



# السقوط الحر

أميركا. والأسواق الحرة. وتدهور الاقتصاد العالمي

جوزيف ستيفليتز

الحائز على جائزة نوبل للاقتصاد

ترجمة

عمر سعيد الأيوبي

دار الكتاب العربي

بيروت - لبنان

السُّقُوطُ الحُرُّ

# السُّقُوطُ الحُرُّ

أميركا، والأسواق الحرّة، وتدهور الاقتصاد العالمي

جوزيف إ. ستيفليتز

ترجمة

عمر سعيد الأيوبي

دار الكتاب العربي

بيروت - لبنان

## السقوط الحر

حقوق الطبعة العربية © 2011

ISBN: 978-9953-27-945-9

Authorized Translation from the English Language Edition:

### FREE FALL

by Joseph E. Stiglitz  
w. w. Norton & company Ltd.  
Copyright © 2010 by Joseph E. Stiglitz

#### جميع الحقوق محفوظة

لا يجوز نشر أي جزء من هذا الكتاب، أو اختزال مادته بطريقة الاسترجاع،  
أو نقله على أي نحو، وبأي طريقة، سواء كانت إلكترونية أو ميكانيكية  
أو بالتصوير أو بالتسجيل أو خلاف ذلك، إلا بموافقة المؤلف على ذلك كتابة ومقدماتاً.

#### الناشر

**DAR ALKITAB AL ARABI**

**دار الكتاب العربي**

Verdun St., Byblos Bank Bldg.

شارع فردان، بناية بنك بيبلس

P.O. Box 11-5769

ص. ب. 11-5769

Beirut 1107 2200 Lebanon

بيروت 1107 2200 لبنان

هاتف 861178 - 862905 - 800811 (+961 1)

فاكس 805478 (+961 1)

بريد إلكتروني [daralkitab@idm.net.lb](mailto:daralkitab@idm.net.lb)

[www.dar-alkitab-alarabi.com](http://www.dar-alkitab-alarabi.com)

[www.kitabalarabi.com](http://www.kitabalarabi.com)

[www.academia.com.lb](http://www.academia.com.lb)

الآراء الواردة في هذا الكتاب تعبر عن أفكار أصحابها  
ولا تعبر بالضرورة عن رأي الناشر



## المحتويات

7	المقدمة
23	شكر وتقدير
27	الفصل الأول: صناعة الأزمة
55	الفصل الثاني: السقوط الحرّ وعواقبه
89	الفصل الثالث: ردّ تشوبه العيوب
111	الفصل الرابع: فضيحة الرهن العقاري
147	الفصل الخامس: السرقة الأميركية الكبرى
191	الفصل السادس: انتصارات الجشع على حسن التدبير
231	الفصل السابع: نظام رأسمالي جديد
259	الفصل الثامن: من التعافي العالمي إلى الازدهار العالمي
289	الفصل التاسع: إصلاح علم الاقتصاد
329	الفصل العاشر: نحو مجتمع جديد
353	الخاتمة
403	الحواشي



## المقدمة

**خسر** ملايين الأشخاص في الولايات المتحدة والعالم بيوتهم وأعمالهم في الركود الكبير الذي بدأ في سنة 2008. وعانى أكثر منهم القلق والخوف من أن يصيبهم ذلك، وشهد جميع من ادّخروا الأموال للتقاعد أو تعليم أطفالهم تضائل استثماراتهم لتصبح جزءاً ضئيلاً من قيمتها. وسرعان ما تحولت تلك الأزمة التي بدأت في الولايات المتحدة إلى أزمة عالمية، إذ فقد عشرات الملايين أعمالهم في جميع أنحاء العالم - 20 مليوناً في الصين وحدها - وسقط عشرات الملايين في براثن الفقر<sup>(1)</sup>.

لم يكن يُفترض أن تجري الأمور على هذا النحو. فقد وعد علمُ الاقتصاد الحديث الجميع بالازدهار من خلال الأسواق الحرة والعولمة. وكان يُفترض بالاقتصاد الجديد الذي رُوّج له كثيراً - الابتكارات المدهشة التي شهدتها النصف الثاني من القرن العشرين، بما في ذلك إلغاء الرقابة والهندسة المالية - أن يمكن من تحسين إدارة المخاطر ويضع حداً للدورات الاقتصادية. وإذا لم يقضِ ائتلاف الاقتصاد الجديد وعلم الاقتصاد الحديث على التقلّبات الاقتصادية، فقد تمكّن من لجمها. أو هكذا قيل لنا.

لقد حطّم الركود الكبير هذه الأوهام - ما من شك في أنه أسوأ انتكاسة منذ الكساد العظيم قبل نحو سبعين سنة - وأجبرنا على إعادة التفكير في الآراء التي طالما حظيت بتقديرنا. فقد سادت طوال ربع قرن مبادئ السوق الحرة:

الأسواق الحرة وغير المقيدة تتسم بالكفاءة، وإذا ما أخطأت فإنها سرعان ما تصحّح الخطأ. والحكومة الصغيرة أفضل الحكومات، والتنظيم يعيق الابتكار. وعلى المصارف المركزية أن تتمتع بالاستقلالية وتحصر اهتمامها في المحافظة على انخفاض التضخم. اليوم، اعترف حتى الكاهن الأكبر لهذه الإيديولوجية، آلن غرينسبان، رئيس مجلس إدارة الاحتياطي الفيدرالي في فترة سيادة هذه الأفكار، أن هناك عيباً في هذا التعليل - لكن اعترافه جاء متأخراً بالنسبة إلى الذين عانوا من العواقب وهم كثر.

يتناول هذا الكتاب معركة الأفكار، الأفكار التي أدت إلى السياسات الفاشلة التي أنتجت الأزمة والدروس المستفادة منها. إن كل أزمة تخبو بمرور الوقت، لكن ما من أزمة، وبخاصة بمثل هذه الشدة، تمرّ من دون أن تخلّف أثراً. وسيشمل أثر أزمة 2008 ظهور وجهات نظر جديدة بشأن الصراع الطويل على نوع النظام الاقتصادي الذي من المرجح أن يقدم أعظم الفوائد. ربما تكون المعركة بين الرأسمالية والشيوعية قد انتهت، لكن اقتصاديات السوق ذات أشكال مختلفة والمعركة محتدمة فيما بينها.

أعتقد أن الأسواق تكمن في جوهر كل اقتصاد ناجح، وأن الأسواق لا تعمل جيداً من تلقاء نفسها. وفي هذا السياق أجديني من أتباع نهج الاقتصادي البريطاني الشهير جون ماينارد كينز الذي يهيمن تأثيره على دراسة الاقتصاد الحديث. فلا بد أن تؤدي الحكومة دوراً، وألا يقتصر ذلك على إنقاذ الاقتصاد عندما تفشل الأسواق وتنظيم الأسواق لتجنّب مثل هذا النوع من الفشل الذي شهدناه للتوّ. للاقتصادات بحاجة إلى توازن بين دور الأسواق ودور الحكومة - مع إسهامات مهمة من المؤسسات التي لا علاقة لها بالسوق والمؤسسات غير الحكومية. وقد فقدت أميركا ذلك التوازن في الخمس والعشرين سنة الماضية، وعمّمت وجهة نظرها غير المتوازنة على البلدان الأخرى في جميع أنحاء العالم.

يوضح الكتاب كيف أفضت وجهات النظر المعيبة إلى الأزمة، وصعّبت رؤية المشاكل المعتملة على صانعي القرار الرئيسيين في القطاع الخاص وصنّاع السياسات في القطاع العام، وأسهمت في فشل صنّاع السياسات في معالجة

السقوط بفعالية. سيتوقف طول الأزمة على السياسات المتبعة، غير أن الأخطاء التي ارتكبت بالفعل ستؤدي إلى إطالة هذا الانكماش وتعميقه أكثر مما كانت ستؤول إليه الأمور بخلاف ذلك. بيد أن إدارة الأزمة هي شاغلي الأول فحسب، فأننا مهتمّ أيضاً بشأن العالم الذي سيبرز في أعقاب الأزمة. فلن نعود إلى عالم ما قبل الأزمة، وليس في وسعنا العودة إليه.

قبل حدوث الأزمة، واجهت الولايات المتحدة، والعالم على العموم، العديد من المشاكل، ليس أقلها التكيف مع تغيّر المناخ. فقد كانت سرعة العولمة تفرض تغييرات سريعة على الهيكل الاقتصادي، وتجهّد قدرة العديد من الاقتصادات على احتمالها. ستبقى هذه التحديات في أعقاب الأزمة بصورة مضخّمة، لكن الموارد التي علينا استخدامها للتعامل معها ستتقلّص كثيراً.

أمل أن تؤدي الأزمة إلى تغييرات في مجال السياسات والأفكار. إذا اتخذنا القرارات الصحيحة، لا مجرد القرارات الملائمة سياسياً واجتماعياً، فلن نقلل من احتمال حدوث أزمة أخرى فحسب، وإنما ربما نسرّع أيضاً الابتكارات الحقيقية التي تحسّن حياة الناس في جميع أنحاء العالم. وإذا اتخذنا القرارات الخاطئة، فسيصبح المجتمع أكثر انقساماً والاقتصاد أكثر تعرّضاً لأزمة أخرى وأقل استعداداً لمواجهة تحديات القرن الحادي والعشرين. ومن أهداف هذا الكتاب مساعدتنا في فهم النظام العالمي الذي سيبرز في نهاية المطاف بعد الأزمة على نحو أفضل وكيف أن ما نفعله اليوم سيساعد في التأثير فيه نحو الأفضل أو الأسوأ.



ربما يعتقد المرء أن الجدل بشأن أصولية السوق - القول بأن الأسواق محدّ ذاتها تستطيع ضمان الازدهار والنموّ من دون أي تدخّل - قد انتهى بنشوء أزمة 2008. وربما يظن المرء أنه ما من أحد سيجرؤ ثانية - أو على الأقل حتى تنحسر ذكريات الأزمة وتصبح جزءاً من الماضي البعيد - على المحاجة بأن الأسواق تصحّ نفسها بنفسها، وأن في وسعنا الاعتماد على سلوك المشاركين

في السوق الذي يراعي مصالحهم الشخصية لضمان عمل كل شيء على ما يرام.

إن الذين أصابوا النجاح من خلال أصولية السوق يقدمون تفسيراً مغايراً. بعضهم يقول إن اقتصادنا يعاني من "حادث"، والحوادث تقع دائماً. لكن ما من أحد يقترح التوقف عن القيادة بسبب حادث اصطدام عارض. يريد أصحاب هذا الموقف منا أن نعود إلى ما قبل سنة 2008 بأسرع ما يمكن. وهم يقولون إن المصرفيين لم يرتكبوا أي خطأ<sup>(2)</sup>. أعطوا المصرفيين المال الذي يطلبونه، وعدّلوا الأنظمة قليلاً، أعطوا بعض المحاضرات القاسية للمنظمين كي لا يُسمح لأمثال بيرني مادوف بالاحتتيال ثانية، وأضيفوا مزيداً من المقررات عن الأخلاق في كليات إدارة الأعمال، وسنخرج من الأزمة ونتعافى.

يرى هذا الكتاب أن المشاكل أكثر عمقاً بكثير. ففي الخمس والعشرين سنة الماضية أنقذت الحكومات تكراراً نظامنا المالي الذي يُفترض أن ينظم نفسه بنفسه. واستقينا دروساً خاطئة من بقاء النظام - أنه يعمل من تلقاء نفسه. غير أن نظامنا الاقتصادي لم يكن يعمل جيداً بالنسبة إلى معظم الأميركيين قبل الأزمة. صحيح أن هناك من نجح وأفلح، لكنه لم يكن الأميركي العادي.

ينظر الاقتصادي في الأزمة الاقتصادية بطريقة مماثلة للنهج الذي يتبعه الطبيب في دراسة طبيعة المرض: كلاهما يتعلم الكثير عن كيفية السير بانتظام عن طريق رؤية ما يحدث عندما لا تكون الأمور سوية. عندما نظرت في أزمة سنة 2008، شعرت أن لدي مزايا واضحة على المراقبين الآخرين. لقد كنت متمرساً في الأزمات إلى حد ما، أو عالماً في الأزمات. هذه ليست الأزمة الكبرى الأولى في السنوات الأخيرة. فقد كانت الأزمات تقع في البلدان النامية بانتظام مثير للخوف - يشير أحد الإحصاءات إلى وقوع 124 أزمة بين سنتي 1970 و2007<sup>(3)</sup>. وعندما حدثت آخر أزمة مالية عالمية في سنتي 1997 - 1998، كنت خبيراً اقتصادياً كبيراً في البنك الدولي. وشاهدت كيف انتشرت الأزمة التي بدأت في تايلند إلى بلدان أخرى في شرق آسيا ثم إلى أميركا الجنوبية وروسيا. وهي مثال كلاسيكي على أزمة مُعدية - يحدث فشل في جزء من النظام الاقتصادي

العالمي وينتشر إلى الأجزاء الأخرى. ربما يستغرق الكشف عن العواقب الكاملة لأي أزمة اقتصادية عدة سنين. ففي حالة الأرجنتين، بدأت الأزمة في سنة 1995، كجزء من السقوط الناجم عن أزمة المكسيك، وتفاقت بأزمة شرق آسيا في سنة 1997 والأزمة البرازيلية في سنة 1998، لكن الانهيار التام لم يحدث إلا في أواخر سنة 2001.

ربما يشعر الاقتصاديون بالفخر بشأن التقدم الذي طرأ على علم الاقتصاد في العقود السبعة الأخيرة التي تلت الكساد العظيم، لكن ذلك لا يعني وجود إجماع حول كيفية التعامل مع الأزمات. ففي سنة 1997، راقبتُ بفزع كيف استجابت وزارة الخزانة الأميركية وصندوق النقد الدولي لأزمة شرق آسيا باقتراح سلسلة من السياسات التي تعود إلى السياسات المضللة المرتبطة بالرئيس هربرت هوفر في أثناء الكساد العظيم وكانت محكومة بالفشل.

عندما انزلق العالم ثانية في أزمة سنة 2007، شعرت بأنني شهدت ذلك من قبل. فالشبه شديد بين ما رأيته في ذلك الوقت وما عاينته قبل عقد من الزمن. وسأذكر مثلاً واحداً على ذلك، إنكار الأزمة على الملأ في البداية: قبل عشر سنوات، أنكرت وزارة الخزانة الأميركية وصندوق النقد الدولي في البداية وجود أي ركود/كساد في شرق آسيا. وقد استشاط لاري سمرز، وكيل وزارة الخزانة في ذلك الوقت وكبير مستشاري الرئيس أوباما الاقتصاديين الآن، غضباً عندما استخدم جان ميشال سفيرنو، نائب رئيس البنك الدولي لشرق آسيا في ذلك الوقت، كلمتي كساد وركود لوصف ما يجري. لكن كيف يمكن أن يصف المرء انكماشاً أدى إلى ارتفاع نسبة البطالة إلى 40 بالمئة بين سكان جزيرة جاوا الإندونيسية؟

أنكرت أيضاً إدارة بوش في سنة 2008 وجود أي مشكلة خطيرة في البداية. ورأى الرئيس أننا بالغنا في بناء المساكن<sup>(4)</sup>. في الأشهر الأولى للأزمة، بدلت وزارة الخزانة ومجلس الاحتياطي الفيدرالي المسارات التي تسلكها كسائق سكران، فأنقذت بعض المصارف وتركت مصارف أخرى تواجه مصيرها. وكان من المتعذر معرفة المبادئ التي تقف وراء اتخاذ القرارات. رأت إدارة بوش أنها



تحاول أن تكون براغماتية، فيما هي تسير في منطقة مجهولة المسالك إذا توخينا الإنصاف.

عندما بدأت غيوم الركود تلوح في أفق الاقتصاد الأميركي في سنة 2007 وأوائل سنة 2008، سئل الاقتصاديون كثيراً إذا كان هناك احتمال حدوث كساد أو ركود كبير. نفى معظمهم ذلك بصورة غريزية. فالتقدم الذي طرأ على علم الاقتصاد - بما في ذلك معرفة كيفية إدارة الاقتصاد العالمي - يعني أن مثل هذه الكارثة تبدو غير متصورة بالنسبة إلى كثير من الخبراء. مع ذلك، فشلنا عندما وقعت الأزمة في شرق آسيا قبل عشر سنوات، بل واجهنا فشلاً ذريعاً.

ليس من المستغرب أن تفضي النظريات الاقتصادية غير الصحيحة إلى سياسات خاطئة، لكن من كانوا وراءها ظنّوا أنها ستنجح. وقد أخطؤوا. فالسياسات المعيبة لم تؤدّ إلى أزمة شرق آسيا قبل عقد من الزمن فحسب، وإنما فاقمت عمقها ومدّتها أيضاً وخلفت إرثاً من الاقتصادات الضعيفة وجبالاً من الديون.

شكل الفشل قبل عشر سنوات فشلاً جزئياً أيضاً للسياسة العالمية. فقد ضربت الأزمة البلدان النامية، التي تسمى أحياناً "محيط" الاقتصاد العالمي. لم يكن الذين يديرون النظام الاقتصادي العالمي مهتمين جداً في حماية أرواح ومعيشة سكان البلدان المتأثرة بقدر اهتمامهم بالمحافظة على المصارف الغربية التي أقرضت تلك البلدان. اليوم ثمة فشل ثانٍ في السياسات والسياسة، فيما تناضل أميركا وبقية العالم لإعادة اقتصاداتها إلى مسار النمو القوي.

## السقوط الحرّ

عندما شرع الاقتصاد العالمي في السقوط الحرّ في سنة 2008، سقطت معتقداتنا أيضاً. وشهدت الآراء التي صمدت طويلاً بشأن الاقتصاد وأميركا وأبطالنا سقوطاً حراً أيضاً. في أعقاب الأزمة المالية الكبرى الأخيرة، نشرت مجلة "تايم" في 15 شباط/فبراير 1999 على غلافها صورة لرئيس مجلس

الاحتياطي الفيدرالي آلن غرينسبان ووزير الخزانة روبرت روبين، وهما من منحا الفضل للازدهار الذي حدث في التسعينيات، إلى جانب ربيبهما لاري سمرز. وأطلق عليهم اسم "لجنة إنقاذ العالم"، وساد اعتقاد عام بأنهم آلهة عظام. وفي سنة 2000، كتب صحفي التحقيقات الأكثر مبيعاً، بوب وودورد، سيرة ذاتية تمجّد باألن غرينسبان بعنوان "المايسترو" *Maestro*<sup>(5)</sup>.

كنت أقل إعجاباً بما حدث من مجلّة "تايم" أو بوب وودورد، بعد أن شهدت مباشرة كيفية التعامل مع أزمة شرق آسيا. فقد رأيت أنا ومعظم الآسيويين الشرقيين أن السياسات التي فرضها صندوق النقد الدولي عليهم بأمر من "لجنة إنقاذ العالم" جعلت الأزمة أسوأ بكثير مما يمكن أن تكون بخلاف ذلك. وأظهرت السياسات عدم فهم أسس الاقتصاد الكلي الحديث التي تدعو إلى سياسات نقدية ومالية توسّعية في وجه الانكماش الاقتصادي<sup>(6)</sup>.

لقد فقدنا الآن كمجتمع الاحترام الذي نكنّه لخبرائنا الاقتصاديين الكبار. في السنوات الأخيرة، لجأنا إلى وول ستريت ككل - وليس إلى أنصاف الآلهة مثل روبين وغرينسبان فحسب - طلباً للنصح بشأن كيفية إدارة النظام المعقّد لاقتصادنا. فمن هو ذا الذي نلجأ إليه الآن؟ الاقتصاديون ليسوا مسعفين في معظم الأحيان. وكثير منهم وقّروا السلاح الفكري الذي لجأ إليه صنّاع السياسة في الاتجاه نحو الحدّ من الرقابة.

غالباً ما يتحوّل الاهتمام للأسف من معركة الأفكار إلى دور الأفراد: الأشرار الذين أحدثوا الأزمة، والأبطال الذين أنقذونا منها. وسيكتب آخرون (وقد كتبوا بالفعل) كتباً تشير بالبنان إلى صانع السياسة هذا أو ذاك، وهذا المدير التنفيذي المالي أو ذاك، الذين ساعدوا في قيادتنا إلى الأزمة الراهنة. لكنّ لهذا الكتاب غرض آخر. فهو يرى أن جميع السياسات الحاسمة، مثل تلك المتعلقة بالحدّ من الرقابة، ناجمة عن "قوى" سياسية واقتصادية - مصالح وأفكار وإيديولوجيات - تتجاوز أي شخص معيّن.

عندما قام الرئيس رونالد ريغان بتعيين غرينسبان رئيساً للمجلس

الاحتياطي الأميركي في سنة 1978، فإنه كان يبحث عن شخص ملتزم بالحد من الرقابة. وكان بول فولكر، سلف غرينسبان في رئاسة مصرف الاحتياطي الأميركي، قد اكتسب سمعة عالية لأنه نجح في خفض معدل التضخم الأميركي من 11.3 بالمئة في سنة 1979 إلى 3.6 بالمئة في سنة 1987<sup>(7)</sup>. ومثل هذا الإنجاز كفيل عادة بضمان إعادة التعيين في الأحوال العادية. لكن فولكر أدرك أهمية التنظيم والرقابة، وأراد ريغان من يعمل على الحد منهما. لو لم يكن غرينسبان موجوداً لتولّى هذه الوظيفة، لوجد الكثير غيره ممن يستطيعون ارتداء عباءة الحد من الرقابة ويرغبون في ذلك. لم تكن المشكلة تعني غرينسبان بقدر ما تعني إيديولوجية الحد من الرقابة التي استشرت.

يُعنى هذا الكتاب بالدرجة الأولى بالمعتقدات الاقتصادية وكيف تؤثر على السياسات، لكن على المرء معاينة الارتباط بين الأزمة وهذه المعتقدات للكشف عما حصل. وفي حين لا يبحث هذا الكتاب في من فعل ذلك، فإن هناك عناصر مهمة للقصة تشبه اللغز الجيد: كيف هوى أكبر اقتصاد في العالم وسقط هذا السقوط الحر؟ ما السياسات وما الحوادث التي أطلقت الانكماش العظيم في سنة 2008؟ إذا لم نتفق على الإجابة عن هذه الأسئلة، فلن نتمكن من الاتفاق على ما نفعله للخروج من الأزمة أو تجنب حدوث الأزمة التالية. إن تحليل الدور النسبي الذي أدّاه السلوك السيئ للمصارف، أو فشل أجهزة التنظيم والرقابة، أو السياسة النقدية السائبة التي اتبعتها مجلس الاحتياطي الفيدرالي ليس بالأمر الهين، لكنني سأشرح لماذا أحمل الأسواق والمؤسسات المالية الملامة والمسؤولية.

إن إيجاد الأسباب الأساسية شبيه بتقشير البصلة. كل تفسير يثير مزيداً من الأسئلة على مستوى أعمق: ربما شجعت الحوافز المنحرفة على قصر النظر والسلوك الخطير الذي سلكه المصرفيون، لكن لماذا كان لديهم مثل هذه الحوافز المنحرفة؟ ثمة إجابة متوافرة بالفعل: مشاكل في حوكمة الشركات، أي الطريقة التي تحدّد فيها الحوافز والأجور. لكن لماذا لم تمارس السوق الانضباط على حوكمة الشركات السيئة وهياكل الحوافز الرديئة؟ يفترض أن ينطوي الانتقاء الطبيعي على مبدأ البقاء للأصلح، أي وجوب ازدهار الشركات ذات الحوكمة

الجيدة وهياكل الحوافز المصمّمة للأداء على المدى الطويل. تلك النظرية هي ضحية أخرى من ضحايا هذه الأزمة. عندما يفكر المرء في المشاكل التي كشفت عنها هذه الأزمة في القطاع المالي، يتضح أنها أكثر عمومية وأن هناك مثيلاً لها في المجالات الأخرى.

المدهش أيضاً أنه عندما ينظر المرء تحت السطح، ووراء المنتجات المالية الجديدة، والرهونات الرديئة، وأدوات الدين بضمان رهن عقاري، فإن هذه الأزمة تبدو مماثلة جداً للعديد من الأزمات التي سبقتها، في الولايات المتحدة والخارج على السواء. لقد كان هناك فقاعة وانفجرت فأعقبها دمار. لقيت الفقاعة دعماً من القروض المصرفية المعدومة المضمونة بأصول ضخّمت الفقاعة قيمتها. وسمحت الابتكارات الجديدة للمصارف بإخفاء الكثير من ديونها المعدومة، وإبعادها عن ميزانياتها العمومية، وزيادة نسبة القروض الفعلية - ما زاد من حجم الفقاعة والفوضى العامة التي أحدثها انفجارها. وكانت الأدوات الجديدة (مقايضة القروض التي تأخر سدادها)، التي زُعم أن المراد بها إدارة المخاطر لكنّها مصمّمة في الواقع لخداع الجهات الرقابية، شديدة التعقيد بحيث ضخّمت المخاطر. والسؤال الكبير الذي يبحثه قسم كبير من الكتاب هو: كيف ولماذا سمحنا بحدوث ذلك ثانية وبهذا الحجم الكبير؟

إن إيجاد التفسيرات العميقة صعب، لكن ثمة تفسيرات بسيطة يسهل رفضها. وكما ذكرت آنفاً، أراد العاملون في وول ستريت الاعتقاد بأنهم لم يخطئوا على الصعيد الفردي، ورغبوا في الاعتقاد بأن النظام نفسه صحيح بصورة جوهرية. وظنّوا أنهم ضحايا تعسون لعاصفة تقع مرة كل ألف سنة. لكن الأزمة لم تكن مجرد شيء أصاب الأسواق المالية، بل هي من صنع الإنسان - شيء صنعه وول ستريت بنفسها وألحق الضرر بها وبقية مجتمعنا.

