

إعادة النظر في الانهيار المالي الروسي



مارتن غيلمان
Martin Gilman

لا سوابق ولا خطط:

في أجواء التوقف الروسي عن سداد الديون عام ١٩٩٨

No Precedent, No Plan

Inside Russia's 1998 Default

MIT Press, Cambridge, 2010, 416 pp., \$29.95 (cloth).

الأزمة المالية العالمية الاهتمام
أحييت بالأزمات السابقة. ومن ثم فقد صدر كتاب مارتن غيلمان في الوقت المناسب، وهو أهم المساهمات حتى هذا التاريخ التي تناولت الانهيار المالي لروسيا في أغسطس ١٩٩٨. وكان غيلمان يشغل منصب الممثل المقيم الأول لصندوق النقد الدولي في موسكو عام ١٩٩٦ ثم استمرت إقامته فيها منذ ذلك الوقت إلا لفترة ثلاث سنوات؛ ويعرض رؤى متعمقة و متميزة لعملية صناعة السياسة الروسية، وعمل صندوق النقد الدولي، ونشوء الأزمة، ولديه معرفة بالأطراف الفاعلة، وبروسيا، والأدبيات ذات الصلة.

وكان الانهيار المالي الروسي هائلا، فقد ضرب في ثلاثة اتجاهات تمثلت في التوقف عن سداد ديون أذون الخزانة المحلية، والتخفيض الحاد لقيمة الروبل، وتجميد المدفوعات المستحقة للبنوك الأجنبية لمدة ثلاثة أشهر. وتزايدت المخاوف من التضخم المفرط وانتهاء التجربة الروسية إلى اقتصاد السوق. وكان هذا الانهيار نقطة تحول إلى الأفضل. فالملاحظ أن الناتج المحلي الإجمالي الروسي قد انخفض بمقدار ٥.٣٪ فقط في عام ١٩٩٨، ثم أخذ في النمو بمعدل ٧٪ سنويا في المتوسط خلال العقد التالي، كما أمكن شطب معظم الديون المحلية.

ويسرد هذا الكتاب بتسلسل زمني قصة تراكم الأحداث حتى بلوغها الذروة ثم انتهاء بالانهيار المالي. وقد أتقن غيلمان عملية سرد أحداث القصة المثيرة للاهتمام، فأسلوبه سهل لا يستخدم مصطلحات مهنية أو يتطرق إلى نقاط فنية دونما داع. والمؤلف صريح في آرائه على نحو ممتع للقارئ، ويميل إلى تفضيل المعنيين بالإصلاح في روسيا وإدارة صندوق النقد الدولي تحت ميشيل كامديسيوس وستانلي فيشر، بينما لا يبدي أي تعاطف مع الصناعيين ورجال الأعمال أو الشيوعيين أو القوميين أو القلة الحاكمة، أو جوزيف ستيفليتز. وتتسم ملاحظاته الشخصية العديدة بأنها مؤثرة وملهمة، فكتب يقول «كانت المشكلة على الجانب الحكومي هي عدم وضوح المسؤوليات». وتشمل أهم آرائه المتعمقة الحالة المزرية للمؤسسات الروسية، واشتداد حدة المشكلات الاقتصادية، وضعف الدولة بعد انهيار الاتحاد السوفيتي. فلم يكن هناك تنسيق في صنع السياسات ولم تتوافر معلومات حيوية. ويعرض غيلمان أمثلة عديدة لغياب تنسيق السياسات. والأمر الذي لا يمكن تصوره هو أن كلا من وزير المالية ورئيس البنك المركزي امتنعا عن الحديث مع بعضهما إبان الأزمة المالية، بينما كان يتولى صنع القرارات في الغالب أشخاص لا يشغلون مناصب حكومية.

