الاقتضاء.

إن مشاكل الوكالة المتكررة والمخاطر المعنوية في كل الأزمات، يمكن أن تكون دليلاً على أنها مشاكل نظامية. ومع ذلك، فإن مسؤولية واضعي السياسة تفرض عليهم تصميم نظم وسياسات تقلل لأدنى حد مثل هذه المخاطر وتخفف تأثيرها.

استجابات سياسية مختلفة

رغم أن أزمة الرهونات دون الممتازة، أخذت تتكشف للعيان، فقد انتقلت إلى مرحلة الإدارة والحل. والمدمش هو مدى اختلاف استجابة السياسة حاليا عنها منذ عقد مضى. وفي أزمة الرهونات دون الممتازة، تدخلت البنوك المركزية الكبرى بإقدام لتوفير السيولة اللازمة لاحتواء الاضطرابات والعدوى في الأسواق المالية. وفي الوقت نفسه، خفض بنك الاحتياطي الاتحادي الأمريكي، أسعار الفائدة بصورة كبيرة لتيسير الأحوال النقدية، واعتمد الكونجرس الأمريكي حزمة من الحوافز المالية. وفي الأزمة الآسيوية، جرى التشدد أولا في السياسات النقدية والمالية لدعم أسعار الصرف بسبب التدفقات الحاشدة لرأس المال للخارج والتدافع على الاحتياطات الأجنبية، مما أسهم في هبوط حلزوني في الاقتصاد الحقيقي. ولم تعتمد الحكومات سياسات مالية توسعية لدعم الاقتصادات الحقيقية، إلا بعد استقرار أسعار الصرف عند مستوى أدنى

كذلك كان هناك خلاف أساسي بين الرسمة العامة والخاصة للبنوك، على الأقل في المرحلة الأولى من حل الأزمة. وخلال الأزمة الآسيوية، تحملت الحكومات القروض عديمة الأداء وضخت رأسمالا جديدا في البنوك؛ في حين ملأ صندوق النقد الدولي الاحتياطات الأجنبية المستنفدة للبنوك المركزية. ولم يحدث إلا أخيرا أن تم ضخ مقادير كبيرة من رأس المال الخاص في شكل شراء أجنبي للبنوك المحلية. وفي الأزمة الراهنة، تحققت عملية الرسمة الأساسية للبنوك من خلال توظيف أموال مباشر أو من خلال ضخ رأس المال من قبل صناديق الثروة الأجنبية. وكان هناك استثناءان مرموقان، هما نورثون روك، الذي أممته حكومة المملكة المتحدة، وعملية إنقاذ مؤسسة بير ستيرنز التي عرضت بنك الاحتياطي الاتحادي الأمريكي لخسائر محتملة من جراء تدهور قيمة أصول بير ستيرنز. بيد أنه، إذا زادت أزمة الرهونات دون الممتازة سوء، فمن المحتمل أن تضطر الحكومات للقيام بدور أكبر ومباشر بصورة أشد في تثبيت الاقتصاد والنظام المصرفي.

التعلم من آسيا

لكن هناك خطوتين أساسيتين يتعين على الاقتصادات الصناعية أن تحاكي بهما آسيا في تحقيق الانتعاش من أزمته المالية. الأولى هي خفض الاقتراض لتحقيق الفاعلية المالية بالنسبة للغة من المقرضين الذين فضحت الأزمة مشاكلهم بصورة مؤلمة. ففي الأزمة الآسيوية، كان هؤلاء المقرضون من الكيانات التي تتخذ شكل شركات ومن البنوك التي أفرطت في الاقتراض لتحقيق الفاعلية المالية وغالت في الاعتماد على الدين الأجنبي. ومكافئات ذلك في أزمة الرهونات دون الممتازة هي