إذا كان هناك من لم يقتنع بحجّة الحادث العارض الذي يقع عادة، فثمة حجج أخرى لدى المدافعين عن وول ستريت: لقد دفعتنا الحكومة إلى القيام بذلك عبر تشجيعها ملكية البيوت وإقراض الفقراء. أو كان على الحكومة أن تمنعنا من القيام بذلك، والخطأ يقع على الجهات الرقابية. ثمة شيء غير لائق البتة بشأن

محاولات النظام المالي الأميركي تحويل الملامة في هذه الأزمة، وستشرح الفصول اللاحقة ما الذي يجعل هذه المقولات غير مقنعة.

جاء المنافحون عن النظام بخط دفاع ثالث، وهو الخط نفسه الذي استُخدم قبل بضع سنوات عندما ظهرت فضائح شركتي إنرون وورلد كوم. يوجد تفاح فاسد في كل نظام، ونظامنا - بما في ذلك الجهات الرقابية والمستثمرون - لم يبيل بلاءً حسناً في حماية نفسه منها. وإلى جانب كن لايز (الرئيس التنفيذي لشركة إنرون) وبيرني إبرز (الرئيس التنفيذي لشركة وورلد كوم) اللذين برزا في السنوات الأولى للعقد، نضيف الآن بيرني مادوف ومجموعة من الأشخاص الآخرين (مثل آلن ستانفورد وراج راجاراتنام) الذين يواجهون الآن العديد من التهم. لكن الخطأ الذي وقع - الآن وفي ذلك الوقت - لم يشمل بضعة أشخاص فحسب. لم يدرك المدافعون عن القطاع المالي أن العفن موجود في برميليهم<sup>(8)</sup>.

ثمة خلاصة واحدة فقط يمكن أن يتوصّل إليها المرء كلما شهد مشاكل ملحة ومتفشية جداً كتلك التي ابتلي بها النظام المالي الأميركي: إن المشاكل جهازية. فارتفاع مكافآت وول ستريت وتركيزها الوحيد على كسب المال قد يجتذب أكثر من حصتها العادلة من التحديات الأخلاقية، لكن شمولية المشكلة توحى بأن هناك عيوباً جوهرية في النظام.

### مصاعب التفسير

يشكل تحديد النجاح أو الفشل في مجال السياسات تحدياً أكثر صعوبة من التثبّت لمن أو لما يمنح الفضل (وعلى من أو ما تُلقى الملامة). لكن ما النجاح أو الفشل؟ لقد كانت السياسات الإنقاذية التي اتُبعت في شرق آسيا في سنة 1997 ناجحة بالنسبة إلى المراقبين الأميركيين والأوروبيين، لأن الولايات المتحدة وأوروبا لم يتضرّرا. أما بالنسبة إلى سكان ذلك الإقليم الذين دُمّرت اقتصاداتهم، وتحطّمت أحلامهم، وأفلست شركاتهم، وأرهقت بلدانهم بالديون، فقد فشلت السياسات الإنقاذية فشلاً مفعجاً. ورأى المنتقدون أن سياسات صندوق النقد الدولي ووزارة الخزانة الأميركية فاقتت الأمور وزانتها سوءاً. لكن مؤيديها رأوا

أنها حالت دون وقوع الكارثة. وهنا تكمن الصعوبة. كيف كان يمكن أن تغدو الأمور لو أتت سياسات أخرى؟ هل أطالت الإجراءات التي اتخذها صندوق النقد الدولي ووزارة الخزانة الأميركية الانكماش وعمّقه، أو قصّرت وجعلتها أقل عمقاً؟ ثمة إجابة واضحة بالنسبة إليّ: إن سياسات معدّلات الفائدة العالية وتقليص النفقات التي فرضها صندوق النقد الدولي ووزارة الخزانة الأميركية - وهي السياسات المعاكسة لما اتبعته الولايات المتحدة وأوروبا في الأزمة الراهنة - جعلت الأمور أكثر سوءاً<sup>(9)</sup>. لقد تعافت بلدان شرق آسيا في نهاية المطاف، لكن رغماً عن تلك السياسات لا بسببها.

وعلى نحو ذلك، استنتج العديد ممن شهدوا التوسّع الطويل للاقتصاد العالمي خلال حقبة الحدّ من الرقابة نجاح الأسواق غير الخاضعة للقيود - لقد حقّق الحدّ من الرقابة هذا النموّ المرتفع والمستدام. بيد أن الواقع كان مختلفاً، إذ استند النموّ إلى جبل من الدّين، وكانت أسس هذا النموّ مزعزعة على أقل تقدير. فتكرّر إنقاذ المصارف الغربية من حماقات القروض - لا في تايلند وكوريا وإندونيسيا فحسب، وإنما أيضاً في البرازيل والأرجنتين وروسيا... والقائمة لا حصر لها تقريباً<sup>(10)</sup>. وبعد كل حادثة، تابع العالم مساره كما كان من قبل، فاستنتج الكثيرون أن الأسواق تعمل بنجاح من تلقاء نفسها. لكن الحكومات هي التي أنقذت الأسواق من أخطائها بصورة متكرّرة. وهكذا توصّل من اعتقدوا أن اقتصاد السوق ناجح جداً إلى استنتاج خاطئ، لكن الخطأ لم يصبح جلياً إلا عندما حدثت هنا أزمة كبيرة جداً لا يمكن تجاهلها.

تساعد هذه النقاشات بشأن تأثيرات بعض السياسات في إيضاح كيف يمكن أن تستمرّ الأفكار الرديئة مدة طويلة. بيد أن الركود العظيم في سنة 2008 بدا لي نتيجة حتمية للسياسات المتبعة في السنوات السابقة.

من الواضح أن هذه السياسات تأثرت بالمصالح الخاصة للأسواق المالية. لكن دور علم الاقتصاد أكثر تعقيداً. فأنا أدرج مهنة الاقتصاد في اللائحة الطويلة للملامين على الأزمة، لأنها وفّرت للمصالح الخاصة الحجج الداعمة بشأن الأسواق التي تتسم بالكفاءة وتصحّح نفسها بنفسها - على الرغم من أن التقدّم

المتحقق في علم الاقتصاد خلال العقدين الماضيين أظهر الشروط المحددة التي تصحّ بموجبها تلك النظرية. ونتيجة لهذه الأزمة، سيطراً تغيير شبه حتمي على علم الاقتصاد (كنظرية وسياسات) بقدر ما سيطراً على الاقتصاد، وسأبحث بعض هذه التغيرات في الفصل قبل الأخير.

غالباً ما أسأل كيف ارتكبت مهنة الاقتصاد هذا الغلط الفاحش. هناك دائماً علماء اقتصاد متشائمون، يرون المشاكل تلوح أمامهم، وقد توقّعوا حدوث تسع من آخر خمس أزمات ركود. لكن هناك علماء اقتصاد ليسوا متشائمين فحسب بل أفصحوا أيضاً عن مجموعة من الآراء التي توضح لماذا يواجه الاقتصاد هذه المشاكل المحتومة. وكنا نتشارك ونتدارس معاً تشخيصاتنا، عندما نلتقي في اجتماعات سنوية مختلفة، مثل منتدى الاقتصاد العالمي في دافوس كل شتاء، ونحاول أن نشرح لماذا لم يأتِ بعد يوم الحساب الذي يراه كل منا بوضوح.

إننا معشر الاقتصاديين بارعون في تحديد القوى الكامنة، ولسنا بارعين في توقّع التوقيت الصحيح. لقد واجهتُ موقفاً غير مريح في اجتماع دافوس في سنة 2007، إذ كنت قد توقّعت المشاكل التي تلوح في الأفق في الاجتماعات السنوية السابقة. ومع ذلك استمرّ التوسّع الاقتصادي العالمي على قدم وساق. فلم يسبق من قبل أن بلغت نسبة النموّ 7 بالمئة سنوياً، وهي نسبة تحمل أنباء سارة لأفريقيا وأميركا اللاتينية. وذلك يعني، كما أوضحت للمشاركين، أن نظرياتي الأساسية خاطئة، أو أن الأزمة ستكون أكثر صعوبة وأطول مدة عندما تقع. وقد اخترت التفسير الثاني.



**كشفت الأزمة الراهنة عن عيوب جوهرية في النظام الرأسمالي الذي برز في أواخر القرن العشرين في الولايات المتحدة (يسمى أحياناً الرأسمالية على الطريقة الأميركية). المسألة ليست مجرد أفراد يعانون من العيوب أو أخطاء محدّدة، كما أنها لا تتعلّق بتصحيح بضع مشاكل ثانوية أو إدخال تغييرات على بضع سياسات.**



كان من الصعب رؤية هذه العيوب لأننا معشر الأميركيين شديدي الرغبة في الإيمان بنظامنا الاقتصادي. لقد حقق "فريقنا" نجاحاً أكبر بكثير مما حققته الكتلة السوفياتية، عدوتنا اللدودة. وسمحت لنا قوة نظامنا بالانتصار على مواطن الضعف لديها. فصفّقنا لفريقنا في جميع المنافسات: الولايات المتحدة مقابل أوروبا، والولايات المتحدة مقابل اليابان. وعندما قلّل وزير الدفاع الأميركي دونالد رامسفيلد من شأن "أوروبا العجوز" لأنها عارضت حربنا في العراق، كانت المنافسة التي يفكر فيها واضحة تماماً - بين النموذج الاجتماعي الأوروبي الجامد والديناميكية الأميركية. في الثمانينيات (1980يات)، ولدت النجاحات التي حققتها اليابان لدينا بعض الشكوك. هل نظامنا أفضل حقاً من النظام الياباني؟ ولعل هذا القلق أحد الأسباب التي تفسّر لماذا شعر بعضهم بالارتياح عندما وقع الفشل في سنة 1997 في شرق آسيا، حيث اعتمد العديد من البلدان بعض نواحي النموذج الياباني<sup>(11)</sup>. لم نعبّر عن سرورنا علناً من الضعف الذي اعترى اليابان طيلة عقد من الزمن في التسعينيات (1990يات)، لكننا حثّنا اليابانيين على اعتماد الرأسمالية على طريقتنا.

عزّزت الأرقام انخداعنا بأنفسنا. فقد كان اقتصادنا ينمو بسرعة تفوق سرعة نموّ الجميع تقريباً باستثناء الصين - وبالنظر إلى المشاكل التي اعتقدنا أننا نراها في النظام المصرفي الصيني، فقد كان انهياره مسألة وقت<sup>(12)</sup>. أو هكذا اعتقدنا.

لم تكن هذه المرة الأولى التي تتشكّل فيها الأحكام (بما في ذلك الأحكام الخاطئة الصادرة عن وول ستريت) بقراءة خاطئة للأرقام. ففي التسعينيات (1990يات) امتدحت الأرجنتين باعتبارها قصة نجاح عظيم في أميركا اللاتينية - انتصار "أصولية السوق" في الجنوب. وبدت إحصاءات نموّها جيّدة عدّة سنوات. لكن على غرار الولايات المتحدة، كان نموّها قائماً على ركيزة من الدين الذي يدعم مستويات الاستهلاك غير المستدامة. وفي كانون الأول/ديسمبر 2001، بلغ الدين حداً لا يُحتمل وانهار الاقتصاد<sup>(13)</sup>.

ينكر الكثيرون، حتى اليوم، حجم المشاكل التي تواجه اقتصاد السوق. وهم

يتطلّعون إلى استئناف النموّ القوي عندما نتغلّب على مصاعبنا الحالية - وكل ركود سيصل إلى نهاية. لكن إمعان النظر في الاقتصاد الأميركي يوحي بوجود بعض المشاكل العميقة: مجتمع شهد حتى من يوجد في الوسط جمود مداخلهم نحو عقد من الزمن، مجتمع يتميّز بتزايد التفاوت الاجتماعي؛ بلد تقل فيه الاحتمالات الإحصائية لوصول الأميركيين الفقراء إلى القمة عما هي عليه في "أوروبا العجوز"، على الرغم من وجود استثناءات مثيرة،<sup>(14)</sup> وينخفض فيه متوسط الأداء في اختبارات التعليم القياسية إلى الوسط في أحسن الظروف<sup>(15)</sup>. كما أن العديد من القطاعات الاقتصادية الرئيسية في الولايات المتحدة، إلى جانب القطاع المالي، تعاني من المشاكل، بما في ذلك الصحة والطاقة والصناعة التحويلية.

لكن المشاكل التي يجب علاجها لا تقتصر على ما يوجد داخل حدود الولايات المتحدة. فلن يتلاشى اختلال الموازين التجارية العالمية التي طبعت العالم قبل الأزمة من تلقاء نفسه. وفي الاقتصاد المعولم، لا يستطيع المرء تقديم العلاج التام لمشاكل أميركا من دون النظر إلى المشاكل على نحو واسع. كما أن الطلب العالمي هو الذي يحدّد النموّ العالمي، وسيكون من الصعب على الولايات المتحدة أن تستعيد عافيتها بقوة - بدلاً من الانزلاق إلى الوهن على الطريقة اليابانية - ما لم يكن الاقتصاد العالمي قوياً. وربما يصعب التوصل إلى اقتصاد عالمي قوي ما دام جزء من العالم ينتج أكثر بكثير مما يستهلك، ويواصل جزء آخر - يجب عليه الانخار لتلبية احتياجات سكانه المعمرين - الاستهلاك بمعدّل أكبر بكثير مما ينتج.



عندما شرعْتُ في تأليف هذا الكتاب، كان هناك روح من التفاؤل: الرئيس الجديد، باراك أوباما، سيصحّح السياسات المعيبة التي اتبعتها إدارة بوش، وسنحقّق التقدّم لا في التعافي الفوري فحسب، وإنما في معالجة التحديات على المدى الطويل أيضاً. ربما يرتفع العجز المالي للبلد بصورة مؤقتة، لكن المال سينفق بشكل ملائم: في مساعدة الأسر الفقيرة في الاحتفاظ ببيوتها، وفي الاستثمارات التي تزيد من إنتاجية البلد على المدى الطويل وتحافظ على البيئة، وسيطالب

بعائدات في المستقبل مقابل الأموال التي قُدمت للمصارف لتعوض الجمهور العام عن المخاطر التي احتملها.

كان تأليف هذا الكتاب مؤلماً: لم يتحقق سوى جزء من آمالي. علينا بطبيعة الحال الإشادة في الابتعاد عن حافة الهاوية التي شعر بها الكثيرون في خريف 2008. لكن بعض التقديرات التي أعطيت للمصارف كانت سيئة بقدر تلك التي أعطيت تحت إدارة بوش، ولم تكن المساعدة المقدمة لمالكي البيوت بالقدر الذي أتوقعه. كما أن النظام المالي الذي أخذ في البروز لا يتمتع بقدره تنافسية كبيرة، حيث تمثل المصارف الكبيرة التي لا يُتحمل فشلها مشكلة أشد حدة. والمال الذي كان يمكن استخدامه لإعادة هيكلة الاقتصاد وإنشاء مشاريع جديدة ديناميكية أنفق على إنقاذ الشركات القديمة والفاشلة. ثمة نواحٍ أخرى من سياسة أوباما الاقتصادية تصبّ في الاتجاه الصحيح. لكن من الخطأ انتقاد بوش على بعض السياسات وعدم رفع الصوت عندما ينفذ خليفته السياسات نفسها.

وكان تأليف هذا الكتاب صعباً لسبب آخر. إنني أنتقد المصارف والمصرفيين وسواهم ممن يعملون في السوق المالية - وربما يقول بعضهم إنني أنمهم. لدي العديد من الأصدقاء في ذلك القطاع - نساء ورجال أنكباء ومخلصون، ومواطنون صالحون يفكرون بعناية في كيفية ردّ الجميل إلى مجتمع أغدق عليهم العطاء. وهم لا يقدمون بسخاء فحسب بل يعملون جاهدين أيضاً من أجل القضايا التي يؤمنون بها. إنهم لا يسلمون بالصور الكاريكاتورية التي أصورها هنا، ولا أنا أرى هذه الصور الكاريكاتورية فيهم. بل إن العديد من العاملين في هذا القطاع يشعرون أنهم ضحايا بقدر ما يشعر من لا يعملون فيه. لقد خسروا الكثير من مدّخراتهم. كما أن معظم الاقتصاديين داخل القطاع الذين حاولوا التنبؤ بوجهة الاقتصاد، ومعظم صانعي الصفقات الذين حاولوا جعل قطاعنا المؤسسي أكثر كفاءة، ومعظم المحللين الذين حاولوا استخدام معظم التقنيات المتقدمة الممكنة لتوقع الربحية وضمان حصول المستثمرين على أعلى عائد ممكن لم يشاركوا في الممارسات المسيئة التي أكسبت قطاع المال سمعته الرديئة.

هناك نتائج سيئة لا تقع تبعثها على أي فرد معين، كما يبدو أنه يحدث في الغالب في مجتمعنا الحديث والمعقد. لكن هذه الأزمة نجمت عن أفعال من يعملون في القطاع المالي وقراراتهم ومقولاتهم. والنظام الذي فشل فشلاً ذريعاً لم يخفق لأن الأحداث تقع. لقد أنشئ هذا النظام إنشاءً. بل عمل الكثيرون جاهدين - وأنفقوا الكثير من المال - لضمان أن يتخذ شكله الحالي. وعلى من أدوا دوراً في إنشاء هذا النظام وإدارته - بمن فيهم الذين أجزل لهم العطاء - تحمّل مسؤولية ذلك.



إذا تمكّننا من فهم ما أوصلنا إلى أزمة سنة 2008 ولماذا فشلت بعض السياسات الأولية التي اتخذت استجابة لها فشلاً ذريعاً، فسيمكّننا التقليل من احتمال حدوث أزمات في المستقبل، وجعلها أقصر مدّة، وتقليل عدد ضحاياها الأبرياء. وربما نتمكّن أيضاً من تمهيد الطريق لنموّ قوي قائم على أسس صلبة، لا نموّ قائم على الدين وسريع الزوال كما شهدنا في السنوات الأخيرة؛ بل ربما نتمكّن من أن نضمن اقتسام ثمرات هذا النموّ بين الغالبية العظمى من المواطنين.

الذكريات قصيرة الأجل، وسيبرز جيل جديد في غضون ثلاثين سنة واثق من أنه لن يقع ضحية مشاكل الماضي. إن براعة الإنسان لا تعرف حدوداً، وأياً يكن النظام الذي نبتهكه، فسيحاول أشخاص التوصل إلى طرق للالتفاف على الأنظمة والقوانين الموضوعة لحمايتنا. وسيتغيّر العالم أيضاً، ولن تعمل الأنظمة المصمّمة للوقت الحاضر بكفاءة في اقتصاد منتصف القرن الحادي والعشرين. لكننا نجحنا في أعقاب الركود العظيم في وضع هيكل تنظيمي ورقابي يخدم أغراضنا حتى منتصف القرن، ويعزّز النموّ والاستقرار. وقد وُضع هذا الكتاب على أمل أن نتمكّن من فعل ذلك ثانية.

## شكر وتقدير

**شغلّنتني** الأزمة في السنوات العديدة الماضية وأنا أشاهد تكوّنها ثم سوء إدارتها. وساعدت آلاف المحادثات مع مئات الأشخاص من مختلف بلدان العالم في تشكيل آرائني وفهمي لما حدث. يمكن أن تملأ قائمة بأسماء من أدين لهم كتاباً بهذا الحجم. ولا أعتزم في اختيار القليل منهم الإساءة إلى الآخرين، كما يجب عدم توريث من أنكرهم في الاستنتاجات التي توصّلت إليها: فقد تختلف استنتاجاتهم كثيراً. في السنوات التي سبقت الأزمة، أجريت نقاشات قيّمة مع ستيفن روش، ونوريل روبيني، وجورج سوروس وروبرت شيلر، وبول كروغمان، وروب وسكوت - وجميعهم شاركوني تشاؤمي مما تخبئه الأيام القادمة. صرفت أياماً طويلاً في بحث الأزمة الاقتصادية العالمية وما يجب عمله بشأنها مع أعضاء لجنة رئيس الجمعية العامة للأمم المتحدة الخاصة بإصلاحات النظام المالي والنقدي الدولي التي رأستها<sup>(1)</sup>. وإنني مدين جداً للأفكار الثاقبة التي عبّروا عنها، ولتوسيع مداركي بشأن كيفية تأثير الأزمة على كل ناحية من أنحاء العالم.

لم أكن أيضاً في موقع موثّق يمكنني من رؤية كيفية تأثيرها على البلدان في جميع القارات بصورة مباشرة فحسب، وإنما في موقع يتيح لي أيضاً بحث تأثيرها مع الرؤساء ورؤساء الوزارات ووزراء المالية والاقتصاد و/أو حكام المصارف المركزية ومستشاريهم الاقتصاديين في العديد من البلدان، الكبيرة والصغيرة، المتقدّمة والنامية (بما في ذلك المملكة المتحدة، والولايات

المتحدة، وأيسلندا، وفرنسا، وألمانيا، وجنوب أفريقيا، والبرتغال، وإسبانيا، وأستراليا، والهند، والصين، والأرجنتين، وماليزيا، وتايلند، واليونان، وإيطاليا، ونيجيريا، وتنزانيا، والإكوادور).

إنني أكتب في موضوع الرقابة المالية منذ كارثة مصارف الإقراض والانحار في الولايات المتحدة في أواخر الثمانينات (1980 يات)، ويجب أن يكون تأثير زملائي الذين شاركوني التأليف في هذا المجال واضحاً، سواء أكان في ستانفورد أم في البنك الدولي: كيفن مردوك، وتوماس هلمان، وجيري كابريو (في كلية ويليام الآن)، وماريلو أوي، وباتريك هونوهان (حاكم المصرف المركزي الأيرلندي حالياً).

وأدين بالشكر إلى مايكل غرينبيرغر، أستاذ القانون الآن في جامعة ميريленد ومدير التجارة والأسواق في لجنة تداول العقود السلعية المستقبلية خلال الفترة الحرجة التي جرت فيها محاولة تنظيم المشتقات المالية، وإلى راندال دود، وهو الآن في صندوق النقد الدولي لكنه كان سابقاً في مركز منتدى السياسة المالية ومركز دراسة المشتقات المالية، لتعميق فهمي لما حدث في سوق المشتقات المالية. وأود أن أنكر قليلاً من الأشخاص الآخرين الذين ساعدوني في تشكيل آرائي: أندرو شنغ، من البنك الدولي سابقاً والرئيس السابق لهيئة الأوراق المالية والعقود المستقبلية في هونغ كونغ؛ والدكتور ي. ف. ردي، الحاكم السابق لمصرف الاحتياطي الهندي؛ وأرثر إلفيت، الرئيس السابق لهيئة الأسواق والأوراق المالية الأميركية؛ وليف باغروتسكي الذي أدى دوراً رئيسياً في حل الأزمة المصرفية السويدية؛ وهوارد ديفيس، الرئيس السابق لإدارة الخدمات المالية البريطانية والأستاذ الآن في كلية لندن للاقتصاد؛ وزيتي عزيز، حاكم المصرف المركزي الماليزي، الذي لعب دوراً مركزياً في إدارة اقتصاد ماليزيا إبّان أزمتها المالية؛ وجايمي غالبراث من جامعة تكساس، أوستن؛ وريتشارد باركر وكينث روغوف من جامعة هارفرد؛ وأندرو كروكت وبيل وايت، وقد عمل كلاهما سابقاً مع بنك التسويات الدولية؛ ومار غدمونسون، الذي أحضرني إلى أيسلندا لأول مرة باعتباره كبير الاقتصاديين في مصرفها المركزي، وهو يشغل الآن منصب

حاكم المصرف؛ ولويجي زِنغاليس من جامعة شيكاغو؛ وروبرت سكيديلسكي من جامعة وورويك؛ ويو يونغدينغ من معهد بيجنغ للعلوم الاقتصادية والسياسية؛ وديفيد موس من مشروع توبين وكلية الحقوق في جامعة هارفرد؛ وإليزابيث وارن وديفيد كنيدى، من كلية الحقوق في جامعة هارفرد أيضاً؛ ودامون سيلفر، مدير السياسات في الاتحاد الأميركي للعمل ومؤتمر المنظمات الصناعية؛ ونغار وودز من جامعة أكسفورد؛ وخوسيه أنطونيو أوكامبو، وبيري مرِنغ، وستيفاني غريفيث - جونز، وباتريك بولتون، وتشارلز كالوميريس، وجميعهم من جامعة كولومبيا؛ وكيث لفلر من جامعة واشنطن.