ويعكس غيلمان صورة جيدة عن طريقة عمل صندوق النقد الدولي. فقد كان اتصال الصندوق بصناع القرار الروسيين مثيرا للإعجاب، لكن خبراء لم يكونوا في معظم الأحيان على علم بما يجري على أرض الواقع. أما الأطراف الخارجية فتستطيع أن ترى صورة واضحة بطريقة غير عادية للمجالات التي يمكن لصندوق النقد الدولي أن يقوم فيها بدور مؤثر أو تلك التي ليس له تأثير عليها. وتدرك الغالبية مدى القيود التي تحد من صلاحياته. ويؤكد المؤلف على نحو صائب أن أكبر أدوار الصندوق هو دعم المناقشة السليمة للسياسة. وهو ينتقد الصندوق، الذي عمل فيه لفترة طويلة من الزمن، لانتهاجه سياسات محددة في معارضة الضرائب على الصادرات، وضرائب الدخل الموحدة، وصندوق التثبيت. وأعتقد أن رؤيته دقيقة؛ فبينما يجيد صندوق النقد الدولي التصرف بسرعة ودراية، يتسم فكره بشأن السياسات بالذكاء واللباقة أكثر منه ممتازا.

ويرتاح غيلمان إلى دحض ثلاثة أساطير: فعلى النقيض من التقارير الإعلامية واسعة الانتشار رغم زيفها، لم يرق أحد بسرقة المبلغ المنصروف من الصندوق في يوليو ١٩٩٨ وقدره ٤.٨ مليار دولار. كما أنه «لم يكن هناك

دليل على أن بنك نيويورك قام بغسل مليارات الدولارات للمافيا الروسية». وبعد ذلك بعدة أشهر، تراجعت صحيفة نيويورك تايمز عن ادعاءاتها بغسل الأموال، عقب نشر تحقيقات متعاقبة على الصفحات الأولى، وقامت بهاء بتضمين إيدانها لمصدرها الرئيسي لتلك الادعاءات في مقال كبير في القسم الاقتصادي. وثالثا، بالرغم من المزاعم التي لا أساس لها والصادرة بصفة خاصة عن خبير الاقتصاد جوزيف ستيفليتز، فإن هروب رؤوس الأموال لم يكن بسبب تحرير رأس المال الذي دفع إليه الصندوق. إذ أن روسيا لم تقم بتحرير عمليات الحساب الرأسمالي حتى عام ٢٠٠٦ - أي بعد ثماني سنوات من برنامج صندوق النقد الدولي - عندما اكتشفت الدولة الضعيفة استحالة سيطرتها على تدفقات رأس المال.

والغريب في الأمر هو تحفظ المؤلف في استخلاص كل الاستنتاجات من انهيار عام ١٩٩٨، الذي اتضح بعد استقراء الأحداث الماضية أنه كان نجاحا ملموسا. ويؤكد أن غياب التمويل قد فرض الانضباط المالي على الحكومة، وشجع على القيام بإصلاح ضريبي عميق، وأدى إلى إتمام الإصلاحات الهيكلية المختلفة. لكنه غير مستعد للقول بأن الانهيار جاء مبكرا لحسن الحظ، لتتمكن روسيا من الإبقاء على ١٠ مليارات دولار من الاحتياطيات أو أن التوقف عن سداد الديون سمح لروسيا بشطب نحو ٦٠ مليار دولار من ديون أذون الخزانة. لقد كان هذا الانهيار هو العلاج الفعلي بالخدمات لروسيا وقد كان علاجا ناجعا. لكن الانهيار أدى أيضا إلى دعم نظام الحكم الاستبدادي لفلاديمير بوتين.

ويصف غيلمان أزمة عام ١٩٩٨ بقوله إنها «درس للصندوق في التواضع»، ولكن هل كان ذلك في جوهر الموضوع؟ لقد أسدى الصندوق مشورة معقولة بشأن السياسات وقدم قدرا كبيرا من التمويل لحل ضائقة روسيا في يوليو ١٩٩٨. وللأسف رفض البرلمان الروسي إصدار تشريعات بشأن التدابير اللازمة. ثم قام الصندوق في حقيقة الأمر بتنفيذ تهديده بوقف التمويل. وأعقب ذلك الانهيار الروسي الذي لاقى صناع السياسات في روسيا درسا، فقاموا من تلقاء أنفسهم بتنفيذ ما اقترحه عليهم صندوق النقد الدولي. وأعقب ذلك النجاح في حل الأزمة. وبعد كل الحماقات المالية الغربية الأخيرة، أصبحنا بالتأكيد أكثر تفهما للإخفاقات المبكرة في روسيا التي استفادت دروسا جيدة منذ ذلك الوقت.