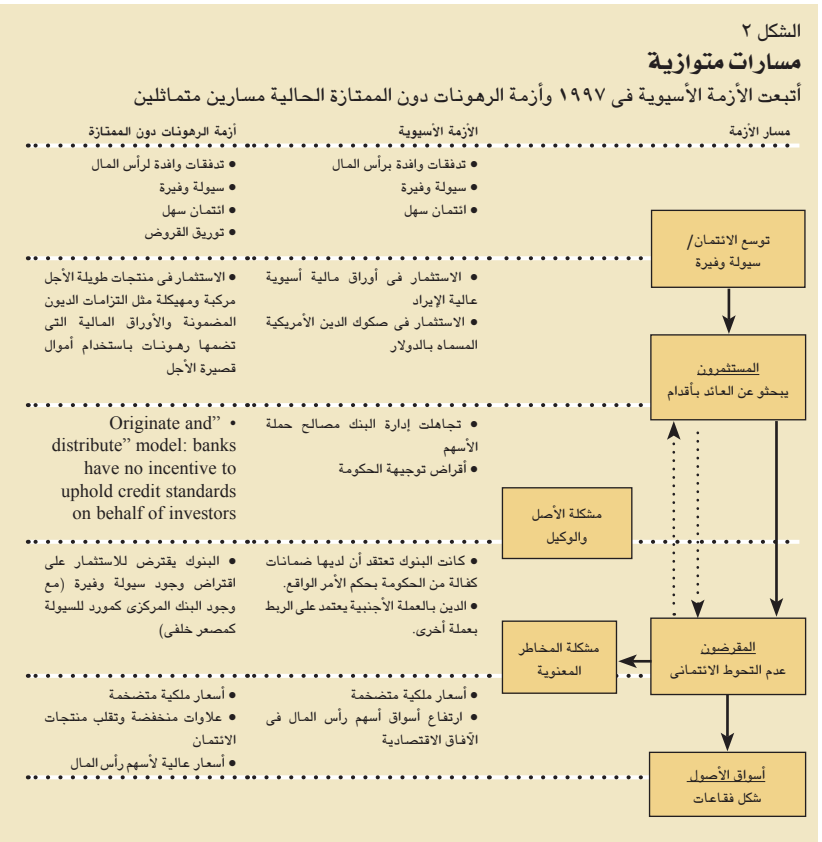
- قطاع الأسر المعيشية الأمريكية، الذي ارتفعت فيه نسبة الديون إلى الدخل المتاح للتصرف فيه من نحو ٨٠ في المائة في ١٩٩٠ إلى نحو ١٤٠ في المائة، والذي عقد فيه مقرضون كثيرون قروضا بأسعار فائدة منخفضة في البدء ثم أعيد تحديدها بأسعار مرتفعة؛
- البنوك التي انغمست في استثمارات خارج الميزانية واضطرت إلى وضع هذه الأدوات في ميزانياتها العمومية؛
- بنوك الاستثمار التي انغمست في صفقات السماسرة والقائمين على التداول ذوى الاقتراض المرتفع لتحقيق الفاعلية المالية، انطلاقا من أساس ضيق لرأس المال؛
- صناديق التحوط وغيرها من شركات الاستثمار التي استغلت توافر النقود السهلة لتقترض بإفراط.

وسيكون تخفيض الاقتراض لتحقيق الفاعلية المالية محفوفًا بالمخاطر بدرجة أكبر في هذه المرة لأن صناديق التغطية والبنوك مترابطة بصورة وثق. فطلى سبيل المثال، أصبحت السمسرة الأولية جزءا أكبر من إيراد الاستثمار المصرفي، في حين تمتلك البنوك نفسها عدة صناديق كبيرة للتغطية. ومن الواضح، أن جهات الإشراف والتنظيم يجب أن تكون أكثر يقظة لاكتشاف الإفراط في تحمل المخاطر والحد منه، خاصة التكسب السريع والمستدام للاقتراض لتحقيق الفاعلية المالية من قبل الكيانات غير الخاضعة للتنظيم. وينبغي تحسين التسجيل والترخيص وجمع المعلومات ذات الصلة.

والعمل الرئيسي الثاني الجدير بالمحاكاة هو تصحيح الاختلالات الاقتصادية الكلية. ومن المرجح أن يؤدي تباطؤ النشاط الاقتصادي الحالي وانخفاض قيمة الدولار الأمريكي، إلى تباطؤ أو انخفاض في الاستثمار في الاستهلاك، وارتفاع معدل ادخار الأسر المعيشية، وتقليل عجز الحساب الجاري. وذلك مماثل لما حدث في كثير من البلدان الآسيوية، فيما عدا أن الإنفاق على الاستثمار في الممتلكات وغيرها هو الذي كان يتعين تخفيضه بصورة حادة.