من حسن الطالع أن هناك بعض الصحفيين الممتازين والشجعان الذين ساعدوا في الكشف عما يجري في القطاع المالي وتسلط الضوء عليه. وقد استفدت على وجه الخصوص من كتابات غرتشن مورغنسون، ولويد نوريس، ومارتن وولف، وجو نوسيرا، وديفيد وِسل، وغيليان تِت، ومارك بَتْمَن، ومن حواراتي معهم في بعض الحالات.

وفي حين أنني من المنتقدين للكونغرس، فلا بد من توجيه الثناء إلى النائبة كارولين مالوني، الرئيسة المشاركة للجنة الاقتصادية المشتركة، على جهودها، وأنا مدين لها في بحث العديد من القضايا هنا. وأياً يكن التشريع الذي يقرّ فإنه سيحمل توقيع النائب بارني فرانك، رئيس لجنة الخدمات المالية في مجلس النواب، وإنني أقدر العديد من الحوارات التي أجريتها معه ومع كبير الاقتصاديين العاملين لديه، ديفيد سميث، بالإضافة إلى فرص الشهادة أمام لجنته. ومع أن هذا الكتاب ينتقد بعض النُهج التي اتبعتها إدارة أوباما، فإنني مدين لفريقها الاقتصادي (بما في ذلك تموثي غيثر، ولاري سمرز، وجايسون فورمن، وأوستان غولسبي، وبيتر أورزاغ) الذين أطلعوني على وجهات نظرهم وساعدوني في فهم استراتيجيتهم. وأودّ أيضاً شكر دومنيك ستراوس - خان، المدير الإداري لصندوق النقد الدولي على حواراته العديدة معي على مرّ السنين وعلى الجهود التي بذلها في إعادة تشكيل تلك المؤسسة.

لا بدّ لي من أفراد شخصين لتأثيرهما في تشكيل أفكاري في الموضوع



الذي أتناوله: قدّم روب جونسون، الطالب السابق في جامعة برنستون، وجهات نظر متميّزة عن الأزمة لعمله في القطاعين العام والخاص باعتباره كبير الاقتصاديين في اللجنة المصرفية لمجلس الشيوخ إبان مخاض المدّخرات والقروض، فضلاً عن عمله في وول ستريت. وبروس غرينولد، شريكي في التأليف منذ ربع قرن، وأستاذ المالية في جامعة كولومبيا، الذي قدّم على عاداته أفكاراً ثاقبة في الموضوع الذي يبحثه هذا الكتاب - من المصارف إلى الاحتياطات العالمية، إلى تاريخ الكساد العظيم.

ظهرت نسخ من أجزاء من هذا الكتاب في مجلة "فانتي فير"، وإنني مدين بالشكر لمحرري هناك، كالين مورفي، لدوره في مساعدتي في تشكيل هاتين المقاليتين وتحريرهما ("Wall Street's Toxic Message", *Vanity Fair*, July) 2009 و "Reversal of Fortune," *Vanity Fair*, October 2008.

لقد استفدت عند إنتاج هذا الكتاب من المساعدة التي قدّمها فريق من مساعدي الأبحاث من الطراز الأول - جوناثان دِنغل، وعزت يلدز، وسباستيان روندو، ودان تشويت؛ ومن مساعدي التحرير، ديدر شيهان، وشيري براسو، وجسي برلين. ولم تكتفِ جيل بلاكفورد بالإشراف على العملية بأكملها لكنها قدّمت أيضاً إسهامات قيّمة في جميع المراحل، من البحث إلى التحرير.

من حسن حظي أنني عملت ثانية مع و. و. نورتون وبنغوين، فقد استفدت كثيراً من الملاحظات المفصّلة التي قدّمها برندان كاري، ودريك مكفيلي، وستيوارت بروفت فضلاً عن التحرير الذي أجروه. وقد قامت ماري بابوك بعمل رائع إذ صحّحت الكتاب بعد تنضيده ضمن مهلة زمنية قصيرة جداً.

أخيراً، إنني أدين بالفضل الكبير، كالعادة، إلى أنيا شيفرين، من مناقشة الأفكار في مرحلة التكوين إلى تحرير المخطوط. ولولاها ما أبصر هذا الكتاب النور.

## الفصل الأول

### صناعة الأزمة

**لم** يكن المفاجئ في الأزمة الاقتصادية التي وقعت في سنة 2008 سوى أن الكثيرين تفاجؤوا بها. فهي بالنسبة إلى بعض المراقبين حالة تدرّس في الكتب الدراسية ولا يمكن التنبؤ بها فحسب وإنما تأكيدها أيضاً. فقد اجتمعت السوق ذات الرقابة المحدودة والسيولة ومعدّلات الفائدة المنخفضة، والفقاعة العقارية العالمية، وارتفاع الإقراض العالي المخاطر لتشكّل مزيجاً ساماً. وإذا أضيف إلى ذلك العجز المالي والتجاري في الولايات المتحدة وما يقابله من تراكم هائل للاحتياطيات النقدية بالدولار في الصين - أي اقتصاد عالمي غير متوازن - يتضح أن الأمور كانت بعيدة عن مسارها الصحيح.

الأمر المختلف في هذه الأزمة عن العديد من الأزمات التي سبقتها في ربع القرن الماضي أنها تحمل وسم "صُنِع في الولايات المتحدة". وفي حين أن الأزمات السابقة كانت محدودة، فإن هذا الأزمة التي "صنعت في الولايات المتحدة" انتشرت بسرعة في جميع أنحاء العالم. إننا نحب أن نعتقد أن بلدنا أحد محرّكات النمو الاقتصادي العالمي، ومصدّر للسياسات الاقتصادية السليمة -

لا الركود. فأخر مرة صدرت فيها الولايات المتحدة أزمة كبرى كانت إبان الكساد العظيم في الثلاثينيات (1930يات)<sup>(1)</sup>.

الخطوط العريضة الأساسية للقصة معروفة جيداً ورويت كثيراً. كان هناك فقاعة مساكن في الولايات المتحدة. وعندما انفجرت تلك الفقاعة وهبطت أسعار المساكن من مستوياتها التي تعانق السحاب، وجد كثير من مالكي المساكن أنفسهم "تحت الماء". أصبح ما يدينون به يفوق قيمة المساكن المرهونة. وعندما فقدوا منازلهم، فقد الكثيرون مدّخرات العمر وتبخر المستقبل الذي يحلمون به - تعليم جامعي لأبنائهم، وتقاعد مريح. وبدا أن الأميركيين كانوا يعيشون في حلم إلى حد ما.

كان أغنى بلد في العالم ينفق أكثر ما تتيحه موارده، وقوة الاقتصاد الأمريكي والعالم تعتمد على ذلك. فلا بدّ من استمرار نموّ الاستهلاك لينمو الاقتصاد العالمي، لكن كيف يستمرّ ذلك فيما تجمّدت مداخيل العديد من الأميركيين منذ زمن طويل؟<sup>(2)</sup> ابتكر الأميركيون حلاً ذكياً: الاقتراض والاستهلاك كما لو أن مداخيلهم تحقّق نمواً. وهذا ما فعلوه. فانخفضت معدلات الادّخار المتوسطة إلى صفر - ونظراً لأن العديد من الأميركيين الأغنياء لديهم مدّخرات كبيرة جداً، فإن ذلك يعني أن معدل ادّخار الأميركيين الفقراء سالب. بعبارة أخرى، أصبحوا يرزحون تحت ديون ثقيلة. لكن المقترضين والمقرضين كانوا يشعرون بالرضا عما يحدث: يستطيع المقترضون الاستمرار في الإسراف في الاستهلاك من دون أن يضطروا إلى مواجهة واقع مداخيلهم الجامدة والمتراجعة، ويحقّق المقرضون أرباحاً قياسية من تزايد الفوائد.

كبرت فقاعة الإسكان مدفوعة بانخفاض أسعار الفائدة وتراخي الرقابة. وعندما ارتفعت أسعار المساكن، أصبح في وسع أصحابها الحصول على الأموال مقابل بيوتهم. هذه السحوبات بضمان الرهون - بلغت في سنة واحدة 975 مليار دولار، أو أكثر من 7 بالمئة من الناتج المحلي الإجمالي<sup>(3)</sup> (الناتج المحلي الإجمالي هو المقياس المعياري لمجموع السلع والخدمات التي ينتجها الاقتصاد) - سمحت للمقرضين بتسديد الدفعة الأولى لشراء سيارة جديدة وبقاء بعض

الفائض للتقاعد. لكن كل هذا الاقتراض استند إلى افتراض خطير بأن أسعار المساكن ستواصل الارتفاع، أو لن تسقط على الأقل.

لم يكن الاقتصاد في وضع جيد: فثُلثا إلى ثلاثة أرباع الاقتصاد (الناتج المحلي الإجمالي) متصل بالإسكان، أو الاقتراض مقابل المساكن القديمة لتمويل الاستهلاك. لم يكن ذلك مستداماً - ولم يدم. أثر انفجار الفقاعة في البداية على أسوأ الرهونات (إقراض ذوي الدخل المنخفض مقابل رهونات عالية المخاطر أو ذات تصنيف ائتماني منخفض)، لكن سرعان ما تأثر قطاع العقارات السكنية بأكمله.

عندما انفجرت الفقاعة، تضخمت آثارها لأن المصارف ابتكرت منتجات معقدة تستند إلى الرهونات. والأسوأ من ذلك أنها شاركت في رهانات بمليارات الدولارات بعضها مع بعض ومع مصارف أخرى في جميع أنحاء العالم. هذا التعقيد، إلى جانب سرعة تدهور الوضع، وارتفاع نسبة مديونية المصارف (على نحو الأسر، موّلت المصارف استثماراتها عن طريق الاقتراض)، جعل المصارف لا تعرف إذا ما كان ما تدين به للمودعين وحملة السندات يتجاوز قيمة أصولها أم لا. وبناء على ذلك، أدركت أن ليس في وسعها معرفة موقف أي مصرف آخر. فتبخّرت الثقة التي يقوم عليها النظام المصرفي. ورفضت المصارف إقراض بعضها بعضاً - أو طلبت معدلات فائدة مرتفعة للتعويض عن تحمّل المخاطر. فبدأت أسواق الائتمانات العالمية بالذوبان.

في تلك المرحلة، واجهت الولايات المتحدة والعالم أزمة مالية وأزمة اقتصادية. كان للأزمة الاقتصادية عدة مكوّنات: أزمة عقارات سكنية متكشفة، تلتها بعد فترة قصيرة مشاكل في العقارات التجارية. فهبط الطلب، إذ شهدت الأسر انهيار قيمة مساكنها (وقيمة الأسهم التي تمتلكها إذا كان لديها أسهم) وتراجعت قدرتها على الاستهلاك - ورغبتها في ذلك. ودارت دورة المخزون - عندما شهدت أسواق الائتمان جموداً وانخفض الطلب، خفّضت الشركات مخزوناتا بأسرع ما يمكن. وحدث انهيار في الصناعة الأميركية.

طُرحت أسئلة عميقة أيضاً: ماذا سيحلّ محلّ استهلاك الأميركيين الجامع الذي أدام الاقتصاد السنوات التي سبقت انفجار الفقاعة؟ وكيف ستتدبّر الولايات المتحدة وأوروبا مثلاً إعادة هيكلة الانتقال نحو اقتصاد قطاع الخدمات الذي واجه صعوبة في أثناء الازدهار؟ إن إعادة الهيكلة - العولمة وسرعة التكنولوجيا التي تتطلبها - أمر لا مفرّ منه، لكن لن يكون ذلك سهلاً.

### القصة بإيجاز

إن التحديات الماثلة أمامنا واضحة تماماً، لكن يبقى السؤال: كيف حدث كل ذلك؟ فما هكذا يفترض أن تعمل اقتصادات السوق. لقد وقع خطأ فادح.

ليس هناك نقطة طبيعية تفصل ما بين نسيج التاريخ المحكم. لكن من أجل الإيجاز، سأبدأ بانفجار فقاعة التكنولوجيا (أو الدوت كوم) في ربيع سنة 2000 - وهي فقاعة سمح آلن غرينسبان، رئيس الاحتياطي الفيدرالي في ذلك الوقت، بتطورها وحققت نمواً قوياً في أواخر التسعينيات (1990يات)<sup>(4)</sup>. هبطت أسعار أسهم التكنولوجيا 78 بالمئة بين آذار/مارس 2000 وتشرين الأول/أكتوبر 2002<sup>(5)</sup>. وكان يؤمل ألا تؤثر هذه الخسائر على الاقتصاد ككل، لكنها أثّرت. فكثير من الاستثمارات تركّزت في قطاع التكنولوجيا المتقدّمة، وتوقّف ذلك مع انفجار فقاعة أسهم التكنولوجيا. ودخلت الولايات المتحدة في حالة ركود في آذار/مارس 2001.

استخدمت إدارة الرئيس جورج دبليو بوش الركود القصير الذي تلا انهيار فقاعة التكنولوجيا كحجة لتمرير أجندة تخفيض الضرائب على الأغنياء التي ادّعى الرئيس أنها الدواء الشافي لجميع العلل الاقتصادية. غير أن التخفيضات الضريبية لم تكن مصمّمة لتحفيز الاقتصاد ولم تحقّق ذلك إلا على نطاق محدود. وقد حمّل ذلك تبعة إعادة الاقتصاد إلى مستوى العمالة الكاملة على السياسة النقدية. وبناء على ذلك، خفّض غرينسبان معدّلات الفائدة، وغرّق السوق بالسيولة. بوجود هذا الفائض الكبير في قدرة الاقتصاد، لا غرو ألا يؤدي انخفاض أسعار

الفائدة إلى مزيد من الاستثمار في المصانع والمعدّات. لذا نجح خفض الفوائد في إحلال فقاعة الإسكان محلّ فقاعة التكنولوجيا، ما دعم الاستهلاك وازدهار العقارات.

ازداد العبء على السياسة النقدية عندما بدأت أسعار النفط بالارتفاع في أعقاب غزو العراق في سنة 2003. وأنفقت الولايات المتحدة مئات المليارات من الدولارات على استيراد النفط - وهي أموال كان يمكن أن تذهب لدعم الاقتصاد الأميركي بخلاف ذلك. ارتفعت أسعار النفط من 32 دولاراً للبرميل في آذار/مارس 2003 عندما بدأت حرب العراق إلى 137 دولاراً للبرميل في تموز/يوليو 2008. وذلك يعني أن الأميركيين ينفقون 1.4 مليار دولار يومياً لاستيراد النفط (بعد أن كان المبلغ 292 مليون دولار في اليوم قبل أن تبدأ الحرب)، بدلاً من إنفاق المال في الداخل<sup>(6)</sup>. شعر غرينسبان أن في وسعه المحافظة على انخفاض أسعار الفائدة إذ لم يكن هناك ضغط تضخمي كبير<sup>(7)</sup>، ولولا فقاعة الإسكان التي حافظت عليها أسعار الفائدة المنخفضة وازدهار الاستهلاك الذي دعمته هذه الفقاعة لكان الاقتصاد الأميركي ضعيفاً.

في سنوات النموّ الناجم عن الأموال الزهيدة التكاليف، لم تبتكر وول ستريت منتج رهن جيّداً. يتسم منتج الرهن الجيد بانخفاض تكاليف التعاملات وتدني أسعار الفائدة ويساعد الناس في إدارة مخاطر ملكية المساكن، بما في ذلك الحماية في حال انخفضت قيمة مساكنهم أو فقد المقترضون وظائفهم. كما يريد مالكو المساكن دفعات شهرية يمكن التنبؤ بها، ولا ترتفع من دون سابق إنذار، ولا تحتوي على تكاليف خفية. لم تنظر الأسواق المالية الأميركية في إنشاء هذه المنتجات الجيدة، على الرغم من أنها مستخدمة في بلدان أخرى. وبدلاً من ذلك، ركّزت شركات وول ستريت على تعظيم العائدات، وجاءت بمنتجات رهن ذات تكاليف تعاملات مرتفعة وأسعار فائدة متغيرة ودفعات يمكن أن ترتفع فجأة، لكنها لا تتمتع بالحماية من مخاطر انخفاض قيمة المساكن أو فقدان العمل.

لو ركّز مصمّمو تلك الرهونات على الغايات - ما نريده بالفعل من سوق

الرهن - بدلاً من كيفية تعظيم إيراداتهم، لربما استنبطوا منتجات تزيد من ملكية المساكن بشكل دائم. وكان أداؤهم ناجحاً باتباع الإجراءات الصحيحة. لكن مساعيهم توصّلت إلى مجموعة معقّدة من منتجات الرهن التي تحقّق لهم الكثير من المال على المدى القصير وتؤدي إلى ارتفاع مؤقّت وقليل في ملكية المساكن، لكن بتكاليف ضخمة يتحمّلها المجتمع بأكمله.

أشار فشل سوق الرهن إلى فشل أكبر للنظام المالي بأكمله، بما في ذلك المصارف على وجه الخصوص. هناك وظيفتان رئيسيتان للنظام المالي. الأولى توفير آلية دفع تتسم بالكفاءة، يسهّل بموجبها المصرف المعاملات ويحوّل أموال المودعين إلى من يشترون منهم السلع والخدمات. والوظيفة الرئيسية الثانية هي تقييم المخاطر وإدارتها وتقديم القروض. وهي مرتبطة بالوظيفة الأولى إذ لو أجرى المصرف تقييماً رديئاً للائتمانات، أو قامر بتهوّر، أو وضع الكثير من المال في مشاريع خطيرة تتخلّف عن سداد الدين، فإنه لن يفي بوعوده بإعادة أموال المودعين. وإذا أدّى المصرف عمله كما يجب، فإنه يقدّم المال لبدء أعمال جديدة وتوسيع الأعمال القائمة، فيتوسّع الاقتصاد وتستحدث الوظائف، ويكسب في الوقت نفسه عائدات مرتفعة - تكفي لدفع أموال المودعين مع الفائدة ومنح عائدات تنافسية للذين استثمروا أموالهم في المصرف.

صرف إغراء الأرباح السهلة الناجمة عن تكاليف التعاملات العديد من المصارف الكبيرة عن وظيفتيها الرئيسيتين. ولم يركّز النظام المصرفي في الولايات المتحدة والكثير من البلدان الأخرى على تقديم القروض للمنشآت الصغيرة والمتوسطة التي تشكل أساس استحداث الوظائف في أي اقتصاد، بل ركّز على تعزيز التسنيّد أو التوريق، وبخاصة في سوق الرهن.

تبين أن هذا التورط في تسنيّد الرهونات قاتل. في القرون الوسطى، سعى السيميائيون إلى تحويل المعادن الخسيسة إلى ذهب. وتنطوي السيمياء الحديثة على تحويل الرهونات العالية المخاطر (أو ذات التصنيف الائتماني المنخفض) subprime إلى منتجات تحظى بتصنيف أ أ+ وتتمتع بالأمان الكافي لتستثمر فيها صناديق التقاعد. وقد باركت الوكالات التصنيفية ما قامت به المصارف.

أخيراً، تورّطت المصارف في المقامرة بصورة مباشرة - بما في ذلك عدم الاكتفاء بلعب دور الوسيط للأصول الخطيرة التي تستحدثها، بل امتلاك تلك الأصول أيضاً. ربما ظنّنت هي والجهات الرقابية فيها أنها نقلت المخاطر البغيضة التي استحدثتها إلى الآخرين، لكن عندما جاء يوم الحساب - عندما انهارت الأسواق - تبين أنها أخذت على حين غرة أيضاً<sup>(8)</sup>.

### من يتحمّل الملامة

عندما اتضح عمق الأزمة على نحو أفضل - أصبحت بالفعل أطول ركود منذ الكساد العظيم بحلول نيسان/أبريل 2009 - كان من الطبيعي البحث عن متّهمين، وثمة كثير من اللوم الذي يمكن توزيعه يمنة ويسرة. فمعرفة على من تقع الملامة، أو ما الذي يلام على الأقل، أمر ضروري إذا أردنا خفض احتمال تكرّر ذلك وإذا أردنا تصحيح نواحي الاختلال الوظيفي في الأسواق المالية اليوم. علينا الحذر من التفسيرات السهلة: كثير منها يبدأ بجشع المصرفيين. قد يكون ذلك صحيحاً، لكنه لا يقدّم أساساً صلباً للإصلاح. لقد تصرّف المصرفيون بجشع إذ كان لديهم الدوافع والفرص للقيام بذلك، وهذا هو ما يجب تغييره. كما أن أساس الرأسمالية هو السعي وراء الربح: هل يجب أن نلوم المصرفيين لأنهم قاموا بما يفترض أن يقوم الجميع به في اقتصاد السوق (ربما أفضل بقليل منهم)؟

من الطبيعي أن نبدأ من أسفل قائمة المذنبين الطويلة، الشركات التي أوجدت الرهن. فقد روّجت هذه الشركات رهونات دخيلة في أوساط ملايين الأشخاص، وكثير منهم لا يعرفون ما الذي يتورّطون فيه. لكن شركات الرهن ما كانت تستطيع إلحاق هذا الضرر لو لم تلق المساعدة والتحريض من المصارف ووكالات التصنيف. اشترت المصارف الرهونات وأعادت توضييبها، وباعتها إلى المستثمرين غير الحذرين. وتباهت المصارف والمؤسسات المالية الأميركية بأدواتها الاستثمارية الجديدة الذكية. لقد جاءت بمنتجات جديدة شديدة الخطورة كادت تهدّد بإسقاط النظام المالي الأميركي، على الرغم من ترويجها بأنها أدوات



تدير المخاطر. وقدّمت لها وكالات التصنيف خاتم الموافقة بدلاً من وقف نموّ هذه الأدوات المالية السامّة، ما شجّع الآخرين - بمن فيهم صناديق التقاعد الباحثة عن أماكن أمينة تضع فيها الأموال التي وفّرها العمّال لتقاعدهم - في الولايات المتحدة والخارج على شرائها.

باختصار، فشلت الأسواق المالية الأميركية في أداء وظائفها الاجتماعية الضرورية التي تقوم على إدارة المخاطر، وتوزيع رأس المال، وتعبئة المدّخرات، مع الحفاظ على انخفاض تكاليف المعاملات. وبدلاً من ذلك أنشأت رأسمالاً خطيراً أسىء توزيعه، وشجّعت الإفراط في المديونية فيما فرضت تكاليف مرتفعة للمعاملات. فاستوعبت الأسواق المالية المنتفخة في ذروتها في سنة 2007 نحو 41 بالمئة من الأرباح في القطاع المؤسسي<sup>(9)</sup>.

من الأسباب التي أدّت إلى سوء أداء النظام المالي في إدارة المخاطر أن الأسواق أساءت تسعير المخاطر وتقديرها. أساءت "السوق" كثيراً تقدير مخاطر التخلّف عن سداد الرهونات العالية المخاطر، وارتكبت خطأ أسوأ بثقتها بوكالات التصنيف والمصارف الاستثمارية عندما أعادت توضيب الرهونات العالية المخاطر ومنحت المنتجات الجديدة تصنيفاً أ. أ. وأساءت المصارف (والمستثمرون في المصارف) أيضاً تقدير المخاطر المصاحبة لارتفاع نسبة مديونية المصارف. كما أن الأصول الخطيرة التي تتطلّب عادة عائداً أكثر ارتفاعاً بكثير لحثّ الناس على الاحتفاظ بها كانت تعطي علاوة منخفضة على المخاطر. وفي بعض الحالات، استند سوء تسعير وتقدير المخاطر في الظاهر على رهان ذكي: اعتقدوا أن مجلس الاحتياطي الفيدرالي ووزارة الخزانة ستنقذهم إذا ما ثارت المشاكل، وقد كانوا محقّين في ذلك<sup>(10)</sup>.

نأى مجلس الاحتياطي الفيدرالي برئاسة ألن غرينسبان أولاً وبن برنيك لاحقاً، والجهات التنظيمية والرقابية الأخرى بأنفسهم عما يحدث. ولم يزعموا فقط أنه لم يكن في وسعهم معرفة تشكّل الفقاعة إلا بعد أن انفجرت، وإنما قالوا أيضاً إنه لم يكن هناك ما يستطيعون القيام به حتى لو عرفوا ذلك. وقد كانوا مخطئين في كلا الأمرين. كان في وسعهم على سبيل المثال الضغط من أجل

رفع الدفعات المقدّمة على البيوت أو رفع متطلّبات الهامش للاتجار في السهم، وكلاهما يمكن أن يبرّدا الأسواق المفرطة السخونة. لكنهم اختاروا عدم القيام بذلك. ولعل الأسوأ من ذلك أن غرينسبان فاقم الوضع بالسماح للمصارف بالتعامل في الإقراض المتزايد الخطورة وتشجيع الناس على قبول الرهن ذي الفائدة المتغيّرة، بدفعات يمكن أن ترتفع بسهولة - وقد ارتفعت - ما أجبر حتى الأسر ذات الدخل المتوسط على حبس الرهن<sup>(11)</sup>.