أندرز أسلند

زميل أقدم في معهد بيترسون للاقتصاد الدولي

(ومعظمهم لم يحصلوا على درجة جامعية في اقتصاد يتزايد اعتماده على المهارات)، كان الحل السياسي السريع هو تقديم الائتمان الميسر، خاصة من خلال مؤسستي فاني ماي (Fannie Mae) وفريدي ماك (Freddie Mac)، الأمر الذي أتاح فرصة تملك منازل لمن لا يملكون القدرة على

هارفي يحلل الأزمة من منظور ماركسي إلى حد كبير .

ذلك. وبخلاف هذا الأمر، فإن تفسيرات هارفي وراجان متماثلة إلى حد بعيد حيث يذهبان إلى حدوث انفجار الفقاعة عندما يصبح الانتعاش الاستهلاكي الممول بالديون غير قابل للاستمرار. هل حل هارفي لغز انهيار المالي؟ ليس تماما. فقد قدم حكاية جديرة بالتصديق، لكن الأمر المخيب لآمال الاقتصاديين هو أن «لغز رأس المال» يفتقر إلى التفاصيل. فيغطي الكتاب عددا كبيرا من الأفكار الرئيسية والمثيرة للاهتمام إلا أن أيا منها لا يتضمن تفاصيل كافية قد نخرج منها بفرضيات قابلة للاختبار. على سبيل المثال، متى يصبح انخفاض حصة العمالة من الدخل قيذا حاسما على بيع رأس المال للسلع؟ وهل تقتضي النظرية انخفاض الأجور الحقيقية فعلا أم مجرد عدم مواكبة ارتفاع الإنتاجية والناتج المحلي الإجمالي الحقيقي؟ وألا يساعد الطلب المتزايد من العمال الصينيين - الذين تتزايد أجورهم الحقيقية - في موازنة تراجع الطلب من العمال الأمريكيين الذين تتعرض وظائفهم للتعهيد الخارجي؟ فلا يعبر هارفي عن أفكاره بدقة كافية لإيضاح تلك التساؤلات. إلا أنه لحسن الحظ، هناك آخرون يعملون لتشكيل هذه النظرية بالفعل مع الدقة التحليلية التي يُرجح أن يطلبها الاقتصاديون. وفي نفس الوقت فقد أُلّف هارفي كتابا مثيرا للأفكار، وهو مساهمة مهمة للإجابة عن السؤال «كيف أمكن حدوث كل ذلك؟» وفي النهاية، هل أقيّل بنظرية هارفي حول أسباب وقوع الأزمة المالية العالمية؟ ليس بعد. وهل سأشتري كتابه؟ أجل بالقطع.

آنتيش ريكس غوش

رئيس قسم في إدارة البحوث

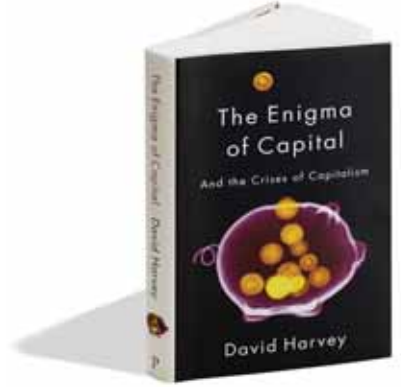
صندوق النقد الدولي

ففي الوقت الذي تولى فيه كل من ريجان وقاتشر السلطة، كانت العمالة مقهورة سياسيا، ولم تعد الأجور الحقيقية للعمال تتماشى مع زيادة الإنتاجية. إلا أنه لكي يتمكن رأس المال من بيع سلعة، لا بد أن يحصل العمال على دخل كاف (فهناك يخوت كثيرة لا يستطيع أن يشتريها سوى أصحاب المليارات). كيف يمكن إذا الحفاظ على الطلب في مواجهة انخفاض حصة العمالة من الدخل؟ بتقديم الائتمان الميسر! الأمر الذي يحقق طلبا فعلا على السلع، ويوفر مصدرا إضافيا للدخل لرأس المال من خلال مدفوعات الفائدة. وهذا هو بالضبط ما حدث، كما يقول هارفي.