حتى الآن، الأمور على ما يرام بالنسبة لآسيا...

لا ريب أن آسيا ليست منيعة إزاء تكرار الأزمة. فقد هبطت أسواق أسهم رأس المال الآسيوية عبر المنطقة، وزاد التقلب بصورة ملحوظة في حين اتسعت علاوات الائتمان. وإضافة لذلك، من المرجح أن يقلص النمو في الاقتصادات الآسيوية من جراء تباطؤ النشاط الاقتصادي الأمريكي.



كذلك أقلت قدرة آسيا النسبية على التكيف تجاه أزمة الرهونات دون الممتازة، الضوء على التقدم الذي حققته في إصلاح نظمها المصرفية. وأتاح التعرض المحدود للبنوك الآسيوية لمخاطر أزمة الأصول دون الممتازة والتزامات الديون المضمونة، مقترنا بميزانيات عمومية مرسلة جيدا، للأسواق القائمة بين البنوك في آسيا أن تظل هادئة في حين طفتت الفوضى تسود الأسواق القائمة بين البنوك في الولايات المتحدة وأوروبا. وبصفة عامة، ساعد انخفاض نسبة القروض إلى الودائع (انظر الشكل ٤)، إضافة لقلّة التمويل خارج الميزانية العمومية، البنوك على تفادي شدة السيولة والتمويل من جراء الاضطراب الائتماني الحالي.

وإضافة لذلك، دعم معظم البلدان الآسيوية مراكزه الخارجية؛ إذ تشهد فوائض في الحساب الجاري، وتحفظ باحتياطيات أجنبية كبيرة وصادرات متنوعة. وظلت الضغوط من أجل بيع العملات الأجنبية والتي تعكس مراكز خارجية قوية، هاجعة على الرغم من التدفقات الكبيرة الخارجة من الميزانية من الأسواق الآسيوية وانحلال مهن نقل الأموال الذي حدث إبان أزمة الرهونات دون الممتازة. وقد تدعم معظم العملات الآسيوية خلال ٢٠٠٧ وامتد ذلك إلى ٢٠٠٨، مما ساعد الاقتصادات على مقاومة الضغوط التضخمية، خاصة من جراء أسعار السلع الأساسية المرتفعة.

وتتمثل مصدر قوة أخير لمعظم الاقتصادات الآسيوية في الارتفاع المتواضع نسبيا في أسعار العقارات مقارنة بمثيله في الولايات المتحدة وبلدان أوروبية معينة، مثل المملكة المتحدة وأيرلندا وأسبانيا (انظر الشكل ٥). وقد اتخذت البلدان الآسيوية، بما في ذلك سنغافورة، تدابير لتهدئة أسواق العقارات في السنوات الأخيرة كلما هددت الأسعار بأن تصبح فقاعة. ونتيجة لذلك، كان انهيار أسعار العقارات عقب تباطؤ النمو الاقتصادي واضطراب السوق المالية، أقل خطرا.

... لكنها لا تزال تواجه مخاطر

ورغم ذلك، يتعين على صناع السياسة الآسيويين أن يراقبوا الأخطار المتبقية من أزمة الرهونات دون الممتازة التي يمكن أن تطرح مشاكل بالنسبة لآسيا. وتشمل هذه ما اسماءه تقرير وكالة استاندر أند بورز «الحظ العاثر الخلافي» الذي يحتمل أن تواجهه البنوك: مزيدا من الخسائر المرتبطة بأزمة الرهونات دون الممتازة، والتأثير المعاكس على الأسواق المالية الآسيوية الذي يصيب البنوك، والتأثير المعاكس على الاقتصادات الآسيوية والذي يمس البنوك.