يؤكد من دافعوا عن إلغاء الرقابة - ولا يزالون يقومون بذلك على الرغم من العواقب الواضحة - أن تكاليف الرقابة تفوق منافعها. ومن الصعب معرفة كيف يحافظ المدافعون عن ذلك على موقفهم مع أن الموازنات العالمية والتكاليف الحقيقية لهذه الأزمة ارتفعت إلى تريليونات الدولارات. غير أنهم يحتاجون بأن التكلفة الحقيقية للتنظيم والرقابة هي كبت الابتكار. والحقيقة المحزنة أن الابتكارات في الأسواق المالية الأميركية وُجّهت نحو الالتفاف على الرقابة التنظيمية، والمعايير المحاسبية، والضرائب. فلا عجب إذاً أن يتعدّر تتبّع أي زيادة مستدامة في النمو الاقتصادي أحدثتها هذه الابتكارات المالية (تتجاوز الفقاعة التي ساهمت فيها). في الوقت نفسه، لم تستحدث الأسواق المالية ابتكارات بطرق تساعد المواطنين العاديين في مهمة إدارة مخاطر تملك البيوت. بل قوومت الابتكارات التي يمكن أن تساعد الناس والبلدان في إدارة المخاطر المهمة الأخرى التي يواجهونها. كان يمكن أن تؤدي الرقابة الرشيدة إلى إعادة توجيه الابتكارات بطرق تزيد من كفاءة الاقتصاد وأمن مواطنينا.

لا غرو أن يحاول القطاع المالي إلقاء اللوم على جهة أخرى - عندما سقط ادّعاؤه على آذان صمّاء بأن الأمر مجرد "حادثة" (تقع مرة كل ألف سنة).

غالباً ما يلوم العاملون في القطاع المالي مجلس الاحتياطي الفيدرالي للسماح ببقاء أسعار الفائدة منخفضة مدّة طويلة. لكن هذه المحاولة المحدّدة لإلقاء اللوم على الآخرين غريبة وشاذة: كقول قطاع آخر إن سبب انخفاض أرباحه وسوء أدائه هو تدنّي تكاليف مدخلاته (الفولان والأجور). المدخل الرئيسي للقطاع المصرفي هو تكلفة أمواله، ومع ذلك يبدو أن المصرفيين يشكون من أن

مجلس الاحتياطي الفيدرالي جعل المال زهيد التكلفة! لو استُخدمت الأموال المنخفضة التكلفة استخداماً جيداً، على سبيل المثال، ولو ذهبت الأموال لدعم استثمار التكنولوجيا الجديدة أو توسيع المشاريع، لحصلنا على اقتصاد أكثر تنافسية وديناميكية.

حاول غرينسبان وآخرون بدورهم إلقاء اللوم في انخفاض أسعار الفائدة على البلدان الآسيوية وتدفق السيولة من فائض مدّخراتها<sup>(12)</sup>. مرة أخرى، التمكن من استيراد رأس المال بشروط أفضل يشكّل ميزة ونعمة. لكن الادعاء ملفت للنظر: إن ما يقوله مجلس الاحتياطي الفيدرالي في الواقع هو أنه لم يعد يستطيع التحكم بأسعار الفائدة في الولايات المتحدة. لكنه يستطيع ذلك بطبيعة الحال، إنما اختار الإبقاء على انخفاض أسعار الفائدة للأسباب التي بيّنتها إلى حدّ ما<sup>(13)</sup>.

يلقي العديد من المصرفيين اللوم على الحكومة، فيما يبدو جحوداً فاحشاً لجميل الذين أنقذوهم من فراش الموت - يعضون اليد التي امتدّت لتطعمهم. يلومون الحكومة لأنها لم توقفهم - مثل الولد الذي أمسك وهو يسرق من متجر السكاكر فلام صاحب المتجر أو الشرطي لأنه كان ينظر إلى الناحية الأخرى، ما قاده إلى الاعتقاد أن في وسعه النجاة بفعلته السيئة. لكن هذه المقولة أكثر مراوغة لأن الأسواق المالية دفعت كي تغض الشرطة الطرف. فقد نجحوا في التصدي لمحاولات تنظيم المشتقات المالية وتقييد الإقراض النهبي. وحققوا انتصاراً شاملاً على أميركا. وقدّم لها كل انتصار مزيداً من المال الذي يؤثرون به على العملية السياسية. بل إنهم رأوا أن إلغاء الرقابة يجعلهم يجنون مزيداً من المال، والمال علامة النجاح. وذلك هو المراد إثباته.

لا يحبّ المحافظون إلقاء اللوم على الأسواق. إذا كان هناك مشكلة في الاقتصاد، فإنهم يعرفون في سريرتهم أن السبب الحقيقي هو الحكومة. فقد أرادت الحكومة زيادة ملكية المنازل، وكان دفاع المصرفيين أنهم يؤدّون دورهم. وأصبحت فاني ماي وفريدي ماك، الشركتان الخاصتان اللتان بدّأتا كوكالتين حكوميتين، موضوعاً للذمّ والتشنيع، وكذا برنامج الحكومة المسمّى قانون إعادة

الاستثمار في المجتمع الذي يشجّع المصارف على إقراض المجتمعات التي لا تستحقّ ذلك. وهكذا توضح المقولة أنه لولا جهود إقراض الفقراء، لكان كل شيء على ما يرام. غير أن هذا الفيض من الدفاعات ليس سوى لغو وشطط بمعظمه. لقد استندت صفقة إنقاذ المجموعة الأميركية الدولية AIG التي بلغت ما يقرب من 200 مليار دولار (وذلك مبلغ كبير بكل المعايير) إلى المشتقات (مقايضة التخلف عن سداد الائتمانات) - مقامرة المصارف مع المصارف الأخرى. لم تكن المصارف بحاجة إلى من يدفعها من أجل المساواة في الإسكان للانخراط في الإفراط في المخاطرة. وليس للإفراط الشديد في الاستثمار في العقارات التجارية أي علاقة بسياسة الحكومة التي تشجّع على تملك البيوت. ولا تكرر حالات الإقراض الرديء في كل أنحاء العالم التي أنقذت المصارف منها أكثر من مرة. كما أن معدلات التخلف عن السداد في حالات الإقراض بموجب قانون إعادة الاستثمار في المجتمع تتماثل في الواقع مع الإقراض في المجالات الأخرى - ما يظهر أن مثل هذا الإقراض لا يشكّل مخاطر كبيرة إذا ما أُحسن أدائه<sup>(14)</sup>. غير أن النقطة المهمة جداً أن اختصاصات فاني ماي وفريدي ماك هي القروض التي تلبي معايير المقرض للطبقة الوسطى. وقد قفزت المصارف إلى الرهونات العالية المخاطر - وهو مجال لم تكن فاني ماي وفريدي ماك تقدّم فيه القروض - من دون أي حافز من الحكومة. ربما ألقى الرئيس بعض الخطابات عن المجتمع الذي يمتلك فيه الأفراد بيوتهم، لكن ما من أدلة كثيرة على أن المصارف تتلقّف خطابات الرئيس. السياسة يجب أن تكون مصحوبة بالترغيب والترهيب، ولم يكن هناك شيء من ذلك. (إذا كان أي خطاب يفي بالغرض، لحققت دعوات أوباما المتكررة إلى المصارف كي تعيد هيكلة مزيد من الرهونات وتقديم القروض إلى الشركات الصغيرة بعض التأثير). لقد كان دعاة تملك البيوت يقصدون الملكية الدائمة أو الطويلة الأجل على الأقل. فما من جدوى لوضع أحدهم في بيت لمدة بضعة أشهر ثم طرده منه بعد تجريده من مدّخراته. لكن هذا هو ما قامت به المصارف. لا أعرف أي مسؤول حكومي قال إن على المقرضين الانخراط في ممارسات ضارية، وإقراض الناس بما يتجاوز قدرتهم على السداد، برهونات تجمع بين المخاطر العالية والتكاليف التعاقدية المرتفعة. في وقت لاحق، بعد

مرور سنوات على ابتكار القطاع الخاص الرهونات الرديئة toxic mortgages (ستبحث بمزيد من التفصيل في الفصل الرابع)، قررت فاني ماي وفريدي ماك المخصصتان والمتحرّرتان من الرقابة أن تنضمّا إلى هذه اللعبة. ورأى مديروهما أن في وسعهما التمتع بعلاوات مماثلة لما يحصل عليه الآخرون في هذه الصناعة. وبذلك ساعدتا في إنقاذ القطاع الخاص من حماقته: انتهى العديد من الرهونات المسندة (المورقة) إلى الدخول في ميزانيتيهما. ولو لم يشترينها، لربما كانت مشاكل القطاع الخاص أكثر سوءاً، على الرغم من أنهما بشراء كثير من الأوراق المالية ربما ساعدتا في تضخيم الفقاعة<sup>(15)</sup>.

نكرت في التمهيد أن معرفة ما حدث يشبه "تقشير البصل": يثير كل تفسير مزيداً من الأسئلة الجديدة. عند تقشير البصلة علينا أن نسأل، لماذا لم يفشل القطاع المالي فشلاً ذريعاً في أداء وظائفه الاجتماعية الحاسمة فحسب، وإنما في خدمة المساهمين وحملة السندات أيضاً؟<sup>(16)</sup> يبدو أن المديرين التنفيذيين في المؤسسات المالية هم الوحيدون الذين خرجوا وجيوبهم مليئة - أقل امتلاء مما لو لم يحدث الانهيار، لكنهم خرجوا أفضل حالاً من مساهمي سيتي بنك مثلاً الذين شهدوا تبخر استثماراتهم. اشكت المؤسسات المالية من أن الجهات الرقابية والتنظيمية لم تمنعهم من التصرف بحماقة. لكن ألا يفترض بالشركات أن تتصرف جيداً من تلقاء أنفسها؟ في الفصول اللاحقة أقدم تفسيراً بسيطاً: الحوافز المعيبة. لكن علينا أن نسأل ثانية: لماذا توجد حوافز معيبة؟ لماذا لم "تؤدّب" السوق الشركات التي استخدمت هياكل الحوافز المعيبة مثلما تقول النظرية القياسية؟ الإجابة عن هذين السؤالين معقدة لكنها تشمل نظاماً معيباً لحوكمة الشركات، والتطبيق غير الملائم لقوانين المنافسة، والمعلومات الناقصة، والفهم غير الوافي للمخاطر من جانب المستثمرين.

يتحمّل القطاع المالي العبء الرئيسي للملامة، لكن الجهات الرقابية لم تؤدّ عملها كما يجب - ضمان ألا تقدم المصارف على سلوك أحقق كعاداتها. بعد ملاحظة أن أسوأ المشاكل وقعت في الجزء الخاضع لرقابة شديدة (المصارف)، خلص بعض الأشخاص في الجزء الأقل خضوعاً للرقابة في الأسواق المالية

(مثل صناديق التغطية أو التحوط) إلى أن الرقابة هي المشكلة. ورأوا أنها "لو كانت متحررة من الرقابة مثلنا لما وقعت المشاكل قط". لكن ذلك يتجنب النقطة الأساسية: إن سبب خضوع المصارف للرقابة أن فشلها يمكن أن يلحق الضرر ببقية الاقتصاد. وسبب خضوع صناديق التحوط لقليل من الرقابة، صناديق التحوط الصغيرة على الأقل، هو أن الضرر الذي تحدثه قليل. لم تدفع الرقابة المصارف إلى التصرف بحماقة، بل إن قصور الرقابة وتطبيقها هو الذي فشل في منع المصارف من فرض التكاليف على بقية المجتمع مثلما فعلت بصورة متكررة. ولعل الفترة الوحيدة في التاريخ الأمريكي التي لم تُفرض فيها هذه التكاليف هي ربع القرن الذي تلا الحرب العالمية الثانية عندما طبقت رقابة فعالة: ما يثبت أن ذلك ممكن.

يجب أيضاً شرح فشل الرقابة في ربع القرن الماضي: القصة التي أروها أنه حاول أن تربط هذا الفشل بالتأثير السياسي لأصحاب المصالح الخاصة، وبخاصة الموجودين في القطاع المالي الذين يجنون المال من إلغاء الرقابة (فشل العديد من استثماراتهم الاقتصادية، لكنهم كانوا أشد حدة في استثماراتهم السياسية)، وبالإيديولوجيات - الأفكار القائلة بأن الرقابة غير ضرورية.

## فشل الأسواق

اليوم بعد حدوث الانهيار، يقول الجميع تقريباً إن هناك حاجة إلى الرقابة - أو رقابة أشد مما كانت عليه قبل الأزمة على الأقل. لقد كلّفنا عدم وجود الضوابط التنظيمية كثيراً: كان يمكن أن يقل تواتر الأزمات كما أن تكلفة الجهات الرقابية والضوابط التنظيمية لا تذكر مقارنة بتلك التكاليف. تبين أن الأسواق التي تعمل من تلقاء نفسها فاشلة - بل يتكرر فشلها. هناك العديد من الأسباب لهذا الفشل، لكن اثنين منها على وجه الخصوص وثيقا الصلة بالقطاع المالي: "الوكالة" - في عالم اليوم يتداول كثير من الأشخاص المال ويتخذون قرارات لصالح الآخرين (أي كوكلاء عنهم) - وتزايد أهمية "المؤثرات الخارجية".

مشكلة الوكالة مشكلة حديثة. والشركات الحديثة التي تضمّ كثيراً من المساهمين الصغار تختلف اختلافاً جذرياً عن الشركات التي تديرها العائلات. ثمة فصل بين الملكية والسيطرة، حيث يمكن أن تدير الإدارة، التي تمتلك قليلاً من الشركة، الشركة وفقاً لمصالحها إلى حدّ كبير<sup>(17)</sup>. وهناك مشاكل وكالة في عملية الاستثمار أيضاً: صُنِعَ الكثير من خلال صناديق التقاعد والمؤسسات الأخرى. فمن يتخذ القرارات الاستثمارية - ويقيم أداء الشركة - يقوم بذلك لصالحه ولكن نيابة عن عهدها بأموالهم إليهم. وإلى جانب سلسلة "الوكالات"، ترجم القلق بشأن الأداء إلى تركيز على العائدات على المدى القصير.

بما أن أجور الإدارة لا تتوقّف على العائدات على المدى الطويل وإنما على أسعار سوق الأسهم، فإنها تفعل ما في وسعها لرفع أسعار سوق الأسهم - حتى إذا انطوى ذلك على محاسبة خادعة (أو خلاقة). ويتعرّز تركيزها على المدى القصير بالطلب على العائدات الفصلية المرتفعة من قبل محلّي سوق الأسهم. وقد دفعت العائدات على المدى القصير المصارف إلى التركيز على كيفية الحصول على مزيد من الرسوم - وفي بعض الحالات كيفية الالتفاف على الضوابط المحاسبية والمالية. اخترعت القدرة على الابتكار التي تفخر بها وول ستريت منتجات جديدة تولّد لشركاتها مزيداً من الدخل على المدى القصير. وبدت المشاكل التي يمثلها ارتفاع معدّلات التخلّف عن السداد في بعض هذه الابتكارات مسائل تخصّ المستقبل البعيد. من ناحية أخرى، لم تكن الشركات المالية مهتمة البتة في الابتكارات التي قد تساعد الناس في الاحتفاظ ببيوتهم أو حمايتهم من الارتفاعات المفاجئة في معدّلات الفائدة.

باختصار، كانت "مراقبة الجودة" قليلة الفعالية أو غير فعّالة، إذ يفترض نظرياً في الأسواق أن تقدّم هذا الانضباط. كما أن الشركات التي تطرح منتجات مفرطة المخاطر تفقد سمعتها، وتهبط أسعار أسهمها. لكن هذا الانضباط انهار في عالم اليوم الديناميكي. فقد ابتكر العباقرة الماليون منتجات عالية المخاطر أعطت عوائد عادية لمدة قصيرة - لم تظهر عيوبها لمدة سنوات. وتباهى آلاف المديرين الماليين لأن في وسعهم "التغلّب على السوق"، ووجدوا من لديهم

الاستعداد لمجاراتهم من المستثمرين القصيري النظر الذين صدّقوهم. لكن العباقرة الماليين انجرفوا في نشوتهم - فخدعوا أنفسهم فضلاً عما اشتروا منتجاتهم. ويساعد ذلك في شرح لماذا تمسّكوا بمنتجات غير سائلة تبلغ قيمتها مليارات الدولارات عندما انهارت السوق.

قدّم التسنيّد، وهو المجال الذي طرح أحدث المنتجات المالية في السنوات المؤدية إلى الانهيار، مثالاً نموذجياً على المخاطر الناجمة عن الابتكارات الجديدة، لأنه عنى انهيار العلاقة بين المقرضين والمقرضين. كان للتسنيّد ميزة كبيرة واحدة سمحت بانتشار الخطر، لكن من مساوئه الكبيرة إثارة مشكلات جديدة تتعلّق بنقص المعلومات غطّت على المنافع الناجمة عن تزايد التنويع. فقد كان من يشترّون أوراقاً مالية بضمان رهن عقاري يقرضون في الواقع مالك بيت لا يعرفون شيئاً عنه. فهم يثقون بأن المصرف الذي يبيعهم المنتج قد أجرى التدقيق اللازم، والمصرف يثق بمنشئ الرهن. غير أن حوافز منشئي الرهونات تركّزت على كمية الرهونات بدلاً من نوعيتها. فأنتجوا كميات هائلة من الرهونات الرديئة. لذا فإن المصارف تلقي باللائمة على منشئي الرهونات، لكن إلقاء نظرة على الرهونات كفيلة بأن تكشف مخاطرها الكامنة. بيد أن المصرفيين لم تكن لديهم رغبة في معرفة ذلك. بل كانت حوافزهم منصّبة على تمرير الرهونات والأوراق المالية التي أنشئوها بضمان تلك الرهونات، بأسرع ما يمكن إلى الآخرين. وفي مختبرات فرانكنشتاين في وول ستريت، أنشأت المصارف منتجات خطيرة جديدة (أدوات دين بضمان أوراق مالية، وأدوات دين بضمان شرائح من الأوراق المالية، ومبادلات الإعسار الائتماني CDS، وسأتناول بعضها بالبحث في فصول لاحقة) من دون آليات لإدارة الوحش الذي أنتجوه. لقد تحوّلوا إلى مهنة النقل - أخذ الرهونات من منشئي الرهونات، وإعادة تغليفها، ونقلها إلى سجلات صناديق التقاعد وسواها - لأن الرسوم تبلغ ذروتها هنا، مقارنة "بمهنة التخزين"، وهي نموذج العمل التقليدي للمصارف (إنشاء الرهونات والاحتفاظ بها). أو هكذا اعتقدوا إلى أن حدث الانهيار واكتشفوا وجود مليارات الدولارات من الأصول الرديئة في سجلاتهم.



## المؤثرات الخارجية

لم يفكر المصرفيون في مقدار خطورة بعض الأدوات المالية على الآخرين، وفي المؤثرات الخارجية الكبيرة التي نشأت. في علم الاقتصاد، يشير مصطلح "المؤثر الخارجي" *externality* إلى الأوضاع التي يفرض فيها التبادل في السوق تكاليف أو يعود بالفائدة على الآخرين غير الأطراف في هذا التبادل. إذا كنت تتاجر لحسابك وخسرت مالك، فإن ذلك لا يؤثر على الآخرين في الواقع. غير أن النظام المالي متشابك جداً الآن ويضطلع بدور مركزي في الاقتصاد بحيث يمكن أن يؤدي فشل مؤسسة كبيرة واحدة إلى انهيار نظام بأكمله. وقد أثر الفشل الحالي على الجميع: فقد ملايين من مالكي البيوت بيوتهم، وشهد ملايين آخرون تلاشي حقوق ملكيتهم في بيوتهم، ودمرت مجتمعات بأكملها، وتعين على دافعي الضرائب تحمّل خسائر المصارف، وفقد العمال أعمالهم. لم يقع العبء على كاهل الولايات المتحدة وحدها بل على العالم أجمع أيضاً، وتحمله الملايين الذين لم يجنوا مكاسب من سلوك المصارف الطائش.

عندما تكون مشكلات الوكالة والمؤثرات الخارجية كبيرة، تفشل السوق عادة في إعطاء نتائج تتسم بالكفاءة خلافاً للاعتقاد السائد بكفاءة الأسواق. وذلك من المبررات المنطقية للرقابة على الأسواق المالية. لقد كانت الجهات الرقابية خط الدفاع الأخير في وجه سلوك المصارف الشديد الخطورة وغير المتقيد بالمبادئ الأخلاقية. لكن بعد سنوات من مساعي الضغط المكثف التي بذلتها صناعة المصارف، لم تكتف الحكومة بإلغاء الضوابط الرقابية القائمة بل فشلت أيضاً في اعتماد ضوابط جديدة استجابة لتغير المشهد المالي. فاضطلع الأشخاص الذين لا يدركون ضرورة الرقابة - ويعتقدون تالياً أنها غير ضرورية - بدور الجهات الرقابية. وأدى نقض قانون غلاس - ستيغال، الذي يفصل بين المصارف الاستثمارية والتجارية، في سنة 1999 إلى نشوء مصارف كبيرة جداً لا يمكن السماح بإخفاقها. وقد وفّرت معرفة ذلك للمصارف الحوافز للإفراط في المخاطرة.

في النهاية، وقعت المصارف في الفخ الذي نصبته: فقد انقلبت الأدوات

المالية التي استخدمتها لاستغلال الفقراء على الأسواق المالية وأدت إلى انهيارها. وعندما انفجرت الفقاعة، كانت الأوراق المالية الخطيرة التي احتفظت بها معظم المصارف كافية لتهديد بقائها - واتضح أنها لم تؤدّ عملها جيداً في تحويل المخاطر إلى الآخرين كما اعتقدت. وهذه إحدى المفارقات التي ميّزت الأزمة: في محاولة غرينسبان وبوش لتقليص دور الحكومة في الاقتصاد، اضطلعت الحكومة بدور غير مسبوق في الأزمة - أصبحت مالكة أكبر شركة سيارات في العالم، وأكبر شركة تأمين، وبعض أكبر المصارف (لو حصلت على مقابل ما قدّمته إلى المصارف). وهكذا فإن البلد الذي غالباً ما تُعامل فيه الاشتراكية كشيء كريه أمم المخاطر وتدخل في الأسواق بطرق لا سابق لها من قبل.

تنسجم هذه المفارقات مع التناقضات الظاهرة في مقولات صندوق النقد الدولي ووزارة الخزانة الأميركية قبل أزمة شرق آسيا وفي أثنائها وبعدها - والتناقض بين السياسات في ذلك الوقت والآن. ربما يزعم صندوق النقد الدولي أنه يؤمن في أصولية السوق - أن الأسواق تتسم بالكفاءة، وتصحّح نفسها بنفسها، وبناء على ذلك من الأفضل أن تترك وشأنها إذا أُريد تعظيم النمو والكفاءة - لكن عندما تقع أزمة ما، فإنها تستدعي مساعدة ضخمة من الحكومة بسبب القلق من العدوى، وانتشار المرض من بلد إلى آخر. لكن العدوى مؤثّر خارجي جوهري، وإذا كانت هناك مؤثّرات خارجية فلا يستطيع المرء (من الناحية المنطقية) الاعتقاد بأصولية السوق. بيد أن صندوق النقد الدولي ووزارة الخزانة الأميركية قاومتا، حتى في أعقاب عملية الإنقاذ التي بلغت تكاليفها عدة مليارات من الدولارات، فرض تدابير (ضوابط رقابية) قد تجعل "الأحداث العارضة" أقل احتمالاً وأقل تكلفة - لأنهما يعتقدان أن أصولية السوق تعمل جيداً من تلقاء نفسها، مع أنهما شهدا حالات إخفاقها المتكررة.