ففي الولايات المتحدة مثلا، انخفضت حصة الأجور والمرتبات من نحو ٥٣٪ من الناتج المحلي الإجمالي في فترة الستينات إلى أقل من ٥٠٪ في فترة الثمانينات، وتراوحت في حدود ٤٥٪ في عام ٢٠٠٥؛ بينما ارتفعت نسبة خدمة دين المستهلك (مدفوعات خدمة الدين كنسبة من الدخل المتاح للإنفاق) من نحو ١٠٪ في عام ١٩٨٠ إلى ما يزيد على ١٣،٥٪ في عام ٢٠٠٥. وأدى هذا الأمر في نهاية المطاف إلى انهيار الهيكل المتداعي، فبدون زيادة حقيقية في الدخل، لم تتمكن العمالة من تسديد ديونها المتزايدة، وأعقب ذلك حدوث الأزمة المالية.

وما مدى إمكانية تصديق هذه القصة؟ أولا، هناك بعض الحقائق (غير الخلافية إلى حد بعيد)، ففي الولايات المتحدة والمملكة المتحدة على الأقل، تفاقمت حالة عدم المساواة في الدخل خلال الأعوام الخمسة والعشرين الماضية أو نحوها؛ وكان هناك ازدهار في إقراض المستهلك (خاصة ما يتعلق بالرهن العقاري السكني)؛ وقد تعرضنا لتونا لأسوأ انهيار مالي منذ الكساد الكبير. (وبالفعل، كما يشير هارفي، كانت توجد اتجاهات مماثلة لتزايد عدم المساواة وتوسع مديونية الرهون العقارية قبل الانهيار المالي في عام ١٩٢٩).

وليس هارفي هو الوحيد الذي لاحظ تلك الاتجاهات العامة، فيروي راغورام راجان قصة مماثلة في «شقوق الصدع» (Fault Lines)، وإن كانت تقوم على أقساط التعليم الجامعي بدلا من الصراع الطبقي. ويؤكد راجان نسبة التوزيع ٩٠ - ١٠، ففي الفترة بين عامي ١٩٧٥ و ٢٠٠٥، شهدت القوة الشرائية لأولئك الواقعين في المثين التسعين لتوزيع الدخل زيادة في أجورهم بنسبة ٦٥٪ أكثر من أولئك القابعين في المثين العاشر الأدنى. وبالنسبة للفئة الواقعة في المثين العاشر



ديفيد هارفي
David Harvey

لغز رأس المال

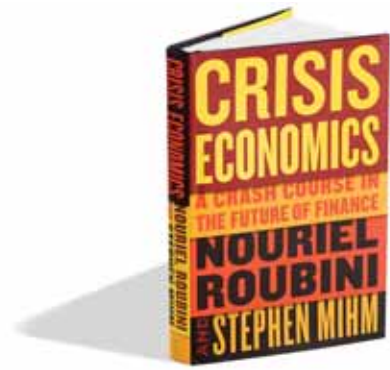
The Enigma of Capital

Profile Books, London, 2010, 256 pp., \$24.95 (cloth).

أدت الأزمة المالية العالمية بطبيعة الحال إلى نشأة عدد كبير من النظريات حول سبب حدوثها. وبينما تركز معظم النظريات، من منظور ضيق، على عامل أو آخر منها - مثل الاختلالات العالمية، أو التخفيض المفرط لأسعار الفائدة الأساسية، أو إخفاقات التنظيم المالي - يقدم كتاب ديفيد هارفي بعنوان «لغز رأس المال» (The Enigma of Capital) شرحا أكثر شمولا. وبالنسبة لهارفي، الذي يحلل الأزمة من خلال منظور ماركسي إلى حد كبير، فإن السبب الجذري للأزمة هو الصراع الطبقي بين رأس المال وعنصر العمل على توزيع الكعكة الاقتصادية.