ولكن حتى الآن، تبدو هذه التأثيرات هاجعة. وتنهمك البنوك الآسيوية في الإقراض المصرفي التقليدي ولا تتعرض بصورة باهظة لمخاطر الأنواع الأكثر إتقانا من المنتجات المالية التي أصابت القطاعات المالية في كثير من البلدان الصناعية. بيد أن انخفاضاً في الاقتصاد الحقيقي نتيجة لانخفاضات الاقتصادية في الولايات المتحدة، يمكن أن يسبب تدهورا كبيرا في نوعية القروض المصرفية. لذلك، فحتى الآن صمدت الاقتصادات الآسيوية جيدا في مواجهة التباطؤ الاقتصادي والاضطراب المالي في الولايات المتحدة. ويقدر معظم المحللين حدوث هبوط معتدل في نمو الناتج المحلي الإجمالي عبر المنطقة. بيد أنه يرجح أن تتأثر الاقتصادات الآسيوية بصورة معاكسة بدرجة أكبر من جراء الهبوط الحاد في النشاط في الاقتصاد الأمريكي، الذي يمكن أن يسفر عن انكماش القروض ويطلق العنان لدورة ائتمانية سلبية.

وفي الأفق الأطول أجلا، فإنه بمجرد عودة الثقة لأسواق رأس المال، يمكن أن تعود تدفقات رأس المال الوافدة حتى بأحجام أكبر من قبل، خاصة إذا اعتبرت آسيا «ملاذنا آمنا». ويمكن لتدفقات رأس المال الوافدة أن تحقق إسهاما إيجابيا في الاقتصاد والأسواق المالية، لكنها يمكن أن تكون متقلبة ويتعين إدارتها بحرص لتخفيف تأثيرها المعاكس على الاقتصادات الحقيقية.

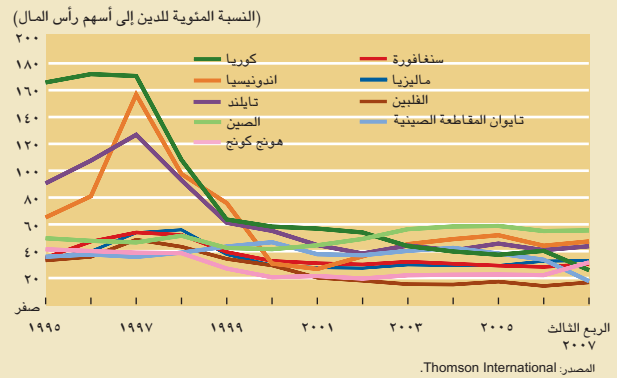
ومع ذلك، فقد صمد النمو الاقتصادي في آسيا جيدا رغم اضطراب السوق المالية وضعف الصادرات. وهناك سبب لذلك هو أن الأسس الاقتصادية الكلية أكثر صحة مما كانت عليه من ١٠ سنوات خلت - كما يتراءى في تحسين مراتب الائتمان السيادي للبلدان. وقد خفضت البلدان الآسيوية الإنفاق المحلي، وقللت العجز المالي، وأصلحت اقتصاداتها. ولم يعد الإنفاق على المشروعات العملاقة والتطوير العمراني مبالغا فيه، مما أسفر عن نشوء اقتصادات أكثر توازنا وأشد كفاءة. وساعد استحداث أدوات مالية بالعملية المحلية في تقليل عدم توافق العملات الذي كان كامنا وراء الأزمة الآسيوية. وكذلك حسنت البنوك المركزية إدارتها لتدفقات رأس المال، مما خفف خطر المغالاة في تقييم سعر الصرف، وتضخم الائتمان، وفضاعات القروض.

وهناك سبب آخر هو أن الميزانيات العمومية للشركات في آسيا تحسنت مع انخفاض نسبة الديون إلى رأس المال بصورة حادة ولأن الاقتراض بالعملية الأجنبية لم يعد مكونا كبيرا في موارد تمويل الشركات في معظم البلدان (انظر الشكل ٣).