يقدم إنقاذ الشركات المتعثّرة مثلاً على مجموعة من السياسات غير المتسقة مع العواقب المحتملة على المدى الطويل. ويشعر الاقتصاديون بالقلق بشأن الحوافز - يمكن القول إنها شاغلهم الأول. ومن المقولات التي طرحها العديد في الأسواق المالية لتبرير عدم مساعدة الراهنين الذين يعجزون عن

السداد أن ذلك يثير " خطراً أخلاقياً " - أي يضعف الحافز على الدفع إذا عرف الراهنون أن هناك فرصة للحصول على المساعدة إذا لم يسدّوا. وقد دفع الخطر الأخلاقي صندوق النقد الدولي والخزانة الأميركية إلى الوقوف بشدة في وجه إنقاذ المتعثّرين في إندونيسيا وتايلند - ما أحدث انهياراً واسعاً للنظام المصرفي وفاقم الاتجاه التراجعي في هذين البلدين. وسهّل القلق من الخطر الأخلاقي اتخاذ قرار بعدم إنقاذ مصرف ليمان برانرز. لكن هذا القرار بدوره أدى إلى أكبر عملية إنقاذ للشركات المتعثّرة في التاريخ. فعندما أصبح الأمر متعلّقاً بالمصارف الكبرى في أميركا في أعقاب ليمان برانرز، وضعت المخاطر الأخلاقية جانباً، إلى حدّ السماح لمسؤولي المصارف بالحصول على علاوات كبيرة مقابل الخسائر القياسية، واستمر دفع حصص الأرباح، وقُدّمت الحماية للمساهمين وحاملي السندات. يوفّر الإنقاذ المتكرّر (وتقديم السيولة من قبل مجلس الاحتياطي الفيدرالي في أوقات الأزمة) جزءاً من تفسير الأزمة الراهنة: شجّع تزايد السلوك الطائش للمصارف، لأنها تعرف أن احتمالات إنقاذها كبيرة إذا ما تعرّضت للمتاعب. (أشارت الأسواق المالية إلى ذلك باسم خيار غرينسبان/ بيرنيك.) لقد ارتكبت الجهات الرقابية خطأ في الحكم لأن الاقتصاد حافظ على استمراريته بصورة جيدة، ونجحت الأسواق من تلقاء نفسها من دون الحاجة إلى الرقابة - مغفلة أنها حافظت على بقائها بسبب التدخّل الحكومي الهائل. وأصبحت مشكلة الخطر الأخلاقي اليوم أعظم بكثير مما كانت عليه في أي وقت مضى.

إن مشاكل الوكالة والمؤثّرات الخارجية تعني أن هناك دوراً للحكومة. فإذا أدّت دورها على ما يرام، قلّ وقوع الحوادث، وعندما تقع الحوادث فإنها تكون أقل تكلفة. عندما تقع الحوادث، على الحكومة المساعدة في جمع القطع المتناثرة. لكن كيفية قيام الحكومة بجمع القطع المتناثرة تؤثر في احتمال حدوث أزمات في المستقبل - وفي شعور المجتمع بالعدالة والإنصاف. إن كل اقتصاد ناجح - وكل مجتمع ناجح - يشمل كلاً من الحكومة والأسواق. ولا بدّ من وجود دور متوازن. والأمر لا يتعلّق بالكم فحسب وإنما بماذا أيضاً. خلال إدارات ريغان وبوش الأب

والابن، فقدت الولايات المتحدة ذلك التوازن - لقد عنى فعل القليل في ذلك الوقت وجوب فعل الكثير اليوم. وارتكاب الأخطاء اليوم قد يعني ارتكاب المزيد في المستقبل.

## الركود

من المظاهر الملفتة لثورات "السوق الحرّة" التي أطلقها الرئيس رونالد ريغان ورئيسة الوزراء البريطانية مرغريت تاتشر نسيان الحالات المهمة التي فشلت فيها الأسواق في إعطاء نتائج تتسم بالكفاءة: الوقائع المتكررة لعدم استغلال الموارد بالكامل. غالباً ما يعمل الاقتصاد دون سعته، حيث لا يستطيع ملايين الأشخاص إيجاد عمل رغم سعيهم إلى ذلك، مع حدوث تقلّبات متقطّعة تؤدي إلى عدم تمكّن واحد من كل اثني عشر شخصاً من إيجاد عمل - وتزداد الأرقام سوءاً لدى الأقليات والشبان. لا يقدّم معدّل البطالة الرسمي صورة كاملة عما يجري: كثير من الراغبين في العمل المتفرّغ يعملون جزئياً لأن هذا هو العمل الوحيد الذي يمكنهم الحصول عليه، ومن ثم لا يدخلون في معدّل البطالة. كما أن المعدّل لا يشمل من يدخلون قوائم العاجزين لكن يمكن أن يعملوا إذا استطاعوا إيجاد عمل. كما لا يشمل المحبطين من فشلهم في إيجاد عمل بحيث يتخلّون عن البحث. غير أن هذه الأزمة أسوأ من المعتاد. فباستخدام مقياس البطالة الأوسع، تبين في أيلول/سبتمبر 2009 أن واحداً من ستة من الأميركيين الراغبين في العمل المتفرّغ لم يتمكّنوا من الحصول عليه، وازدادت الأمور سوءاً بحلول تشرين الأول/أكتوبر<sup>(18)</sup>. وفي حين أن السوق تصحّح نفسها بنفسها - انفجرت الفقاعة في نهاية المطاف - فإن هذه الأزمة تبين ثانية أن التصحيح قد يكون بطيئاً وذا تكلفة هائلة. فالفجوة المتراكمة بين ناتج الاقتصاد الفعلي والناتج الممكن تبلغ تريليونات الدولارات.

## من كان يستطيع توقّع حدوث الانهيار؟

في أعقاب الانهيار، زعم العاملون في السوق المالية والجهات الرقابية على السواء

أنه ما من أحد كان في وسعه توقّع هذه المشاكل. غير أن العديد من النقاد تنبّؤوا بها في الواقع - لكن توقّعاتهم الرهيبة لم تكن حقيقة ملائمة: كان كثير من الأشخاص يجنون أموالاً طائلة فلم تُسمع تحذيراتهم.

لم أكن الشخص الوحيد الذي توقّع انهيار الاقتصاد الأميركي، وعواقبه العالمية. بل أصدر العديدون تحذيرات متكرّرة مثل نورييل روبيني، الاقتصادي في جامعة نيويورك؛ والممول جورج سوروس، وستيفن راش من مورغان ستانلي، وروبرت شيلر، خبير الإسكان في جامعة ييل؛ وروبرت وسكوت، الموظف السابق في مجلس المستشارين الاقتصاديين/المجلس الاقتصادي القومي للرئيس كلينتون. وهؤلاء جميعاً من الاقتصاديين الكينزيين الذين يشتركون في الرأي بأن الأسواق لا تصحّح نفسها بنفسها. وقد أبدى معظمنا قلقه من فقاعة الإسكان: ركّز بعضهم (مثل روبيني) على الخطر الذي يشكّله انعدام التوازنات العالمية على التغيير المفاجئ في أسعار الفائدة.

لكن الذين هندسوا الفقاعة (كان هنري بولسون قد قاد غولدمان ساكس إلى ارتفاعات جديدة لنسبة المديونية، وسمح بنيرنيك باستمرار منح الرهونات العالية المخاطر أو ذات التصنيف الائتماني المنخفض) حافظوا على إيمانهم بقدرة الأسواق على تصحيح نفسها بنفسها - حتى اضطروا إلى مواجهة حقيقة الانهيار الهائل. ليس على المرء أن يكون لديه دكتوراه في علم النفس ليدرك لماذا أرادوا الادّعاء بأن الاقتصاد يمرّ في اضطراب ثانوي، اضطراب يمكن التغلّب عليه بسهولة. في آذار/مارس 2007، ادّعى رئيس مجلس الاحتياطي الفيدرالي بيرنيك أن "من المرجّح احتواء تأثير سوق الرهونات العالية المخاطر على الاقتصاد بأكمله والأسواق المالية"<sup>(19)</sup>. وبعد عام، حتى بعد انهيار شركة بيرن ستيرنز، وانتشار الشائعات بشأن السقوط الوشيك لليمان براذرز، استمرّ الرأي الرسمي (غير المعبّر عنه علناً فحسب وإنما أيضاً خلف الأبواب المغلقة مع محافظي المصارف المركزية الآخرين) بأن الاقتصاد في طريقه إلى استعادة عافيته بعد بروز العديد من الومضات.

إن الفقاعة العقارية التي كان لا بدّ من انفجارها هي العارض الأكثر

وضوحاً "لاعتلال الاقتصاد". لكن توجد خلف هذا العارض العديد من المشاكل الجوهرية. فقد حذر الكثيرون من مخاطر إلغاء الرقابة التنظيمية. وكنت قد أبدت قلقي منذ سنة 1992 من أن توريق الرهونات سيؤدي إلى كارثة، لأن المشتريين والبايعين يبخسون تقدير احتمال هبوط الأسعار ومقدار العلاقة المتبادلة<sup>(20)</sup>.

كان في وسع كل من يلقي نظرة على الاقتصاد الأميركي عن قرب أن يرى بسهولة أن هناك مشكلات "كلية" رئيسية فضلاً عن مشكلات "جزئية". وكما أشرت آنفاً، فإن اقتصادنا لقي الدعم والمساندة من فقاعة غير مستدامة. ولولا الفقاعة لكان الطلب الكلي - مجموع السلع والخدمات التي تطلبها الأسر والشركات والحكومة والأجانب - ضعيفاً، ويرجع ذلك جزئياً إلى تنامي انعدام المساواة في الولايات المتحدة وسواها في العالم ما نقل المال ممن ينفقونه إلى من لا ينفقونه<sup>(21)</sup>.

ظلت سنوات أنا وزميلي في جامعة كولومبيا بروس غرينولد نلفت الانتباه إلى تزايد مشكلة نقص الطلب الكلي العالمي - مجموع السلع والخدمات التي يريد الناس في جميع أنحاء العالم شراءها. فالطلب الكلي العالمي هو المهم في عالم العولمة. إذا كان المجموع الكلي لما يريد الناس في جميع أنحاء العالم شراء أقل مما يستطيع العالم إنتاجه، فإن هناك مشكلة - أي ضعف الاقتصاد العالمي. ومن أسباب ضعف الطلب الكلي العالمي نموّ مستوى الاحتياطات المالية - القرش الأبيض الذي تنخره البلدان لليوم الأسود.

تنخر البلدان النامية مئات المليارات من الدولارات في الاحتياطات لحماية نفسها من ارتفاع مستوى التقلبات العالمية التي ميّزت حقبة إلغاء الرقابة، ومن الحرج الذي تشعر به عند اللجوء إلى صندوق النقد الدولي للمساعدة<sup>(22)</sup>. فقد أبلغني رئيس وزراء أحد البلدان التي هزتها الأزمة المالية العالمية في سنة 1997، "لقد كنا في صفّ سنة 1997. وتعلّمنا ماذا يحدث إذا لم يكن لديك احتياطات كافية".

كانت البلدان الغنية بالنفط تراكم الاحتياطات أيضاً - فهي تعلم أن ارتفاع

أسعار النفط الخام غير دائم. وثمة سبب آخر لتكديس الاحتياطات لدى بعض البلدان. فطالما امتدح النمو المدفوع بالصادرات باعتباره أفضل السبل لنمو البلدان النامية: وبعد أن استبعدت قوانين التجارة الجديدة التي ترعاها منظمة التجارة العالمية العديد من الأدوات التقليدية التي تستخدمها البلدان النامية لإنشاء صناعات جديدة، لجأ العديد منها إلى سياسة المحافظة على تنافسية أسعار الصرف. ويعني ذلك شراء الدولار وبيع عملاتها وتكديس الاحتياطات.

كل ما تقدّم أسباب وجيهة لتكديس الاحتياطات، لكن عواقبها سيئة: لم يعد الطلب العالمي كافياً. كان يدّخر ما يقرب من نصف تريليون دولار في هذه الاحتياطات كل سنة في السنوات التي سبقت الأزمة. أنقذت الولايات المتحدة الموقف لفترة وجيزة عن طريق الاستهلاك التبذيري القائم على الاستدانة، والإنفاق الذي يفوق مواردها. فأصبحت الملاذ الأخير للاستهلاك في العالم. لكن ذلك لم يكن مستداماً.

### الأزمة العالمية

سرعان ما أصبحت هذه الأزمة عالمية - وذلك ليس مفاجئاً لأن ما يقرب من ربع الرهونات الأميركية ذهب إلى الخارج<sup>(23)</sup>. وقد ساعد ذلك الولايات المتحدة من دون قصد: فلو لم تشتتر المؤسسات الأجنبية الكثير من الأدوات المالية الرديئة والديون، لكان الوضع هنا أسوأ بكثير<sup>(24)</sup>. لكن الولايات المتحدة صدّرت أولاً فلسفة إلغاء الرقابة - ولولا ذلك لما اشترى الأجانب كثيراً من الرهونات الرديئة<sup>(25)</sup>. وفي النهاية، صدّرت الولايات المتحدة الركود الذي أصابها. وتلك بطبيعة الحال إحدى القنوات العديدة التي أصبحت الأزمة الأميركية عالمية من خلالها: لا يزال الاقتصاد الأميركي أضخم اقتصاد في العالم، ومن الصعب ألا يكون لتحوّل تراجمي بهذا الحجم تأثير عالمي. كما أن الأسواق المالية العالمية أصبحت شديدة الترابط - بدليل أن اثنين من أكبر المستفيدين الثلاثة من قيام الحكومة الأميركية بإنقاذ المجموعة الأميركية الدولية AIG مصرفان أجنبيان.

في البداية، تحدّث كثيرون في أوروبا عن فك الارتباط، وأن باستطاعتهم

الحفاظ على نموّ اقتصاداتهم حتى إذا طرأ تحوّل تراجعى على الاقتصاد الأميركي: النموّ في آسيا ينقذها من الركود. كان يجب أن يتضح أن ذلك ما هو إلا تعلّل بالآمال. فالاقتصادات الآسيوية لا تزال صغيرة جداً (لا يزيد استهلاك آسيا بأكملها على 40 بالمئة من الاستهلاك الأميركي)،<sup>(26)</sup> ويعتمد نموّها على صادراتها إلى الولايات المتحدة. وقد تراجع نموّ الصين في سنة 2009 نحو 3 و4 بالمئة عما كان عليه قبل الأزمة حتى بعد حزمة التحفيز الهائلة. العالم شديد الترابط، ولا بد أن يؤدي التراجع في الولايات المتحدة إلى تباطؤ عالمي. (هناك لا تماثل: نظراً لضخامة السوق الداخلية غير المستغلّة استغلالاً تاماً في آسيا، فربما تتمكّن من استعادة النموّ القوي على الرغم من استمرار ضعف السوق في الولايات المتحدة وأوروبا - وتلك نقطة سأعود إليها في الفصل الثامن.)

مع أن المؤسسات المالية الأوروبية عانت من شراء الرهونات الرديئة والمقامرات الخطيرة التي اشتركت فيها مع المصارف الأميركية، فإن عدداً من البلدان الأوروبية واجهت مشاكل من صنعها. فقد سمحت إسبانيا أيضاً بتطوّر فقاعة إسكان وهي تعاني الآن من انهيار شبه تام في سوقها العقاري. لكن خلافاً للولايات المتحدة، فإن الضوابط المصرفية القوية في إسبانيا أتاحَت للمصارف تحمّل صدمة كبيرة جداً محقّقة نتائج جيدة نسبياً - مع أن اقتصادها الإجمالي تعرّض لضربة قاسية جداً.

خضعت المملكة المتحدة لفقاعة عقارية حقيقية. لكن تحت تأثير مدينة لندن، وهي محور مالي رئيسي، وقعت في شرك "السباق نحو القاع" وهي تحاول فعل ما في وسعها لاجتذاب الأنشطة المالية. ولم تُبَلّ الضوابط "الخفيفة" بلاء أفضل مما حقّقته في الولايات المتحدة. وبما أن البريطانيين سمحوا للقطاع المالي بأداء دور كبير في اقتصادهم، فإن تكلفة عمليات الإنقاذ كانت كبيرة جداً نسبياً. فعلى نحو الولايات المتحدة، تطوّرت في بريطانيا ثقافة الرواتب المرتفعة والعلاوات. لكن البريطانيين يدركون على الأقل أنك إذا أعطيت أموال دافعي الضرائب إلى المصارف، فإن عليك بذل ما في وسعك للتأكّد من استخدامه للغايات المقصودة - لمزيد من القروض لا العلاوات وحصل الأرباح.



كما أن هناك بعض الإدراك في المملكة المتحدة على الأقل لوجوب الخضوع للمحاسبة - استُبدل رؤساء المصارف التي تم إنقاذها - وطلبت الحكومة البريطانية أن يحصل دافعو الضرائب على قيمة عادلة مقابل عمليات الإنقاذ، ولم تقدّم هبات مجانية كتلك التي ميّزت عمليات الإنقاذ التي قامت بها إدارتا بوش وأوباما<sup>(27)</sup>.

تقدّم أيسلندا مثلاً رائعاً عن الخلل الذي يمكن أن يحدث عندما يعتمد اقتصاد صغير ومنفتح شعار إلغاء الرقابة بشكل أعمى. لقد جهد شعبها المتعلم جيداً في العمل وتصدّر التكنولوجيا المتقدمة. وتغلّب على مساوئ الموقع البعيد، والطقس القاسي، ونضوب مخزونات السمك - أحد مصادر دخلها التقليدية - لتحقيق دخل فردي يصل إلى 40,000 دولار. أما اليوم فقد عرض سلوك مصارفها المتهور مستقبل البلد للخطر.

زرت أيسلندا عدة مرات في وقت سابق من هذا العقد وحذّرت من مخاطر سياسات التحرير من القيود<sup>(28)</sup>. يوجد في هذا البلد الذي يضمّ 300,000 مواطن ثلاثة مصارف أخذت الودائع واشترت أصولاً يبلغ إجماليها 176 مليار دولار، أي أحد عشر ضعف الناتج المحلي الإجمالي للبلد<sup>(29)</sup>. عند السقوط المثير للنظام المصرفي الأيسلندي في خريف 2008، أصبحت أيسلندا أول بلد متقدّم يلجأ إلى صندوق النقد الدولي للمساعدة منذ أكثر من ثلاثين سنة<sup>(30)</sup>. فقد اعتادت المصارف الأيسلندية، على غرار المصارف في الأمكنة الأخرى، على نسبة المديونية المرتفعة والمخاطر العالية. وعندما أدركت الأسواق المالية المخاطر وبدأت بسحب الأموال، لجأت هذه المصارف (وبخاصة مصرف لاندزبانكي) إلى إغواء المودعين في المملكة المتحدة وهولندا لاجتذاب أموالهم بعرض حسابات ذات عوائد مرتفعة. اعتقد المودعون بحماقة أنهم مدعوون إلى "غداء مجاني": يمكنهم الحصول على عوائد مرتفعة من دون مخاطر. وربما ظلّوا بحماقة أيضاً أن حكوماتهم تؤدي واجبها الرقابي. لكن على نحو الأماكن الأخرى، افترضت الجهات الرقابية إلى حدّ كبير أن الأسواق تعتني بنفسها. وقد أدى الاقتراض من المودعين إلى تأجيل يوم الحساب فحسب. لم يكن في وسع أيسلندا أن تصبّ

مئات مليارات الدولارات في مصارفها المتضعضعة. وعندما اتضحت هذه الحقيقة تدريجياً لدى الذين قَدَّموا الأموال إلى المصارف، أصبح الأمر مسألة وقت قبل التسابق إلى النظام المصرفي. وأدت الفوضى العالمية التي تلت انهيار مصرف ليمان براذرز إلى حدوث المحتوم على أي حال. وخلافاً للولايات المتحدة، عرفت حكومة أيسلندا أن ليس في وسعها إنقاذ حملة السندات أو المساهمين. كان السؤالان الوحيدان هل ستنفذ الحكومة الشركة الأيسلندية التي أمنت المودعين، وكم ستكون كريمة مع المودعين الأجانب؟ استخدمت المملكة المتحدة التكتيكات القوية - ذهبت إلى حد الاستيلاء على الأصول الأيسلندية باللجوء إلى القوانين المضادة للإرهاب - وعندما لجأت أيسلندا إلى صندوق النقد الدولي والبلدان الإسكندنافية طلباً للمساعدة، أصرّوا على أن ينفذ دافعوا الضرائب الأيسلنديون المودعين البريطانيين والهولنديين بمبالغ تفوق الحسابات التي تم التأمين عليها. في زيارة أخرى إلى أيسلندا في أيلول/سبتمبر 2009، بعد ما يقرب من سنة، كان الغضب واضحاً ومحسوساً. لماذا يُجبر دافعوا الضرائب الأيسلنديين على الدفع مقابل فشل مصرف خاص، لا سيما عندما لم تؤدّ الجهات الرقابية الأجنبية عملها لحماية مواطنيها؟ من الآراء الواسعة الانتشار بشأن الردّ القوي للحكومات الأوروبية أن أيسلندا كشفت عن عيب جوهري في التكامل الأوروبي: "السوق الواحدة" تعني أن في وسع أي مصرف أوروبي أن يعمل في أي بلد. وقد حمّلت المسؤولية عن الرقابة لبلد "المنشأ". لكن إذا لم يؤدّ بلد المنشأ عمله، يمكن أن يخسر المواطنون في البلدان الأخرى المليارات. لم تشأ أوروبا التفكير في ذلك وعواقبه العميقة، فمن الأفضل أن تدفع أيسلندا الصغيرة المبلغ المطلوب، وهو مبلغ قدّر بأنه يصل إلى 100 بالمئة من الناتج المحلي الإجمالي للبلد<sup>(31)</sup>.

عندما تفاقمت هذه الأزمة في الولايات المتحدة وأوروبا، عانت بلدان أخرى في العالم من انهيار الطلب العالمي. عانت البلدان النامية على وجه الخصوص، إذ شهدت التحويلات الخارجية ورأس المال المتدفّق عليها هبوطاً كبيراً - وانعكس الاتجاه في بعض الحالات. لقد بدأت الأزمة الأميركية بالقطاع المالي وانتشرت لاحقاً إلى باقي الاقتصاد، لكن في العديد من البلدان النامية - ومنها تلك التي

توجد فيها رقابة مالية أفضل من تلك الموجودة في الولايات المتحدة - كانت المشاكل التي يعاني منها "الاقتصاد الحقيقي" كبيرة جداً بحيث أثرت في النهاية على القطاع المالي. انتشرت الأزمة بسرعة كبيرة بسبب السياسات إلى حد ما، وبخاصة سياسات تحرير أسواق المال ورأس المال، التي فرضها صندوق النقد الدولي ووزارة الخزانة الأميركية على هذه البلدان - بناء على أيديولوجية السوق الحرة نفسها التي أوقعت الولايات المتحدة في المأزق<sup>(32)</sup>. لكن في حين تجد الولايات المتحدة أن من الصعب عليها احتمال مليارات الدولارات في عمليات الإنقاذ وخطط التحفيز، فإن الإجراءات المماثلة تتجاوز قدرات البلدان الفقيرة.

### الصورة الكبرى

يوجد خلف جميع أعراض الخلل الوظيفي حقيقة واسعة مفادها أن اقتصاد العالم يشهد تغيرات زلزالية. لقد تزامن الكساد العظيم مع تراجع الزراعة الأميركية، بل إن أسعار المنتجات الزراعية انخفضت قبل انهيار البورصة في سنة 1929. وشهدت الإنتاجية الزراعية طفرة عظيمة بحيث أصبح في وسع نسبة صغيرة من السكان إنتاج كل الغذاء الذي يستهلكه البلد. لم يكن الانتقال من اقتصاد قائم على الزراعة إلى اقتصاد تسوده الصناعة أمراً هيناً. بل إن الاقتصاد لم يعاود نموه إلا عندما دخل "البرنامج الجديد" حيز التنفيذ وأدخلت الحرب العالمية الثانية الناس إلى المصانع.

الاتجاه السائد في الولايات المتحدة اليوم هو الابتعاد عن الصناعة والاتجاه نحو قطاع الخدمات. ويرجع ذلك جزئياً، كما من قبل، إلى النجاح في زيادة إنتاجية الصناعة بحيث يستطيع جزء صغير من السكان إنتاج جميع الدمى والسيارات والتلفزيونات التي يستطيع أن يشتريها أكثر المجتمعات مادية وتبذيراً. لكن ثمة بعد آخر في الولايات المتحدة وأوروبا: العولمة التي تعني انتقال المحل الهندسي للإنتاج والأفضلية النسبية إلى الصين والهند والبلدان النامية الأخرى.

تواكب هذا التعديل "الاقتصادي الجزئي" مع مجموعة من انعدام التوازنات على مستوى الاقتصاد الكلي: مع أن على الولايات المتحدة الانخار من أجل

تقاعد جيل ازدهار الولادات الذي أخذ يتقدّم في السنّ، فإنها اتبعت نمط عيش يتجاوز مواردها، بتمويل من الصين إلى حدّ كبير والبلدان النامية الأخرى التي تنتج أكثر مما تستهلك. ومع أن من الطبيعي أن تقرض بعض البلدان بلداناً أخرى - يواجه بعضها عجزاً تجارياً والآخر فائضاً - فإن قيام البلدان الفقيرة بإقراض البلدان الغنية غريب، ويبدو أنه لم يعد من الممكن المحافظة على استدامة العجز الذي أصبح كبيراً جداً. عندما تزداد مديونية البلدان، قد يفقد المقرضون الثقة في قدرة المقرض على السداد - بل إن ذلك يمكن أن ينطبق على بلد غني مثل الولايات المتحدة. إن إعادة العافية إلى الاقتصاد العالمي والأميركي تتطلب إعادة هيكلة الاقتصادات بحيث تعكس علم الاقتصاد الجديد وتصحّح انعدام التوازنات العالمية.