وفيما يلي مسار قصة هارفي الأساسية. كان التراكم المستمر لرأس المال ودعم القوة الاقتصادية للرأسماليين قيد السيطرة في البلدان الصناعية في فترة الستينات بسبب نقص عنصر العمل. لكن الهجرة - بما في ذلك برامج استضافة العمالة في أوروبا وإصلاحات نظام الهجرة في عام ١٩٦٥ في الولايات المتحدة - والتطور التكنولوجي الذي لا يحتاج إلى أعداد كبيرة من العمال، والتعهيد الخارجي لبلدان مثل الصين، كانت كلها تعني التحول التدريجي في القوة التفاوضية بين رأس المال والعمل.

الرجل الذي تنبأ بالأزمة



نورييل روبيني وستيفان ميم

Nouriel Roubini and Stephen Mihm

أزمة في علم الاقتصاد:

Crisis Economics

دورة مكثفة في مستقبل التمويل

A Crash Course in the Future of Finance
Penguin Group (USA) Incorporated, New York,
2010, 368 pp., \$27.95 (cloth).

نورييل روبيني - أحد مؤلفي كتاب

يُعرف

«أزمة في علم الاقتصاد» - بأنه الرجل الذي تنبأ بحدوث الأزمة

المالية العالمية. وهذا الكتاب هو سرد زمني لعملية التفكير في هذه المسألة وكيف تسنى له التنبؤ بحدوثها. وبينما تختلف كل أزمة عن الأخرى، تركز الفرضية الأساسية في هذا الكتاب على العوامل القوية المشتركة بين الأزمات والتي جعلها محتملة وتحقق إمكانية التنبؤ بها. والمغزى هنا هو أن الأسواق والأزمات رقيقان طبيعياً.

ويتسبب «التدمير الخلاق» بالضرورة في حدوث الأزمات - وهو الآلية التي يدفع بها الابتكار التقني عجلة النمو الاقتصادي. وينصح الكتاب بالتدمير الخلاق الخاضع للسيطرة، الذي يأتي من فهم الأزمات وإدارتها. ويصحب الكتاب القارئ في جولة من خلال المفكرين العظام في علم الاقتصاد الذين كتبوا عن الدورات الاقتصادية والانهيارات المالية أمثال: جون ستيوارت ميل، وغيفونز، وماركس، وشومبيتر، وكينز، وفيشر، ومينسكي. وبينما يبدو الأمر عادياً للباحث، سيدج القارئ العادي صدى معاصراً للوصف الذي قدمه عالم الاقتصاد جون ستيوارت ميل في القرن التاسع عشر لازدهار الائتمان وانهيائه.

ويتمتع هذا الكتاب بإيقاع وحيوية الروايات المثيرة، فالسرد حافل بالمواقف والحلول، وهناك العديد من الأشرار (بما في ذلك آلان غرينسبان) والقليل من الأبطال. وقد يُعتبر روبيني من الأبطال، مع وجود آخرين غيره أقل شهرة. لكن النصيحة لا تلقى صدًى وسط الأجواء الصاخبة. ويأخذ الكتاب القارئ إلى عالم الهندسة المالية المحير. ويصف، كجزء من شرحه للتوريق، نموذج «إنشاء القروض وتوزيع المخاطر» ويوضح كيفية عمل التزامات الدين المضمون بأصول (CDOs)، والتزامات الدين المضمونة - تريبب، والتزامات الدين المضمونة-تكميب. كما يشير أيضاً إلى مكافآت المصرفيين، وخوض المخاطر، والخطر الأخلاقي، ورفع القيود التنظيمية، والمبالغة في الرفع المالي، والمدخرات العالمية، والائتمان الميسر، ونمو جهاز الظل المصرفي. ويصف الفصل الرابع في الكتاب كيف أدى خليط من تلك العناصر إلى وقوع أزمة القروض العقارية عالية المخاطر التي لم تقتصر على مجرد انهيار مصرفين استثماريين، بل قرب انهيار كل من فاني ماي، وفريدي ماك، والمجموعة الأمريكية الدولية للتأمين (AIG) - وما صاحبه من إضعاف الجدارة الائتمانية للولايات المتحدة. ويتناول الكتاب كيفية تطور العدوى في النظام المالي للولايات المتحدة وتحولها إلى وباء عالمي، فيضعف أسطورة فك الارتباط بين دعم الدخل ومستوى الإنتاج. ومع ذلك، ومهما كان اقتراب العالم من تكرار تجربة الكساد الكبير، فقد تم استيعاب الدروس وقامت البنوك المركزية الرئيسية بتطبيق سياسات مبتكرة وجذرية لمنع تكرار تلك التجربة. وقد تمت مناقشة تلك السياسات الجذرية، لكن المؤلفين يتساءلان عما إذا كان الدواء هو مجرد تأخير بداية الأزمة التالية. فتدخل السلطات لم يميز بين الطيب والشريد والقبيح. وتترك مسألة حتمية الهبوط الاقتصادي التالي مفتوحة.