الشكل ٣

تحسين الميزانيات العمومية

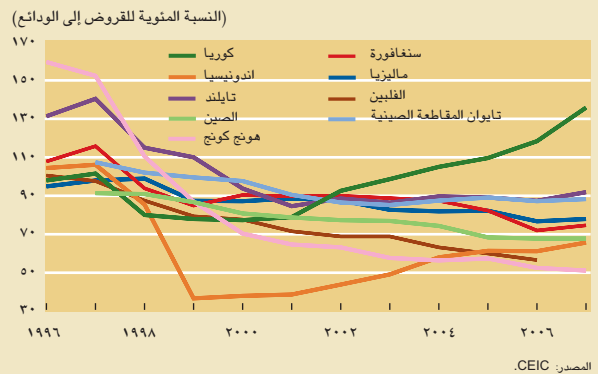
تحسنت نسبة الديون لأسهم رأس المال في الشركات بصورة مثيرة في كثير من البلدان الآسيوية منذ أزمة ١٩٩٧ المالية.



الشكل ٤

البنوك تغدو أكثر قوة

بصفة عامة، ساعد انخفاض نسبة القروض للودائع البنوك الآسيوية على تجنب شدة السيولة والتمويل خلال الاضطراب الحالي.



دروس أزمة الرهونات دون الممتازة بالنسبة لآسيا

يمكن لاقتصادات آسيا أن تتعلم دروسا من أزمة الرهون دون الممتازة. فأولا، فإنه في حين أن شكل الأزمة قد يتغير، فإن جوهرها يظل كما هو. ويتعين على آسيا أن تراقب علامات الإنذار المبكر المشتركة: وفرة السيولة، والنمو السريع للانتماء، وتضخم أسعار الأصول المستدام. ولهذا أهمية خاصة بالنسبة لآسيا الناهضة، حيث ضخمت تدفقات رأس المال التحديات المتعلقة بإدارة السيولة ونمو الائتمان والتقلب في أسواق الأصول. وينبغي أن يتنبه صانعو السياسة والقائمون على التنظيم أيضا للمشاكل السلوكية التقليدية الخاصة بالأصل والوكيل والمخاطر المعنوية والتي تعد في بعض الأحيان منتجات ثانوية غير متمعة لسياسات أو تدابير اتخذت بحسن نية. كما يقتضى الأمر أن تعزز البنوك المركزية والجهات القائمة على التنظيم، طقم أدواتها الذى يضمن الحرص الكلى على فهم وعلاج المشاكل المتكررة للسيولة، والافتراض لتحقيق الفاعلية المالية والعدوى في النظام المالى المعولم الحالى. وعلى الرغم من أنه قد يكون من المستحيل التنبؤ بآين ومتى ستظهر الأزمة التالية على السطح، فإن من مسؤولية صانعي السياسة تخفيف الخطر.

ثانيا، تحتاج آسيا إلى التوصل للتوازن الصحيح بين التقدم والحرص، والابتكار والحد. فالإفراط في التركيز على تحقيق النمو على حساب الحرص ربما كان أحد العوامل المساهمة في أزمة الرهونات دون الممتازة. وقد أشار بارى ايشنجرين في مقال نشره في مجلة البشير الكورية في العام الماضى حول الحاجة إلى التعاون المالى في آسيا، إلى أن السلطات الأمريكية خفضت العبء التنظيمى استجابة للمنافسة من جانب لندن كمركز مالى. والأخذ بموجة من إلغاء القيود بعد موجة منافسة منها، فح ينبغي لآسيا الناهضة أن تتفاداه.

وكان المثال على ذلك هو الانهيار السريع لمؤسسة بير ستيرنز وبنك نورثرن روك. فقد كانت الأولى في صدارة عملية الابتكار في مجال أسواق الأوراق المالية، وكان الأخير محل ثناء بسبب إستراتيجيته المبتكرة للتمويل. وينبغي أن تحرص آسيا على ضمان أن يصطحب أى تحرك بعيدا عن الممارسات المصرفية التقليدية نحو تقنيات أكثر ابتكارا، بإدارة معززة لمخاطر السيولة.