لا يمكن أن نعود إلى حيث كنا قبل انفجار الفقاعة في سنة 2007. ويجب ألاّ تحدونا الرغبة إلى ذلك. فهناك العديد من المشاكل التي يعاني منها ذلك الاقتصاد - كما رأينا. وهناك احتمال بطبيعة الحال أن تحلّ فقاعة جديدة محلّ فقاعة الإسكان، مثلما حلّت فقاعة الإسكان محلّ فقاعة التقنية المتقدّمة. لكن مثل هذا الحلّ يؤجّل يوم الحساب فحسب. كما أن أيّ فقاعة جديدة تطرح مخاطر: ساعدت فقاعة النفط في دفع الاقتصاد إلى شفير الهاوية. وكلّما أحرنا التعامل مع المشاكل الأساسية، طال الوقت الذي سيمرّ قبل أن يعاود العالم النموّ بقوة.

هناك اختبار بسيط كي نعرف هل خطت الولايات المتحدة خطوات كافية لضمان عدم وقوع أزمة أخرى: هل كان يمكن تجنّب الأزمة الراهنة لو طبّقت الإصلاحات المقترحة؟ وهل كانت ستحصل على أي حال؟ على سبيل المثال، إن منح مزيد من الصلاحيات لمجلس الاحتياطي الفيدرالي هو أساس الإصلاح الرقابي الذي اقترحه أوباما. لكن عندما بدأت الأزمة، كان لدى هذا المصرف صلاحيات أكثر مما استخدم. وكل التفسيرات للأزمة تضعه في مركز نشوء هذه الفقاعة وسابقتها. ربما تعلّم رئيس مجلس الاحتياطي الفيدرالي الدرس. لكن نعيش في بلد يسوده القانون لا الرجال: هل يجب أن يكون لدينا نظام يتطلب أن يكتوي مجلس الاحتياطي الفيدرالي بالنار أولاً لضمان عدم نشوء أزمة أخرى؟

هل يمكننا أن نثق في نظام يمكن أن يعتمد بهذا الشكل الخطير على الفلسفة الاقتصادية لشخص واحد أو فهمه - أو حتى الأعضاء السبعة في مجلس محافظي مجلس الاحتياطي الفيدرالي؟ من الواضح أن الإصلاحات لم تكن قد تقدّمت بالقدر الكافي عند دفع هذا الكتاب إلى المطبعة.

لا يمكننا الانتظار إلى ما بعد الأزمة. بل إن طريقة تعاملنا مع الأزمة ربما تزيد من صعوبة معالجة هذه المشاكل العميقة. الفصل التالي يجمل ما كان يجب أن نقوم به لمعالجة الأزمة - ولماذا قصّرنا في ذلك.

## الفصل الثاني

### السقوط الحر وعواقبه

**في** تشرين الأول/أكتوبر 2008، شهد الاقتصاد الأميركي سقوطاً حراً، وأسقط معه جانباً كبيراً من الاقتصاد العالمي. لقد شهدنا من قبل انهيارات للبورصة، وأزمات ائتمانات، وهبوط في أسعار المساكن، وتعديلات في المخزون. لكن لم تحدث كل هذه الأشياء معاً منذ الكساد العظيم. ولم تتحرك سحب العاصفة بسرعة كبيرة من قبل فوق المحيطين الأطلسي والهادئ، وتشتد قوتها في أثناء التحرك. لقد بدا أن كل شيء ينهار في الوقت نفسه، لكن هناك مصدراً مشتركاً: الإقراض الطائش الذي وفّر القطاع المالي وغذى الفقاعة العقارية التي انفجرت في نهاية المطاف. وما تكشف هو العواقب المتوقعة والتي يمكن توقعها لانفجار الفقاعة. إن مثل هذه الفقاعات وعواقبها قديمة قدم الرأسمالية والمصرفية نفسها. غير أن الولايات المتحدة تجنبّتها لمدة عقود في أعقاب الكساد العظيم بسبب الرقابة والضوابط التي وضعتها الحكومة بعد الكساد. وعندما استحكم إلغاء الرقابة، بات الأمر مسألة وقت قبل أن تعود فظائع الماضي إلى الظهور. لقد مكّن ما يسمّى الابتكارات المالية الفقاعة من النموّ قبل أن تنفجر، وجعل التحرّر من شباك الفوضى أكثر صعوبة بعد الانفجار<sup>(1)</sup>.

اتضح الحاجة إلى اتخاذ إجراءات جذرية منذ آب/أغسطس 2007. ففي ذلك الشهر شهد الاختلاف بين معدلات الفائدة على القروض بين المصارف ومعدلات الفائدة على سندات الخزينة ارتفاعاً كبيراً. في الاقتصاد "السوي"، يختلف معدّل الفائدة اختلافاً طفيفاً. أما الاختلاف الكبير فيعني أن المصارف لا تثق بعضها ببعض. وتعرّضت أسواق الائتمانات لخطر التجمّد - لسبب وجيه. أدرك الجميع المخاطر الهائلة التي يواجهونها في ميزانياتهم العمومية، فيما أصبحت الرهونات التي يحتفظون بها غير مواتية وتضاعفت الخسائر الأخرى. كانوا يعلمون مقدار عدم استقرار ظروفهم - وبإمكانهم أن يخبّنوا مقدار عدم استقرار مواقف المصارف الأخرى.

إن لانهايار الفقاعة ونذرة الائتمانات عواقب حتمية لن تظهر بين ليلة وضحاها، لكنها تستغرق شهوراً، ولن يؤدي التعلّل بالأمني إلى وقف هذه العملية. لقد تباطأ الاقتصاد، ومع تباطئه ارتفعت أعداد الرهونات المحبوسة. برزت المشاكل في العقارات في سوق الرهونات العالية المخاطر أولاً، لكن سرعان ما ظهرت في مجالات أخرى أيضاً. إذا لم يستطع الأميركيون تسديد الدفعات المتوجّبة على منازلهم، فسيواجهون مشاكل أيضاً في تسديد دفعات بطاقات الائتمانات. وعندما هوت أسعار العقارات، أصبح الأمر مسألة وقت قبل أن تظهر المشاكل في مجال العقارات السكنية والتجارية ذات التصنيف الائتماني الجيد. وعندما شخّ الإنفاق الاستهلاكي، أصبح من المحتمّ أن تفلس العديد من الشركات - ويعني ذلك ارتفاع معدّل التخلف عن سداد القروض التجارية أيضاً.

أصرّ الرئيس بوش على أن هناك اضطراباً طفيفاً فقط في سوق الإسكان وأن قليلاً من أصحاب المساكن سيتضرّرون. وعندما هوت سوق الإسكان إلى المستوى الذي كانت عليه قبل أربع عشرة سنة، طمأن الأمة في 17 تشرين الأول/أكتوبر 2007: "إنني متفائل بشأن العديد من المؤشرات الاقتصادية هنا في الولايات المتحدة". وفي 13 تشرين الثاني/نوفمبر، قال مطمئناً، "إن دعائم اقتصادنا قوية، واقتصادنا يتمتع بالمرونة". لكن الأوضاع في قطاعي المصارف والعقارات تفاقمت. ومع دخول الاقتصاد في ركود في كانون الأول/ديسمبر

2007، اعترف بأن هناك مشكلة محتملة: "لا شك في أن هناك سُحْباً تنذر بالعاصفة ومخاوف، لكن الدعائم قوية" (2).

عندما تزايدت دعوات الاقتصاديين وقطاع الأعمال إلى اتخاذ الإجراءات، لجأ الرئيس بوش إلى علاجه المعتاد لجميع العلل وقرر تخفيض 168 مليار دولار من أموال الضرائب في شباط/فبراير 2008. لكن معظم الاقتصاديين الكينزيين توقّعوا ألا ينجح هذا العلاج. الأميركيون غارقون في الديون ويعانون من قلق رهيب، فلماذا ينفقون قيمة الخصم الضريبي الصغير بدلاً من أخاره؟ لقد انّخروا أكثر من نصفه في الواقع، فلم يؤدّ ذلك إلى تحفيز اقتصاد منكمش بالفعل (3).

مع أن الرئيس دعم خفض الضرائب، فإنه رفض الاعتقاد بأن الاقتصاد متوجّه نحو الركود. بل إنه رفض الاعتراف بذلك حتى بعد مرور شهرين على دخول البلد حالة الركود، فأعلن في 28 شباط/فبراير 2008، "لا أعتقد أننا مقبلون على ركود". وعندما توسّط مسؤولو مجلس الاحتياطي الفيدرالي ووزارة الخزانة بُعيد ذلك لاندماج عملاق الاستثمار "بير ستيرنز" و"جي بي مورغان تشيس" وتقييم السهم بدولارين فقط (عُدّلت القيمة إلى عشرة دولارات للسهم لاحقاً)، اتضح أن انفجار الفقاعة أحدث أكثر من اضطراب في الاقتصاد (4).

عندما واجه مصرف ليمان برانرز الإفلاس في أيلول/سبتمبر، غيّر المسؤولون أنفسهم المسار وسمحوا له بالفشل، وأطلقوا بدورهم سلسلة متعاقبة من عمليات الإنقاذ بمليارات الدولارات. ولم يعد بالإمكان تجاهل الركود بعد ذلك. لكن انهيار مصرف ليمان برانرز جاء نتيجة الكارثة الاقتصادية وليس سببها، وقد سرّع العملية التي كانت قد قطعت شوطاً بعيداً.

على الرغم من تصاعد فقدان الأعمال (في الأشهر التسعة الأولى من سنة 2008، فقد نحو 1.8 مليون وظيفة، وكان هناك 6.1 ملايين أميركي يعملون بدوام جزئي لأنهم لم يستطيعوا الحصول على عمل بدوام كامل) وتراجع متوسط مؤشر داو جونز 24 بالمئة منذ كانون الثاني/يناير 2008، فقد أصرّ الرئيس



بوش ومستشاروه على أن الأمور ليست سيئة بمقدار ما تبدو عليه. وصرح بوش في خطاب في 10 تشرين الأول/أكتوبر 2008، "إننا نعرف ما هي المشاكل، ولدينا الأدوات التي نحتاج إليها لإصلاحها، ونعمل بسرعة على ذلك".

لكن إدارة الرئيس بوش لجأت إلى مجموعة محدودة من الأدوات - ولم تتوصل مع ذلك إلى كيفية استخدامها بنجاح. رفضت الإدارة مساعدة مالكي المساكن، ورفضت مساعدة العاطلين عن العمل، ورفضت تحفيز الاقتصاد عن طريق التدابير القياسية (زيادة الإنفاق، أو حتى إجراء مزيد من التخفيضات الضريبية وهي أداتها المفضلة). وركزت الإدارة على تقديم الأموال إلى المصارف لكنها تخبطت وهي تسعى إلى استنباط طريقة فعالة للقيام بذلك، طريقة تعيد إطلاق الإقراض بسرعة.

في أعقاب وفاة ليمان برانرز وتأميم فاني ماي وفريدي ماك وإنقاذ المجموعة الأميركية الدولية AIG، سارع بوش إلى تقديم مساعدة هائلة للمصارف بلغت قيمتها 700 مليار دولار في إطار برنامج يحمل اسماً ملطفاً، "برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة". كانت سياسة بوش في خريف سنة 2008 التي تقوم على مساعدة المصارف وتجاهل ملايين البيوت الآيلة إلى انتزاع ملكيتها شبيهة بنقل كميات كبيرة من الدم إلى مريض يعاني من نزيف داخلي. لكن من الواضح أن ضخ الأموال في المصارف قد لا ينقذها ما لم يُصنع شيء بشأن الوضع الاقتصادي الأساسي وكمّ الرهونات الهائلة التي سيتمّ الاستيلاء عليها. ولن يؤدي ضخ الأموال إلا إلى تلطيف الوضع بصورة مؤقتة في أحسن الأحوال. وهكذا أعقب الإنقاذ إنقاذ آخر، بل إن المصرف نفسه (مثل سيتي بنك، أكبر المصارف الأميركية في ذلك الوقت) أنقذ أكثر من مرة واحدة<sup>(5)</sup>.

### الجدال بشأن التعافي والحملة الرئاسية

عندما اقترب موعد الانتخابات الرئاسية في تشرين الثاني/نوفمبر 2008، اتضح للجميع تقريباً (باستثناء الرئيس بوش) وجوب فعل المزيد لإخراج الاقتصاد من

الركود. كانت الإدارة تأمل أن يكون انخفاض معدلات الفائدة كافياً إلى جانب إنقاذ المصارف. لكن إذا كانت السياسات المالية المعيبة قد أدت دوراً مركزياً في إحداث الركود الكبير، فإنها لن تخرج البلاد منه. لقد أوضح جون ماينارد كينز ذات مرة عجز السياسة النقدية عند حدوث ركود ما بتشبيه ذلك بالضغط على وتر. عندما تهوي المبيعات، فإن خفض سعر الفائدة من 2 بالمئة إلى 1 بالمئة لن يحفز الشركات على بناء مصنع جديد أو شراء مكينات جديدة. فالطاقة الإنتاجية الفائضة ترتفع ارتفاعاً ملحوظاً عندما يستحكم الركود. وربما لن يؤدي خفض سعر الفائدة إلى الصفر إلى إنعاش الاقتصاد في ظل انعدام اليقين السائد. كما أن المصرف يستطيع أن يخفض سعر الفائدة التي تدفعها الحكومة، لكنه لا يحدّد سعر الفائدة الذي تدفعه الشركات أو حتى إذا كانت المصارف مستعدة للإقراض. وأقصى ما يمكن أن يرجى من السياسة النقدية ألا تؤدي إلى تفاقم الأمور سوءاً - مثلما فعل مجلس الاحتياطي الفيدرالي ووزارة الخزانة في سوء إدارتهما لانهايار مصرف ليمان برانرز.

اتفق المرشّحان الرئاسيان، باراك أوباما وجون ماكين، على الحاجة إلى استراتيجية أساسية ثلاثية الشعب: مواجهة طوفان الرهونات الرديئة، وتحفيز الاقتصاد، وإنعاش المصارف. لكنهما اختلفا على ما يجب القيام به في كل مجال. وظهر ثنائية العديد من المعارك القديمة الاقتصادية والإيديولوجية والتوزيعية التي شنت في ربع القرن الأخير. اقترح ماكين حوافز تتركّز على خفض الضريبي الذي يشجّع الاستهلاك. ودعت خطة أوباما إلى زيادة الإنفاق الحكومي، وبخاصة الإنفاق الاستثماري، بما في ذلك "الاستثمارات الخضراء" التي تساعد البيئة<sup>(6)</sup>. كان لدى ماكين استراتيجية للتعامل مع الاستيلاء على الرهونات تقوم أساساً على تحمّل الحكومة خسائر المصارف الناجمة عن الإقراض. وأبدى استعداداً للإنفاق في هذا المجال. أما برنامج أومابا فكان أكثر تواضعاً لكنه يتركّز على مساعدة مالكي المساكن. لم يكن لدى أي من المرشّحين رؤية واضحة تجاه التعامل مع المصارف، وخشياً من التأثير سلباً على الأسواق من مجرد التلميح إلى انتقاد مساعي الرئيس بوش الإنقاذية.

من المستغرب أن ماكين اتخذ في بعض الأحيان مواقف شعبية أكثر من مواقف أوباما وبدا أنه أكثر استعداداً لانتقاد سلوك وول ستريت المشين. أما أوباما فسعى إلى النأي بنفسه عن سمعة الديمقراطيين القدماء المناهضة للأعمال، على غرار بيل كلينتون من قبله، على الرغم من أنه ألقى خطاباً في الانتخابات التمهيدية في اتحاد كوبر أوضح فيه لماذا حان الوقت لتحسين الرقابة والتنظيم<sup>(7)</sup>.

لم يشأ أي من المرشحين المخاطرة في التعمق في أسباب الأزمة. ربما يكون انتقاد جشع وول ستريت مقبولاً، لكن بحث مشاكل حوكمة الشركات التي سمحت بظهور الهياكل التحفيزية المعيبة وشجعت بدورها سوء السلوك أمر تقني جداً. والحديث عن معاناة عامة الأميركيين مقبول، لكن ربط ذلك بعدم كفاية الطلب الكلي يغامر بتجاوز مبدأ الحملة الذي يقضي بالمحافظة على بساطتها. حتّى أوباما على حقّ الانضمام إلى النقابات، لكن كحقّ أساسي لا كجزء من استراتيجية يمكن أن ترتبط باستعادة عافية الاقتصاد أو حتى بهدف تقليل انعدام المساواة الأكثر تواضعاً.

عندما تولّى الرئيس الجديد منصبه، تنفّس الجميع الصعداء. فسيتم في النهاية صنع شيء ما. في الفصول التالية سأستعرض ما الذي واجهته إدارة أوباما عندما تسلّمت السلطة، وكيف استجابت للأزمة، وما الذي كان يجب أن تفعله للمحافظة على استمرارية الاقتصاد وتجنّب حدوث أزمة أخرى. وسأحاول شرح السبب الذي دفع صنّاع السياسة إلى اتباع بعض النّهج - بما في ذلك ما الذي كانوا يفكّرون فيه أو يأملون في حدوثه. في النهاية اختار فريق أوباما استراتيجية محافظة، وهي ما أصفه بأنه "تحقيق المراد من دون تنظيم". لعلها كانت استراتيجية عالية المخاطر معاكسة للحدس. وربما اتضحت بعض المخاطر المعيبة الملازمة لخطة أوباما حتى في أثناء طباعة هذا الكتاب، وستتضح المخاطر الأخرى على مرّ السنين. لكن يبقى السؤال: لماذا اختار أوباما ومستشاروه تحقيق المراد من دون تنظيم؟

## الاقتصاد المتطوّر

إن التوصل إلى ما يجب فعله عندما يكون الاقتصاد في حالة سقوط حرّ ليس بالأمر الهين. كما إن معرفة أن كل تراجع لا بدّ أن يصل إلى نهايته لا يوفر إلا قليلاً من الارتياح.

أدى انفجار الفقاعة في أواسط سنة 2007 إلى حدوث ركود بعد ذلك بقليل - كما توقّعت أنا وآخرون. ومع أن الشروط الائتمانية أصبحت رديئة حتى قبل إفلاس مصرف ليمان برانرز، فإنها ازدادت سوءاً فيما بعد. فعندما واجهت الشركات ارتفاع تكاليف الائتمان - إذا استطاعت الحصول على ائتمان أصلاً - وتراجع السوق، ردّت على الفور بتقليل مخزوناتهما. فشهدت الطلبات هبوطاً مفاجئاً - لا يتناسب البتة مع نسبة التراجع في الناتج المحلي الإجمالي - وتعرّضت البلدان التي تعتمد على صادرات السلع الاستثمارية والسلع المعمّرة، وهي نفقات يمكن تأجيلها، لضربة شديدة. (بين منتصف سنة 2008 ومنتصف سنة 2009، تراجعت الصادرات اليابانية بنسبة 35.7 بالمئة، والصادرات الألمانية بنسبة 22.3 بالمئة).<sup>(8)</sup> أصبح الرهان الأفضل أن تكون "البراعم الخضراء" الجديدة التي شوهدت في ربيع سنة 2009 مؤشراً على التعافي في بعض المجالات التي تعرّضت لضربة قاسية في نهاية سنة 2008 وبداية سنة 2009، بما في ذلك إعادة بناء بعض المخزونات التي شهدت استنزافاً مفرطاً.

لا بدّ أن قيام أوباما بإلقاء نظرة وثيقة على الأسس التي ورثها عند تسلّمه منصبه جعلته متشائماً جداً: انتزعت ملكيات ملايين المساكن، ولا تزال أسعار العقارات تتراجع في العديد من أنحاء البلاد. ويعني ذلك أن ملايين البيوت المرهونة مرشّحة للاستيلاء عليها. كما إن البطالة آخذة في الارتفاع، ووصلت مئات الآلاف من الأشخاص إلى نهاية إعانة البطالة التي مدّدت مؤخراً. وأُجبرت الولايات على تسريح العمال نتيجة تراجع الإيرادات<sup>(9)</sup>. ربما ساعد الإنفاق الحكومي بموجب مشروع قانون التحفيز الذي يعدّ من أوائل إنجازات أوباما، لكن في تجنّب تفاقم الأمور سوءاً.

سُمح للمصارف بالاقتراض بأسعار منخفضة من مجلس الاحتياطي الفيدرالي، على أساس ضمانات ضعيفة، والقيام ببعض المخاطر. وأفادت بعض المصارف عن تحقيق أرباح في النصف الأول من سنة 2009، يستند معظمها إلى أرباح محاسبية وتجارية (المضاربة). لكن هذا النوع من المضاربة لا يدفع عمل الاقتصاد بسرعة. وإذا لم تعطِ الرهانات نتائج طيبة، فإن التكلفة على دافعي الضرائب الأميركيين ستصبح أكثر ارتفاعاً.

تستطيع المصارف عن طريق الاستفادة من هذه الأموال المنخفضة التكلفة وإعادة إقراضها بأسعار فائدة أكثر ارتفاعاً - انخفاض المنافسة بين المصارف تعني أن لديها مزيداً من القدرة على رفع أسعار الإقراض - إعادة رسلة نفسها بالتدريج، شريطة ألا تكتسحها خسائر الرهونات، والعقارات التجارية، وقروض الأعمال، وبطاقات الائتمان. إذا لم يحدث شيء غير موات، يمكن أن تتجاوز المصارف الأزمة من دون الوقوع في أزمة أخرى. وفي بضع سنين (على ما يؤمل)، تصبح المصارف في حالة أفضل ويعود الاقتصاد إلى حالته السوية. إن أسعار الفائدة المرتفعة التي ستتقاضاها المصارف فيما تناضل لإعادة رسلة أنفسها ستعيق التعافي بطبيعة الحال - لكن ذلك جزء من ثمن تجنب النقاشات السياسية المزعجة.

واجهت المصارف (بما فيها العديد من المصارف الصغيرة التي تعتمد عليها كثيراً شركات الأعمال الصغيرة والمتوسطة للحصول على الأموال) إجهاداً في جميع فئات الإقراض تقريباً - العقارات التجارية والسكنية، وبطاقات الائتمان، والقروض الاستهلاكية والتجارية. وفي ربيع سنة 2009 وضعت المصارف في اختبار إجهاد (لم يكن مجهداً جداً في الواقع) لمعرفة كيف ستتحمل فترة البطالة المرتفعة وانخفاض أسعار العقارات<sup>(10)</sup>. لكن حتى إذا كانت المصارف معافاة، فإن عملية خفض نسبة المديونية ستزيد احتمال بقاء الاقتصاد ضعيفاً لمدة طويلة. لقد أخذت المصارف مقداراً صغيراً من رأسمالها الأساسي وأفرطت في الاقتراض مقابلته. واقترض أصحاب المساكن أيضاً كثيراً مقابل حقوق ملكية منازلهم أيّاً كانت صغيرة. اتضح أن هناك الكثير من القروض القائمة على قليل

من حقوق الملكية، ولا بدّ من خفض مستويات القروض. وذلك صعب جداً. لكن في أثناء ذلك من المرجّح أن تهبط أسعار الأصول التي حافظت على ارتفاعها عن طريق الاقتراض. وخسارة الثروة تؤدّي إلى الإجهاد في العديد من أجزاء الاقتصاد، وستحدث إفلاسات، كما إن الشركات أو الأشخاص الذين لم يفلسوا سيقتصدون في إنفاقهم.

من الممكن بطبيعة الحال أن يواصل الأميركيون عيشهم كما فعلوا من قبل، أي عدم اتّخار شيء، لكن الرهان على ذلك أمر طائش. كما البيانات التي تُظهر ارتفاع معدلات اتّخار الأسر إلى 5 بالمئة توحى بخلاف ذلك<sup>(11)</sup>. لذا فإن ضعف الاقتصاد يعني على الأرجح احتمال تكبّد المصارف مزيداً من الخسائر.

أمل بعض الأشخاص أن تنقذ الصادرات الاقتصاد الأميركي - فقد ساعدت في تلطيف التراجع الذي حدث في سنة 2008. لكن في عالم العولمة، إذا حدثت مشاكل في أحد أجزاء النظام فسرعان ما يتردّد صداها في كل مكان. وكانت أزمة سنة 2008 بمثابة تراجع عالمي متزامن. ويعني ذلك أن من غير المرجّح أن تتمكّن الولايات المتحدة من التصدير للخروج من الأزمة - مثلما فعلت شرق آسيا قبل عقد من الزمن.