وتأخذ الفصول التالية القارئ إلى إجراءات السياسة. فيرى المؤلفان أن الفلسفة السائدة قبل حدوث الأزمة كانت هي «السوق تعرف أكثر». ولكن ليس هذا هو ما يدرس في مناهج الاقتصاد. فإخفاقات السوق بسبب انعدام اليقين، وعدم تجانس المعلومات، والخطر الأخلاقي هي موضوعات معتادة في برامج دراسة الاقتصاد. ولا يمثل تجاهل ما يدرس في علم الاقتصاد أزمة لهذا العلم، لكنه قد يكون كذلك بالنسبة لخبراء

الاقتصاد الذين تحركوا ببطء لإطلاق صفارة الإنذار. وتناول الكتاب عدداً من المقترحات العملية - التي نوقش معظمها في وسائل الإعلام - بداية من هيكل مكافآت رجال البنوك وحتى إدراج الأصول المسمومة التي اعتبرها مهندسو المال في وول ستريت جزءاً من مجمع المكافآت. وتشمل المقترحات الأخرى «الرصد الديناميكي للمخصصات» (زيادة رأس المال الإلزامي في فترات الازدهار لتغطية الخسائر الحتمية في حالات الهبوط الاقتصادي)، ووضع قواعد أكثر صرامة لإدارة السيولة والعودة إلى أحد أشكال قانون غلاس-ستيغول (فصل البنوك الاستثمارية عن البنوك التجارية)، وفرض متطلبات أقوى على رأسمال صناديق التحوط التي تتعامل في مبادلة مخاطر عدم السداد (عقد تأمين يؤدي المدفوعات في حالة العجز عن السداد والذي يمكن مع ذلك تداوله بحيث يمكن لوكيل ليس لديه مصلحة قابلة للتأمين أن يحتفظ به)، وتحسين حوكمة الشركات، والحاجة إلى الحد من الاعتماد على وكالات تصنيف المخاطر، والحاجة إلى تقليص حجم البنوك. وكثير من هذه المقترحات معقول، وبعضها محل خلاف.

وربما كان عنوان الكتاب مغلوطاً. فأزمة علم الاقتصاد لا تتطلب نوعاً خاصاً من علم الاقتصاد: ذلك أن ما يلزم تغييره - تجاوباً مع الأزمة - هو التيار العام لتدريس علم الاقتصاد. فليس ثمة خطأ في توخي الدقة وبناء النماذج ما دام الدارسون يتعلمون التقييم النقدي الذي لا بد أن يصاحبها. وحتى أنصار «فرضية الأسواق الكفاء» قد تخلوا منذ فترة طويلة عن الصياغات الساذجة، بينما هناك قدر كبير من التنفيذ المبني على أساس تجريبي. وأفضل طريقة لتطوير التقييم النقدي هي دراسة التاريخ الاقتصادي، وهذا هو الدرس الذي خرجت به من هذا الكتاب. وللأسف، فإن كثيراً من أقسام علم الاقتصاد قد أحالت دراسة تاريخ الاقتصاد إلى هوامش المناهج. وكما يقول المؤلفان «التاريخ يعزز التواضع، وهي صفة تظهر عند تقييم الأزمات». فمن يستطيع أن يختلف مع هذا الرأي؟

كنت ماثيوز

أستاذ كرسي سير جوليان هودج للبنوك والتمويل، كلية إدارة الأعمال في كارديف