ولا ريب، أن آسيا يتعين عليها أن تواصل تطوير أسواق رأس المال بها وتشجع نمو مؤسساتها المالية، كجزء من التنمية الاقتصادية والمالية الأوسع

نطاقا فيها. بيد أن، أزمة الرهونات دون الممتازة قد بينت أن الابتكارات المالية - سواء كانت منتجات جديدة، وهياكل جديدة، أو قوى فاعلة جديدة في الأسواق - لا تتحقق بدون مخاطر. ومع توسع الأسواق المالية الآسيوية لميادين جديدة، يتعين على صناع السياسة أن يطبقوا التدابير اللازمة للتصدى للمخاطر التي يطرحها الابتكار المالى.

وفي محاولة تحقيق التوازن بين الابتكار والحد، يمكن لصناع السياسة الاسترشاد ببضعة مبادئ أساسية:

- ينبغي الحفاظ على معايير الانتماء في كل الأوقات ولكن بصفة خاصة في أوقات وفرة السيولة والنمو الاقتصادي القوي. والانتماء السهل يعكس عادة مشكلات كامنة تتعلق بمسألة الأصل والوكيل والمخاطر المعنوية ويشكل في نهاية المطاف سببا لعدم الاستقرار المالى.

- الشفافية مسألة حاسمة لجعل الإشراف المالى وانضباط السوق فعالين. وقد بينت أزمة الرهونات دون الممتازة أن القروض العادية يمكن أن تصبح مصدرا كبيرا للخطر وعدم التيقن عند توريقها إلى منتجات مالية غير شفافة ومركبة، وعندما يتم الاحتفاظ بها بتركيزات متباينة من قبل عدد من المستثمرين المحتملين، بما في ذلك أدوات الاستثمار الخارجة عن الميزانية العمومية للبنوك. وينبغي للجهات القائمة على التنظيم أن تضمن توافر معلومات شاملة عن المنتجات والكيانات الجديدة بسهولة بما يسمح لجهات الإشراف ومحللى السوق بفهم ورصد المخاطر المتزايدة على النظام المالى.

- ينبغي فهم الروابط المالية. توضح أزمة القروض دون الممتازة وفوضى الائتمان، التعقد والترابط المتزايد بين الأسواق المالية والمنتجات. ويتعين على صناع السياسة والجهات القائمة على التنظيم أن يكفلا تكريس موارد كافية للإشراف والرقابة الماليين وإدارة المخاطر للتخفيف من المخاطر الناجمة عن الابتكار والتطورات في الأسواق المالية.

وهناك درس ثالث هو أن الأسس الاقتصادية مهمة فقد أدت الأسس الاقتصادية الضعيفة، مثل الميزانية العمومية للشركات مرتفعة الافتراض لتحقيق الفاعلية المالية والعجز الكبير في الحسابات الجارية، إلى ضياع الثقة في ١٩٩٧. ومكنت الأسس الاقتصادية القوية في ٢٠٠٧-٢٠٠٨ آسيا من أن تظل مرنة نسبيا خلال الاضطراب الحالى. ولابد أن يشجع هذا اقتصادات الأسواق الناشئة على الإبقاء على ميزانيات عمومية قوية، وموازن مستدامة للحسابات الجارية، واحتياطات أجنبية كافية لتعمل كمخفف للصدمات.

إن آفاق النمو الصحى طويل الأجل في آسيا لا بد أن تعنى أن هذه المنطقة فى وضع يؤهلها لركوب الموجه التالية للازدهار، بل وحتى تصدها. ويتمثل التحدى فى ضمان ألا تخرج تنميتها عن مسارها بفعل الألغام البرية المالية المزروعة على امتداد الطريق. ينبغي للمنطقة أن تستغل رسوخ قدميها بثبات للبناء على الدروس المستفادة من أزمة ١٩٩٧ والأزمة الحالية. ■

خور هوى إى مساعد المدير العام (الاقتصاد) وكى روى زيونج خبير اقتصادى فى السلطة النقدية فى سنغافورة.

المراجع:

Krugman, Paul, ١٩٩٨, "What Happened to Asia?" (unpublished; Cambridge: Massachusetts Institute of Technology).

Minsky, Hyman, ١٩٩٢, "The Financial Instability Hypothesis," Levy Economics Institute Working Paper ٧٤ (New York).