عندما دخلت الولايات المتحدة حرب الخليج في سنة 1990، عبّر الجنرال كولن باول عما أصبح يعرف بمبدأ باول، وأحد عناصره الهجوم بقوة حاسمة. يجب أن يكون هناك شيء مماثل في الاقتصاد، ربما مبدأ كروجمان - ستيغلتز. عندما يكون الاقتصاد ضعيفاً، ضعيفاً جداً كما ظهر الاقتصاد العالمي في أوائل سنة 2009، هاجم بقوة ضارية. تستطيع الحكومة دائماً الامتناع عن استعمال الذخيرة الإضافية إذا كانت جاهزة للإنفاق، لكن عدم وجود ذخيرة جاهزة يمكن أن يؤدي إلى آثار طويلة الأمد. ومهاجمة المشكلة من دون ذخيرة كافية استراتيجية خطيرة، وبخاصة بعدما اتضح على نحو متزايد أن إدارة أوباما بخست تقدير قوة التراجع، بما في ذلك تزايد البطالة. والأسوأ من ذلك أنه لم يظهر لدى الإدارة أي رؤية لمستقبل الاقتصاد الأميركي وقطاعه المالي المعتلّ عندما واصلت الدعم غير المحدود على ما يبدو للمصارف.

## الرؤية

لقد صاغ البرنامج الجديد لفرانكلن روزفلت الحياة الاقتصادية في الولايات المتحدة لمدة نصف قرن من الزمن، إلى أن نسينا دروس الكساد العظيم. وفي سنة 2008، عندما أصاب النظام المالي الأميركي ضرر جسيم وشهد الاقتصاد تحولاً حاداً، صرنا بحاجة إلى رؤية للأسواق المالية والاقتصاد التي نريد أن تبرز من الأزمة. إن أعمالنا يمكن أن تؤثر أو ستؤثر على الشكل الذي سيتخذه اقتصادنا لمدة عقود. لذا لسنا بحاجة إلى رؤية جديدة بسبب فشل نموذجنا القديم فحسب، وإنما أيضاً لأننا تعلمنا بالغ عظيم أن الأسس التي يقوم عليها النموذج القديم خاطئة. لقد أخذ العالم يتغير ولم نكن على سوية معه.

من أعظم نقاط قوة أوباما زرع الإحساس بالأمل، وهو شعور يتعلّق بالمستقبل واحتمال التغيير. ومع ذلك فقد كان أوباما محافظاً بالمعنى العميق: لم يقدم رؤية بديلة للرأسمالية. إذا استثنينا خطاب اتحاد كوبر الشهير بحق كما ذكرنا من قبل وإضافة صوته إلى جوقة انتقاد علاوات عملية الإنقاذ، فإن أوباما لم يقل الكثير عن النظام المالي الجديد الذي يمكن أن يبرز من رماد الفشل أو كيف يمكن أن يعمل ذلك النظام؟

لقد عرض خطة براغماتية عريضة للمستقبل - برامج طموحة لإصلاح قطاعات الرعاية الصحية والتعليم والطاقة في الولايات المتحدة - ومحاولة شبيهة بمحاولة ريغان لتغيير مزاج البلد من اليأس إلى الأمل فيما كان اليأس النتيجة الطبيعية لسيل من الأخبار الاقتصادية السيئة التي لا نهاية لها على ما يبدو. كما قدّم أوباما رؤية أخرى لبلد أقل انقساماً مما كان عليه في ظل جورج دبليو بوش وأقل استقطاباً للانقسامات الإيديولوجية. ربما تجنّب الرئيس الجديد أي بحث عميق للخلل الذي أصاب الاقتصاد الأميركي - لا سيما الأخطاء التي ارتكبتها أعضاء القطاع المالي - لأنه يخشى أن يؤدي ذلك إلى إثارة الصراع فيما نحتاج إلى الوحدة. هل يؤدي البحث المستفيض إلى التماسك الاجتماعي أم يفاقم الصراع الاجتماعي؟ إذا كان المجتمع والاقتصاد يعانيان من كدمة صغيرة فقط كما رأى بعض الأشخاص، فمن الأفضل تركهما يشفيان من تلقاء نفسيهما. غير

أن الخطورة تكمن في أن المشاكل أشبه بالجراح المعتملة التي لا يمكن أن تندمل إلا بتعريضها لتأثيرات الشمس المظهرة.

مع أن صياغة رؤية ما تحمل مخاطر واضحة، فإن عدم صياغتها ذو مخاطر مماثلة. من دون رؤية، يمكن أن يسيطر أعضاء القطاع المالي على عملية "الإصلاح" بأكملها تاركين البلاد أكثر هشاشة مما كانت عليه عندما فشلت، وأقل قدرة على إدارة المخاطر وإيصال الأموال بكفاءة إلى حيث يجب أن تذهب. إننا بحاجة إلى توجيه مزيد من الأموال إلى قطاعات التكنولوجيا المتقدمة، وإنشاء شركات جديدة، وتوسيع الشركات القديمة، بعدما وجّهنا الكثير من الأموال إلى العقارات - كثير من الأموال التي تفوق قدرة الناس على التسديد. كان يفترض أن يحرص القطاع المالي على زهاب الأموال إلى حيث تحقق أعلى العائدات للمجتمع، لكنه فشل في ذلك بوضوح.

كان للقطاع المالي رؤيته الخاصة التي تتركز على تحقيق مزيد من الأرباح، قدر ما أمكن، والعودة إلى ما كان عليه العالم قبل سنة 2007. فالشركات المالية تنظر إلى أعمالها بمثابة غاية بحدّ ذاتها وتتباهى بحجمها وربحيّتها. لكن على النظام المالي أن يكون وسيلة لغاية، وليس غاية بحدّ ذاته. فربما تأتي أرباح القطاع المالي المفرطة على حساب ازدهار بقية الاقتصاد وكفاءته. ولا بدّ من تقليل حجم القطاع المالي المفرط الضخامة - حتى عند احتمال تقوية بعض أجزائه مثل الجهات التي تقدّم القروض إلى الشركات الصغيرة والمتوسطة.

لم يكن لدى إدارة أوباما أيضاً رؤية واضحة عن سبب فشل النظام المالي (أو أنها لم تعلن عنها على الأقل). لذا تخبّطت في الرد لأنها تفتقر إلى رؤية للمستقبل وفهم لإخفاقات الماضي. في البداية لم تعرض أكثر من العبارات المبتذلة عن قطاع مصرفي خاضع لرقابة أفضل ومسؤولية أكبر. وبدلاً من إعادة تصميم النظام، أنفقت الإدارة كثيراً من المال على تعزيز النظام القائم الفاشل. وتكرّر لجوء المؤسسات الكبيرة التي يجب عدم السماح بفشلها إلى الحكومة لإنقاذها، لكن تدفّق المال إلى المصارف التي تقف وراء الفشل قوى في الواقع ذلك القسم من النظام الذي تكرّر سقوطه في دوامة الاضطراب. وفي الوقت



نفسه، لم تنفق الحكومة بقدر متناسب على تقوية أقسام القطاع المالي التي تقدّم رأس المال إلى أجزاء الاقتصاد الديناميكية والمشاريع الجديدة والمنشآت الصغيرة والمتوسطة.

## المقاومة الكبرى: المال والعدالة

ربما يصف بعض الأشخاص نهج إدارة أوباما بأنه تسوية براغماتية وواقعية مع القوى السياسية القائمة، بل نهج حكيم لإصلاح الاقتصاد.

واجه أوباما معضلة في الأيام التي تلت انتخابه. فهو يريد تهدئة العاصفة التي هبّت على وول ستريت، لكنه بحاجة إلى معالجة إخفاقاتها الأساسية والتعامل مع مخاوف الأميركيين. فبدأ بمزاج إيجابي: أراد الجميع تقريباً أن ينجح. لكن كان عليه أن يعرف أن ليس في وسعه إرضاء الجميع وسط حرب اقتصادية كبرى تدور رحاها بين وول ستريت ومين ستريت(\*) . وقد علق الرئيس في الوسط.

في عهد كلينتون، كانت هذه التوتّرات تغلي على نار هادئة تحت السطح. وكان قد عيّن العديد من المستشارين الاقتصاديين، منهم روبرت ريتش، صديقه القديم منذ أيام أكسفورد، على اليسار (كوزير للعمل)؛ وروبرت روبن ولاري سومرز على اليمين؛ وآلن بليندر ولورا تايسون وأنا في مجلس المستشارين الاقتصاديين في الوسط. لقد كانت بحق حكومة تعكس مجموعات الأفكار المتنافسة، وكانت النقاشات حادة، لكنها مهذبة في الغالب.

خضنا معارك بشأن الأولويات - اتخاذ قرار بشأن التركيز على خفض العجز أو الاستثمار وتقديم الاحتياجات الأساسية (إصلاح الرعاية الاجتماعية والرعاية الصحية الذي يتجاوز تقديم الرعاية). ومع أنني اعتقدت دائماً أن قلب كلينتون مع اليسار والوسط، فإن حقائق السياسة والمال قادته إلى نتائج مختلفة:

(\*) دلالة على مصالح الشركات الكبيرة مقابل مصالح الشركات الصغيرة وعمّال الطبقة المتوسطة - [المترجم].

فاز اليمين في العديد من القضايا، وبخاصة في أعقاب انتخابات الكونغرس في سنة 1994 التي فاز فيها الجمهوريون بالغالبية في المجلسين.

من القضايا التي أثارت كثيراً من التوتر الهجوم على تقديم الرعاية للشركات، وهي المبالغ الكبيرة المقدّمة إلى الشركات الأميركية على شكل إعانات وتفضيلات ضريبية. لم يكن روبن يكره مصطلح رعاية الشركات فحسب، بل يشتمّ فيه رائحة الحرب الطبقية. وقد وقفت إلى جانب ريتش: لم يكن الأمر متعلّقاً بالحرب الطبقية بل بالاقتصاد. الموارد شحيحة، ودور الحكومة هو جعل الاقتصاد أكثر كفاءة ومساعدة الفقراء ومن لا يستطيع كسب قوت يومه. أما المدفوعات المقدّمة للشركات فإنها تجعل الاقتصاد أقلّ كفاءة. كانت إعادة التوزيع تسلك طريقاً خاطئاً، وهي تعني في حقبة العسر المالي أن المال يتوجّه إلى الشركات الغنية بالفعل بدلاً من أن يتوجّه إلى الأميركيين الفقراء أو الاستثمارات ذات العوائد المرتفعة في البنية التحتية والتكنولوجيا. وبالنسبة إلى البلد بأكمله، لم يكن يعرض الكثير لأن هذا المال يستنزف من واشنطن.

في أواخر أيام إدارة بوش، بلغ دعم الشركات ارتفاعات جديدة - تجاوزت المبالغ التي أنفقت خيال الجميع في أي إدارة سابقة. لم تمتدّ شبكة أمان الشركات من المصارف التجارية إلى المصارف الاستثمارية ثم إلى إحدى شركات التأمين - إلى شركات لم تكتف بعدم دفع أقساط التأمين على المخاطر التي يحميها منها دافعوا الضرائب، وإنما بذلت قصارى جهدها لتجنّب الضرائب أيضاً. وعندما تسلم أوباما السلطة، واجه المسألة التالية: هل يواصل سياسة دعم الشركات أو يسعى إلى إيجاد توازن جديد؟ إذا منح مزيداً من المال للمصارف فهل يصير على شيء من المساءلة، وهل يضمن حصول دافعي الضرائب على مقابل؟ ولم تكن وول ستريت لتطالب بشيء أقل من ذلك إذا قامت بإنقاذ شركة تعيسة تواجه تهديد الإفلاس.

قررت إدارة أوباما، لا سيما في مجال إعادة هيكلة المصارف، القيام بمقامرة كبيرة باتباع المسار الذي خطّه الرئيس بوش، وتجنّب الالتزام بقواعد الرأسمالية، ما أمكن ذلك: عندما تعجز شركة عن دفع ديونها، تعلن إفلاسها (أو

تصفى)، حيث يخسر المساهمون كل شيء ويصبح حملة السندات/الدائنون المساهمون الجدد. وعندما يعجز المصرف عن دفع ما يدين به، فإنه يجبر على تعيين قيم عليه. لتهدئة وول ستريت - وربما تسريع تعافيتها - قرر المخاطرة بإغضاب مين ستريت. لو نجحت استراتيجية أوباما لعنى ذلك احتمال تجنب المعارك الإيديولوجية العميقة. وإذا تعافى الاقتصاد بسرعة، فقد يغفر مين ستريت إغداق السخاء على وول ستريت. غير أن هناك مخاطر كبرى تلازم المحافظة على المسار - مخاطر على الاقتصاد على المدى القصير، ومخاطر على إحساسنا بالعدالة والتماسك الاجتماعي على المدى الطويل. تنطوي كل استراتيجية على مخاطر، لكن لم يتضح إذا كانت هذه الاستراتيجية ستقلل تلك المخاطر على المدى الطويل. كما خاطرت الاستراتيجية بتنفيذ الكثيرين حتى في الأسواق المالية لأنهم رأوا أن المصارف الكبرى هي التي تدفع السياسات. لقد كانت الفرص تميل لصالح المؤسسات الكبرى، وبدا أنها ازدادت ميلاً نحو أقسام النظام المالي التي سببت المشكلة في المقام الأول.

إن منح الأموال للمصارف مكلف وربما يعرض للخطر أجندة أوباما التي خاض الانتخابات على أساسها. فهو لم يتطلع إلى الرئاسة ليصبح طبيب الطوارئ للنظام المصرفي. لقد ضحى الرئيس كلينتون بكثير من طموحاته الرئاسية على مذبح خفض العجز. ويواجه أوباما خطر خسارة طموحاته على مذبح إعادة رسملة المصارف الذي لا يحظى بالرضا، واستعادة عافية المصارف حتى تتمكن من اتباع السلوك الطائش نفسه الذي أوقع البلاد في الاضطراب في المقام الأول.

كان لمقامرة أوباما بمواصلة مسار إنقاذ المصارف الذي خطته إدارة بوش العديد من الأبعاد. إذا تبين أن التراجع الاقتصادي أعمق مما يعتقد أو سيستغرق مدة زمنية أطول، أو إذا كانت مشاكل المصارف أعظم مما تزعم، فإن تكلفة تنظيفها ستكون أكبر بكثير. وربما لا يمتلك أوباما المال الكافي لحل المشكلة. ربما يحتاج إلى مزيد من المال لجولة ثانية من التحفيز الاقتصادي. وسيؤدي الاستياء من تبديد الأموال على المصارف إلى زيادة صعوبة الحصول على المال

من الكونغرس. ومن المحتم أن يأتي الإنفاق على المصارف على حساب أولوياته الأخرى. وربما تتعرض سلطته الأخلاقية إلى الشكوك نظراً إلى أن عمليات الإنقاذ بدت ميّالة إلى مكافأة الأطراف نفسها التي أوصلت الولايات المتحدة والعالم إلى حافة الخراب. ومن المرجح أن ينمو الغضب الشعبي من القطاع المالي الذي استخدم أرباحه الهائلة لكسب النفوذ السياسي الذي حرّر الأسواق المالية من الرقابة أولاً ثم أمن عملية الإنقاذ التي بلغت تكاليفها تريليون دولار. ليس من الواضح كم يستطيع عامة الشعب التسامح مع نفاق دعاة المسؤولية المالية والأسواق الحرة الذين يواصلون تقديم الحجج المعارضة لمساعدة مالكي المنازل الفقراء على أساس المخاطر الأخلاقية - أن مساعدتهم الآن ستؤدي إلى مزيد من عمليات الإنقاذ في المستقبل وتقلّل الحوافز على تسديد القروض - فيما يطلقون العنان لمطالبهم بالحصول على المال.

سيعرف أوباما عما قريب أن أصدقاءه الجدد في القطاع المالي حلفاء غادرون لا يثبتون على رأي. سيقبلون مليارات الدولارات من العون والمساعدة، لكن إذا ألمح أوباما إلى أنه قد يتعاطف مع الانتقاد الأميركي السائد لحزم المساعدات الضخمة للجهات المالية الفاعلة، فسيجلب على نفسه سياط غضبهم. ومع ذلك إذا لم يعبر أوباما عن أي انتقاد، فسيبدو أنه قطع صلته بما يشعر به الأميركيون العاديون الذين قدّموا الأموال التي طلبها المصرفيون عن غير طيب خاطر.

بالنظر إلى الانتهاكات التي ارتكبتها المصرفيون والتي كلفت الأميركيين الكثير، فإن على المرء ألا يفاجأ من المغالاة في الانتقادات الموجهة إلى النظام المالي؛ لكن المغالاة سلكت الاتجاه الآخر. فقد وُصف مشروع قانون يسعى إلى الحد من علاوات المديرين في المصارف الحاصلة على أموال الإنقاذ بأنه "قوانين نورمبرغ"<sup>(12)</sup>. وزعم رئيس مجلس إدارة سيتي غروب أن الجميع يتحملون قسماً من الملامة، لكن "إيجاد المجرم وذمه أمر موجود في الثقافة أكثر من سواها"<sup>(13)</sup>. ورأت زوجة أحد المستفيدين من برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة أن فقدان مكانة المصارف الأميركية "أسرع وأقسى من أي شيء منذ

أن أجبر ماو المثقفين على السير مقيدين في الريف الصيني<sup>(14)</sup>. لا شك في أن المضطهدين شعروا بأنهم مضطهدون.

إذا انتقد أوباما بشدة لأنه أثار المخاوف بشأن أجور المصرفيين، فلا عجب في أن يتجنب التعبير عن رؤية واضحة لنوع القطاع المالي الذي يجب أن يظهر في أعقاب الأزمة. فالمصارف لم تنم إلى حد أنها أصبحت أكبر من أن تفشل فحسب، وإنما أصبحت ذات قوة سياسية كبيرة يصعب تقييدها. إذا أصبحت بعض المصارف كبيرة جداً بحيث لا يُسمح لها بالفشل، فلماذا سُمح لها بأن تصبح بهذا الحجم الكبير؟ كان يجب أن يحصل الأميركيون على نظام يليق بالقرن الحادي العشرين لتحويل الأموال إلكترونياً حيث تتيح التكنولوجيا خفض تكاليف المعاملات، ولا عذر للمصارف الأميركية لأنها لم توفره. وكان يجب التوصل في أميركا إلى نظام للرهن لا يقل جودة عن النظام القائم في الدنمرك أو أي بلد آخر، لكن ذلك لم يحدث. فلماذا يُسمح لهذه المؤسسات المالية التي أنقذت بأموال دافعي الضرائب الأميركيين بمواصلة افتراس الأميركيين العاديين بممارسات بطاقات الائتمان المخادعة والإقراض النهبي؟ إن مجرد طرح هذه الأسئلة يفسر من قبل المصارف الكبيرة بأنه موقف عدائي.

أشرت سابقاً إلى أن بعض أعضاء الحكومة في عهد كلينتون ردوا علينا (أنا وروبرت ريتش مثلاً) بأننا نشن حرباً طبقية لأننا سميناً مليارات الدولارات التي تقدم إعانة للشركات الأميركية الغنية بأنها "رعاية للشركات". إذا كانت محاولتنا الهادئة للجم ما يبدو من منظور اليوم تجاوزات طفيفة قد واجهت مثل هذه المذمة، فماذا نتوقع من الهجوم المباشر على التحويل غير المسبوق للأموال إلى القطاع المالي الأميركي؟

### استمرار النموذج المألوف

عندما انزلت الولايات المتحدة في الأزمة، خشيتُ من أن يحدث هنا ما شهدته في البلدان النامية في الغالب. فقد استغل المصرفيون، الذي شاركوا إلى حد كبير في إحداث المشكلة، الخوف الناجم عن إعادة توزيع الثروة - أخذ الأموال من

محفظة الشعب لإثراء محفظتهم. وفي كل حالة، أُبلغ دافعو الضرائب أن على الحكومة إعادة رسملة المصارف إذا أُريد للاقتصاد أن يتعافى. في هذه الأزمات السابقة، قدّمت الحكومة مليارات الدولارات إلى المصارف بشروط ودية، وتعافى الاقتصاد في نهاية المطاف (لا بد لكل تراجع من بلوغ نهايته، ولم يتضح في العديد من الحالات إذا كانت عمليات الإنقاذ قد سرّعت التعافي أم بطّأته).<sup>(15)</sup> ومع التعافي، يتنفّس البلد الشاكر الصعداء لكنه لا يولي اهتماماً كبيراً لما يحدث تحت السطح. لقد قُدّرت تكلفة إنقاذ المصارف في المكسيك في الفترة 1994-1997 بما يعادل 15 بالمئة من الناتج المحلي الإجمالي، وذهب قسم كبير من تلك الأموال إلى مالكي المصارف الأغنياء<sup>(16)</sup>. وعلى الرغم من رأس المال الهائل الذي تم ضخّه، لم تستأنف المصارف الإقراض، وساهم تراجع الائتمان المعروض في بطء نموّ المكسيك في العقد التالي. وبعد مرور عقد من الزمن، تراجعت أجور العمال المكسيكيين بعد تعديلها بسبب التضخّم عما كانت عليه وارتفع انعدام المساواة<sup>(17)</sup>.

مثلما لم تؤدّ الأزمة المكسيكية إلى إضعاف سطوة المصرفيين المكسيكيين، فإن الأزمة الأميركية لم تعنِ وضع حدّ لنفوذ القطاع المالي. ربما تقلّصت الثروة في القطاع، لكن رأس المال السياسي حافظ على بقائه على نحو ما. فلا تزال الأسواق المالية العامل الأهمّ في السياسة الأميركية، لا سيما في عالم الاقتصاد. ونفوذها مباشر وغير مباشر.

قدمت الشركات المنخرطة في الأسواق المالية مئات الملايين من الدولارات لحملات جمع التبرّعات للحزبين في العقد الماضي<sup>(18)</sup>. وقد حصلت على عائدات جيدة مقابل ذلك - عائدات على الاستثمارات السياسية أفضل بكثير من العائدات فيما يُفترض أنه مجال خبرتها، أي الاستثمار في الأسواق وتقديم القروض. حقّقت تلك العائدات الأولية من خلال حركة إلغاء الرقابة. كما جنت عائدات أفضل من ذلك بكثير من خلال عمليات الإنقاذ الحكومية الهائلة. وهي تأمل، وأنا على يقين من ذلك، في جني مزيد من العائدات من هذه "الاستثمارات" في منع العودة إلى الرقابة.

أُذكت الأبواب الدوّارة في واشنطن ونيويورك حركة منع المبادرات الرقابية والتنظيمية الجديدة. فوجّهت الدعوة إلى عدد من المسؤولين من ذوي الصلات المباشرة وغير المباشرة بالصناعة المالية لصياغة قوانين صناعتهم. وعندما يأتي المسؤولون المكلفون بتصميم سياسات القطاع المالي من القطاع المالي، كيف يستطيع المرء أن يتوقع منهم تقديم وجهات نظر مختلفة كثيراً عما يريده القيمون على القطاع المالي؟ يرجع الأمر في جانب منه إلى العقلية المحدودة، لكن لا يستطيع المرء أن يستبعد المصالح الشخصية تماماً. فمن المرجح أن يوافق الأشخاص الذين تتوقّف حظوظهم أو احتمالات عملهم في المستقبل على أداء المصارف على أن ما يعود بالنفع على وول ستريت يعود بالنفع على الولايات المتحدة<sup>(19)</sup>.

إذا كانت الولايات المتحدة بحاجة إلى دليل على النفوذ الشامل للأسواق المالية، فإن ذلك يظهر في التباين في معاملة المصارف وصناعة السيارات.

### إنقاذ صناعة السيارات

لم تكن المصارف الشركات الوحيدة التي يجب إنقاذها. ففي نهاية سنة 2008، وصلت شركتان من شركات صناعة السيارات الثلاث الكبرى، جنرال موتورز وكرايسلر، إلى حافة الانهيار. فقد واجهت شركات السيارات ذات الإدارة الجيدة مشاكل من جرّاء التراجع الشديد للمبيعات، ولا يستطيع أحد أن يزعم أن هاتين الشركتين كانتا تداران جيداً. كانت هناك خشية من حدوث تأثير متسلسل: إفلاس الموردّين لهما، وارتفاع البطالة، وتفاقم التراجع الاقتصادي. من المدهش كيف أن بعض الممولين الذين سارعوا إلى واشنطن طلباً للمساعدة عبّروا علناً عن أن إنقاذ المصارف - شريان حياة الاقتصاد - شيء وإنقاذ الشركات التي تنتج منتجات فعلية شيء آخر. سيكون ذلك نهاية الرأسمالية كما نعرفها.

تردّد الرئيس بوش - وترك المشكلة لخلفه بعد أن قدّم العون الذي يمكن الشركتين من الاستمرار لفترة قصيرة. كان شرط الحصول على مزيد من المساعدة أن يقدم خطة ناجحة للبقاء. عبّرت إدارة أوباما عن ازدواجية واضحة

للمعايير: لا يجوز المساس بعقود مديري المجموعة الأميركية الدولية AIG، لكن يجب إعادة التفاوض على عقود أجور العمّال في الشركات التي تحصل على المساعدة. يجب خفض أجور العمال ذوي الدخل المنخفض الذين كدّوا طوال حياتهم ولم يرتكبوا أي خطأ، لكن يجب عدم المساس بأجور الممولين التي تزيد على مليون دولار والذين أوصلوا العالم إلى شفير الخراب المالي. إنهم يتمتعون بقيمة كبيرة جداً بحيث لا بدّ من دفع علاوات لهم للاحتفاظ بهم، حتى إذا لم تتحقّق أرباح تدفع لهم منها هذه العلاوات. يستطيع مديرو المصارف الاحتفاظ برواتبهم المرتفعة، لكن على مديري شركتي السيارات عدم إظهار كثير من التعالي. غير أن التقليل من كبريائهم لم يكن كافياً، فقد أجبرت إدارة أوباما الشركتين على إعلان إفلاسهما.

طبّقت القواعد القياسية التي ذُكرت آنفاً: فقد المساهمون كل شيء فيما أصبح حملة السندات والمطالبون الآخرون (صناديق الصحة النقابية والحكومات التي ساعدت في إنقاذ الشركتين) المساهمين الجدد. ودخلت الولايات المتحدة مرحلة جديدة من التدخّل الحكومي في الاقتصاد. ربما كان ذلك ضرورياً، لكن ما حيرّ العديدين هو سبب ازدواجية المعايير. لماذا عوملت المصارف معاملة مختلفة جداً عن شركات السيارات؟

سلّط ذلك مزيداً من الضوء على المشكلة العميقة التي تواجه إعادة هيكلة البلد: نظراً لأن الإعانة التي بلغت قيمتها 50 مليار دولار في صيف سنة 2009 تمت على عجل، فقد تراجعت الثقة في نجاحها، وفي أن الشركات التي ترأسها إدارة قديمة (على الرغم من تغيير رئيس جنرال موتورز)، والتي فشلت في منافسة شركات صناعة السيارات اليابانية والأوروبية طيلة ربع قرن من الزمن، ستتمكّن فجأة من الارتقاء لتصبح الأفضل. وإذا فشلت الخطة، فسيزداد العجز الوطني الأميركي بمقدار 50 مليار دولار، لكن مهمة إعادة هيكلة الاقتصاد لن تتقدّم.



## مقاومة التغيير

عندما كبرت العاصفة المالية، لم تشأ الحكومة ولا المصارف الدخول في نقاشات فلسفية لما يجب أن يكون عليه النظام المالي الجيد. فالمصرفيون لا يريدون سوى ضخّ الأموال في النظام. ومع تصاعد النقاش بشأن احتمال وضع ضوابط جديدة، سرعان ما أطلقوا جرس الإنذار. ففي اجتماع لكبار رجال الأعمال في دافوس، عندما بدأت الأزمة تلوح في الأفق في كانون الثاني/يناير 2007، كان أحد المخاوف التي عبّر عنها بقوة احتمال حدوث "ردّ فعل مبالغ فيه"، وتلك هي العبارة المشفرة لمزيد من الرقابة. لقد اعترفوا بحدوث بعض التجاوزات، لكنهم أكدوا أنهم تعلّموا الدرس الآن. المخاطرة جزء من الرأسمالية. والخطر الحقيقي، كما قالوا، هو أن الرقابة المفرطة تخنق الابتكار.

لكن منح المصارف مزيداً من المال فحسب غير كافٍ. فقد فقدت ثقة الشعب الأميركي - وتستحقّ ذلك. لم تؤدّ ابتكاراتها إلى نموّ مستدام ولم تساعد الأميركيين العاديين في إدارة مخاطر تملّك البيوت، بل أدّت إلى أسوأ ركود منذ الكساد العظيم وإلى عمليات إنقاذ هائلة. إن منح المصارف الأموال، من دون تغيير حوافزها أو القيود التي تواجهها، سيسمح لها بالعودة إلى ما كانت عليه من قبل. وذلك ما حدث في الواقع إلى حدّ كبير.

كانت استراتيجية الفاعلين في الأسواق المالية واضحة جداً: السماح لدعاة التغيير الحقيقي في القطاع المصرفي بمواصلة الكلام، وستنتهي الأزمة قبل التوصل إلى اتفاق - ومع نهاية الأزمة يتلاشى زخم الدعوة إلى الإصلاح<sup>(20)</sup>.

## تحريك الكراسي على سفينة تاييتانيك

إن أصعب تحدٍّ يواجه أي رئيس جديد هو اختيار فريقه. ففي حين يُفترض بالمعيّنين أن يعبروا عن رؤية الرئيس وينفذوها، فإنهم يصوغون البرنامج في مجال شديد التعقيد مثل الاقتصاد. لقد واجه الرئيس الجديد مأزقاً كبيراً: هل يختار الاستمرار أم التغيير - في الموظفين فضلاً عن السياسة؟ وكم سيستهلك من رأسماله السياسي في التغلّب على مقاومة التغيير؟

كان فريق بوش يُكوّن من بن برنيك، رئيس مجلس الاحتياطي الفيدرالي المعين في سنة 2006؛ وتيموثي غيثر، رئيس مجلس الاحتياطي الفيدرالي لولاية نيويورك؛ وهنري (هانك) بولسون، وزير الخزانة.

ورث برنيك فقاعة في طور التكوّن، لكنه لم يفعل الكثير لتنقيتها<sup>(21)</sup>. وربما كان ذلك مفهوماً: كانت وول ستريت تحقق أرباحاً قياسية استناداً إلى تلك الفقاعة. ولن ترضى عن اتخاذ إجراء يمكن أن يفجرها، أو حتى ينقّسها بالتدريج. ولعله كان سيواجه معضلة حتى إذا أدرك وجود الفقاعة: لو أطلق التحذير - إذا حاول مثلاً وقف بعض القروض العقارية الطائشة والتسنيّد المعقّد الذي قام عليها - فسيلازم على تنقيس الفقاعة والتسبّب في تراجع الاقتصاد؛ وستتم كل تلك المقارنات غير المواتية مع ألان غرينسبان، المايسترو الذي سبقه، والذي يعرف (كما سيقال) كيف ينقّس الفقاعة بالتدريج أو يحافظ عليها إلى الأبد!

لكن هناك أسباباً أخرى تفسّر لماذا سمح برنيك ببقاء الفقاعة. ربما أخذ خطاب غرينسبان على محمل الجدّ: ربما اعتقد حقاً أن ليس هناك فقاعة وإنما مجرد زَبَد؛ وربما اعتقد، على أي حال، أن المرء لن يعرف على وجه اليقين أن هناك فقاعة إلا بعد انفجارها<sup>(22)</sup>. وربما اعتقد، مثل غرينسبان، أن مجلس الاحتياطي الفيدرالي لا يملك الأدوات التي تنقّس الفقاعة بالتدريج وأن من السهل إصلاح الأمور بعد انفجارها.

مع ذلك من الصعب تصوّر كيف يمكن ألا يشعر أي اقتصادي جادّ بالقلق - القلق الشديد الذي يضطّره إلى إطلاق التحذير. على أي حال، الصورة ليست مشرقة على الإطلاق: تسبّب محافظ للمصرف المركزي بحدوث الفقاعة وسمح خلفه باستمرارها وتجاوزها كل الأبعاد عند انفجارها.

كان لتيموثي غيثر دور أقدم عهداً. فهو نائب لاري سمرز وروبرت روبن، وهما اثنان من مهندسي حركة إلغاء الرقابة في عهد كلينتون. والأهم من ذلك أنه المراقب الرئيسي للمصارف في نيويورك - بما في ذلك أكبرها، سيتي بنك الذي قاربت أصوله 2.36 تريليون دولار في سنة 2007<sup>(23)</sup>. فهو كبير مراقبي هذا

المصرف منذ سنة 2003، عندما عيّن رئيساً لمجلس الاحتياطي الفيدرالي لولاية نيويورك. وبما أن غيثر مراقب مصارف نيويورك، فإنه لم يجد خلافاً في ما تقوم به - مع أنها ستحتاج بعد فترة وجيزة إلى مساعدة حكومية تقدّر بمئات مليارات الدولارات. لا شك في أنه ألقى خطابات تحذّر من الإفراط في المخاطرة، لكن عمله يقتضي منع الرقابة لا الوعظ.

العضو الثالث في فريق الأزمة في عهد بوش هو هانك بولسون الذي انتقل إلى واشنطن، على غرار روبرت روبن وزير الخزانة في عهد كلينتون، بعد أن رأس غولدمان ساكس. وهكذا انتقل إلى الخدمة العامة بعد أن حقّق ثروة.

من الملفت أن الرئيس أوباما، بعد أن خاض حملته الانتخابية بناء على وعد بإحداث "التغيير الذي يمكنكم الإيمان به"، لم يقدّم إلا بإعادة ترتيب محدود للكراسي على سطح التايتانيك. استخدم العاملون في وول ستريت أداتهم المعتادة - الخوف من "إحداث اضطراب" في الأسواق - للحصول على ما يريدون، أي الحصول على فريق أظهر بالفعل رغبة في منح المصارف الكثير من الأموال بشروط مواتية. حلّ غيثر محل بولسون كوزير للخزانة. وبقي برنيك في منصبه - لن تنتهي ولايته كرئيس للاحتياطي الفيدرالي حتى بداية سنة 2010، لكن أوباما أعلن في آب/أغسطس 2009 أنه سيمنحه ولاية ثانية، حتى سنة 2014.

عيّن أوباما نائب روبن السابق، لاري سمرز، منسّقاً للفريق الاقتصادي، فأعلن أن من أعظم إنجازاته كوزير للخزانة في الفترة 1999 - 2001 ضمان عدم خضوع المشتقات المتفجرة للرقابة. اختار أوباما هذا الفريق على الرغم من أنه يعرف - وما من شك أنه نُصح بهذا المعنى - أن من المهمّ الإتيان بوجوه جديدة ليس لديها مصالح مكتسبة في الماضي، سواء في حركة إلغاء الرقابة التي أوقعتنا في المشكلة أو في عمليات الإنقاذ المتعثّرة التي ميّزت سنة 2008، من بير ستيرنز إلى ليمان برانرز إلى المجموعة الأميركية الدولية AIG.

كانت شايللا بير، رئيسة المؤسسة الفيدرالية لضمان الودائع، العضو الرابع في فريق أوباما ممن عملوا في إدارة بوش. عندما لم يحرك بوش ساكناً مع

تصاعد حالات الاستيلاء على الرهن، أصبحت من الدعاة الصريحين لفعل شيء لمساعدة مالكي المنازل عن طريق إعادة هيكلة الرهونات. ومن المفارقة أنها بدت الشخص الوحيد في الفريق الاقتصادي الذي لديه الجرأة والرغبة في الوقوف في وجه المصارف الكبيرة، بعد تنامي خيبة الأمل في بعض أعضاء فريق أوباما الجديد. غير أن العديد من المحاولات "الخادعة" لتمويل المصارف من دون الرجوع إلى الكونغرس استغلّت سحر المؤسسة الفيدرالية لضمان الودائع التي يفترض بها أن تحمي صغار المودعين، لا أن تضمن سندات المصارف أو تقرض المال لمساعدة صناديق التغطية أو التحوط في شراء أصول المصارف الرديئة بأسعار مُبالغ فيها.

المسألة، كما عبّرت عنها صحيفة "نيويورك تايمز" هي "هل تعلّم فريق أوباما من أخطائه، وإذا كان كذلك، ماذا تعلّم"؟<sup>(24)</sup> لقد اختار أوباما فريقاً من الموظفين العامّين النزيهين الذين كرّسوا أنفسهم لخدمة البلد كما يجب. المشكلة لا تكمن هنا. بل تكمن في كيف ينظرون إلى العالم وكيف ينظر الأميركيون إليهم. كنا بحاجة إلى رؤية جديدة للأسواق المالية، وسيطلب الأمر كل المهارات السياسية والاقتصادية لأوباما وفريقه لتشكيل هذه الرؤية وصياغتها وتحقيقها. هل كان هؤلاء الأشخاص، المنغمسون جداً في أخطاء الماضي، الأشخاص الملائمين لتقديم تلك الرؤية الجديدة واتخاذ قرارات قاسية؟ هل يستخلصون العبر الصحيحة عندما ينظرون في تاريخ البلدان الأخرى أو تجاربها؟ إن لكثير من المسؤولين الذين عُهد إليهم اتخاذ قرارات حاسمة بشأن الرقابة مواقف راسخة من الموضوعات المثيرة للخلاف. وثمة ظاهرة في علم النفس تدعى التمادي في الالتزام. عندما يتخذ المرء موقفاً، فإنه يشعر بأنه مجبر على الدفاع عنه. يقدّم علم الاقتصاد وجهة نظر مغايرة: ما فات مات. على المرء أن يتطلّع نحو المستقبل، وأن يقيّم نجاح الموقف السابق وينتقل إلى موقف جديد إذا لم ينجح. ليس من المفاجئ أن يكون علماء النفس مصيبين، وعلماء الاقتصاد مخطئين. لقد كان لدعاة إلغاء الرقابة مصلحة مكتسبة في الحرص على انتصار أفكارهم - حتى في وجه الدليل الكاسح على العكس. الآن بعد أن بدا كما لو

أنهم قد يضطرون للانحناء أمام مطالب إعادة الرقابة، في بعض الحالات على الأقل، ظهر الخوف من احتمال أن يسعوا إلى جعل الأنظمة الرقابية الجديدة متسقة قدر ما أمكن مع أفكارهم السابقة. عندما يقولون إن الأنظمة الرقابية (الخاصة بالمشتقات المتفجرة مثلاً) التي اقترحوها "ملائمة" - ليست شديدة جداً أو متساهلة جداً بل متوسطة بين الاثنين - فهل ينظر إلى بياناتهم بمصادقية؟

ثمة سبب آخر للقلق بشأن الاحتفاظ بعدد كبير من أعضاء الفريق القديم. لقد كشفت الأزمة أن تحليلاتهم الاقتصادية ونماذجهم وأحكامهم معيبة جداً. لكن من المحتم أن يبدي الفريق الاقتصادي رغبة في الاعتقاد بخلاف ذلك. وبدلاً من أن يدرك بسرعة أن هناك الكثير من القروض الرديئة القائمة على أسعار منتفخة، فإنه يؤثر الاعتقاد بأن السوق تمرّ في حالة من الركود المؤقت، وأنها إذا استعادت "الثقة" فستعود أسعار المنازل إلى ما كانت عليه، ويعود الاقتصاد إلى سابق عهده. إن بناء الاقتصاد على الأمل والرجاء أمر خطير - لا يقل طيشاً عن القروض التي منحتها المصارف قبل الأزمة. وستتكشف نتائج ذلك في الشهور المقبلة.

غير أن الأمر لا يتعلّق بالأراء بعلم الاقتصاد. هناك من يجب أن يتحمّل الخسائر. فهل يكون دافعي الضرائب الأميركيين أم وول ستريت. عندما يزعم مستشارو أوباما، المرتبطون ارتباطاً وثيقاً بالقطاع المالي وإخفاقات الماضي، أنهم ضغطوا على المصارف بأقصى شدة وأجبروها على تحمّل أكبر قدر من التضحيات، من دون إضعاف قدرتها على الإقراض، هل يمكن تصديقهم؟ هل يصدّق الأميركيون أنهم يعملون لمصلحتهم أم لمصلحة وول ستريت؟

توحي المبادئ الاقتصادية (التي تتطلب أن تتحمّل الشركات عواقب أفعالها) والعدالة بأن على المصارف أن تتحمّل على الأقل التكاليف المباشرة الكاملة لإصلاح النظام المالي - حتى إذا لم يكن عليها أن تدفع مقابل جميع الأضرار التي تسببت بها. لكن المصارف ادّعت أن إجبارها على الدفع سيعيق تعافيها. وستدعي المصارف التي نجت أن حملها على دفع تكاليف المصارف التي فشلت

"غير عادل" - حتى إذا توقّف بقاؤها في إحدى الفترات الحرجة على مساعدة الحكومة. لقد وقفت إدارة أوباما إلى جانب المصارف. ربما تزعم أن قيامها بذلك ليس رغبة من أوباما في مكافأة المصارف بل لأن الإدارة ليس أمامها خيار آخر لإنقاذ الاقتصاد. غير أن الأميركيين كانوا محقّين في شكوكهم، وسأقدم الحجّة في الفصول التالية على أن هناك بدائل يمكن أن تحافظ على النظام المالي وتقويه وتقدّم المزيد لإعادة إطلاق الإقراض. وهي بدائل قد تؤدي على المدى الطويل إلى تقليص الدين القومي للبلد مئات المليارات من الدولارات وتوسّع الإحساس بالعدالة. لكن هذه البدائل ستقلّص ثروات حملة الأسهم والسندات في المصارف. ولم يكن من المفاجئ، بالنسبة إلى منتقدي حزمة الإنقاذ التي طرحها أوباما، ألا يضغط فريق أوباما، المرتبط ارتباطاً وثيقاً ببول ستريت، لاعتماد هذه البدائل.

إن الاحتفاظ بعدد كبير من أعضاء الفريق القديم عرض الرئيس أيضاً للوم على القرارات التي اتخذها مجلس الاحتياطي الفيدرالي - أو بدا كذلك على الأقل. كان مجلس الاحتياطي الفيدرالي ووزارة الخزانة يبدوان منسجمين معاً، واستمرت العلاقة الدافئة في عهد أوباما. لم يكن أحد على يقين ممن يتخذ القرارات، وأوحت سلسلة الانتقال بعدم حدوث أي تغيير. اتخذ بولسون قراراً سيئاً جداً بتقديم مساعدة تبلغ 89 مليار دولار إلى المجموعة الأميركية الدولية AIG، حيث كانت شركته القديمة غولدمان ساكس المستفيد الأكبر من ذلك. لكن هذا المبلغ تضاعف بعد ذلك ليصل إلى 180 مليار دولار (قُدّم بعضه في عهد أوباما). لكن الأسوأ من ذلك طريقة تسوية التزامات المجموعة الأميركية الدولية AIG - حيث تجاوز مبلغ 13 مليار دولار الذي قدّم إلى غولدمان ساكس حدود المعقول. إذا قرّرت شركة تأمين إلغاء بوليصة تأمين ضدّ الحريق لأحد الأميركيين العاديين، فسيجد ذلك الشخص صعوبة كبيرة في إيجاد شركة تأمين أخرى مستعدة لتقديم الغطاء التأميني له. لكن عندما قرّرت الحكومة الأميركية إلغاء بوالص المجموعة الأميركية الدولية AIG مع غولدمان ساكس، دفعت لها كما لو أن المنزل قد احترق بالكامل. لم يكن هناك أي تبرير لهذا السخاء، فيما سوّيت

مبادلات الإعسار الائتماني الأخرى بثلاثة عشر سنتاً للدولار<sup>(25)</sup>.

أثارت هذه الحوادث وسواها المخاوف بشأن الدوافع التي تقف خلف القرارات - ما صُنِعَ وما لم يُصنع على السواء - المتخذة في أثناء الأزمة. كيف تستطيع الإدارة القول مثلاً إن المصارف أكبر من السماح بفشلها - كبيرة جداً لدرجة تعليق القواعد العادية للرأسمالية لحماية مساهميتها - ومع ذلك لا تقترح تجزئتها أو فرض ضريبة عليها أو فرض قيود إضافية عليها بحيث لا تعود أكبر من أن يسمح بفشلها؟<sup>(26)</sup> وعلى نحو ذلك، لا بد أن يتساءل المرء كيف تستطيع الإدارة، بعد الحديث عن أهمية إعادة هيكلة الرهون، تصميم مثل هذه الحزمة غير الفعالة؟ هناك جواب مقلق وواضح (سيُبحث بمزيد من التفصيل في الفصل الرابع): كان يجب إرغام المصارف على الإقرار بالخسائر الناجمة عن القروض الرديئة التي قدّمتها، لكنها لم تكن مستعدة لذلك.

### صيغة جديدة لصراع قديم

طالما ساورت الشكوك الولايات المتحدة من المصارف، وبخاصة المصارف الكبيرة، وقد انعكس ذلك في الخلافات بشأن اقتراحات أول وزير للخزانة، ألكسندر هاملتون، بإنشاء مصرف قومي. صُمِّمت الأنظمة الخاصة بالمصارف بين الولايات (أُبطلت أخيراً في عهد الرئيس كلينتون) للحدّ من سلطة المصارف الكبيرة في نيويورك والمدن الكبيرة الأخرى. كان مين ستريت (الشركات الصغيرة) يعتمد على المصارف للحصول على الأموال، فيما تأتي أرباح المصارف من إقراض مين ستريت. لقد كانت علاقة تعايشية، لكن غالباً ما سادها انعدام الثقة.

ربما تكون المعركة بين وول ستريت ومين ستريت صورة كاريكاتورية للصراعات بين الفئات الاقتصادية المختلفة. مع ذلك هناك تضارب حقيقي في المصالح ووجهات النظر ساعد الركود الكبير في سنة 2008 في إبرازه على السطح. في هذه النسخة الجديدة للصراع القديم بين وول ستريت وما تبقى من البلد، صوّيت المصارف مسدساً إلى رؤوس الشعب الأميركي: "ستعانون إذا لم تقدّموا إلينا مزيداً من المال". وليس هناك أي بديل كما قالوا. إذا فرضتم قيوداً

- إذا منعتُمونا من دفع حصص الأرباح أو العلاوات، أو إذا حملتم مديرينا المسؤولية (مثلما فعلت الحكومة في حالة جنرال موتورز)، لن نتمكن البتة من جمع رأس المال في المستقبل. ربما كانوا محقّين، وإذا كانوا كذلك، فما من مسؤول سياسي مستعدّ لتحملّ وزر وفاة الاقتصاد الأميركي. استخدمت وول ستريت الخوف من الانهيار الاقتصادي لانتزاع مبالغ هائلة من المال بسرعة من دافعي الضرائب الأميركيين. ومن المثير للدهشة أن الشكاوى انهالت على وول ستريت. لماذا لم يحصلوا على مزيد من الأموال؟ لماذا أطلقوا عليها اسم إنقاذ؟ لو توصّلوا إلى اسم أفضل، ربما برنامج "التعافي" أو "الاستثمار"، لما ظهرت مثل هذه المعارضة. كان المتمرسون في الأزمات الأخرى يعرفون ما الذي سيأتي: لقد وقعت الخسائر، وستخاض المعارك بشأن من سيدفع عنها.

لم يفاجأ أحد عندما وقف بوش إلى جانب وول ستريت واستسلم لابتزازها. وتمنّى العديد أن يتبع أوباما نهجاً أكثر توازناً. لكن بصرف النظر عن موقف أوباما العاطفي، فإن أعماله بدت على الأقل أنها تؤيد مصالح وول ستريت. وتبيّن أن الرئيس، الذي يُفترض أن يجمع كل الفئات معاً تحت خيمة كبيرة، قد اختار جانباً حتى قبل أن يتسلّم منصبه من خلال اختيار فريقه.

بل إن الطريقة التي يقاس بها نجاح عمليات الإنقاذ بدت منحازة: بعد تجربة نُهج متعاقبة لتقديم المساعدة إلى المصارف (يقدّم الفصل الخامس وصفاً لبعضها)، تركّز الاهتمام حول كيفية استجابة وول ستريت وما حدث لأسعار أسهم المصارف. لكن الاتفاق الذي يرضي المصارف، كما يتجلّى في رفع أسعار أسهم المصارف، يعني أنه اتفاق رديء بالنسبة إلى دافعي الضرائب. كان وول ستريت يريد إحياء الإقراض ثانية - ولم تُبلّ أي من الجهود المبذولة لإنعاش المصارف بلاء حسناً في هذا الصدد.

لقد صعب وول ستريت، بافتقاره إلى الحساسية السياسية، مهمة المصالحة الوطنية التي تصدّى لها أوباما - دفع مليارات الدولارات كحصص أرباح ومكافآت فيما يصبّ دافعوا الضرائب المليارات في المصارف لإعادة رسميتها على ما يزعم من أجل تمكّنها من تقديم القروض<sup>(27)</sup>.



عندما وصلت فضيحة المكافآت إلى ذروتها في شباط/فبراير 2009، اضطر أوباما إلى الجهر بالكلام. لكنه بانتقاد المكافآت علق بين فكّي الكمّاشة: سرعان ما تبدّدت الحظوة التي نالها من وول ستريت بالتزلف، ومع ذلك فإنه لا يمتلك فريقاً يحظى بثقة مين ستريت.

ميّزت هذه الأخطاء البيئة السياسية وربما رسمت القيود السياسية التي واجهتها إدارة أوباما عندما حاولت إنعاش المصارف، وتثبيت استقرار سوق الرهن، وتحفيز الاقتصاد. فأحجم المستثمرون عن المشاركة في بعض البرامج التي ترعاها الحكومة، لأنهم خافوا، إذا حققت الأرباح التي صمّمت لتحقيقها، أن يغيّر الكونغرس قواعد اللعبة ويأخذ الأرباح أو يفرض جزاءات أو قيوداً أخرى. ومع أنه كان من المتعذّر معرفة مقدار الأموال التي تحتاج إليها المصارف، فإن تزايد الاستياء من إنقاذ المصارف يعني أن من الصعب الحصول من الكونغرس على مزيد من الأموال إذا ما احتيج إليها.

فرض هذا الوضع استراتيجية تنطوي على تزايد التعقيد وتناقص الشفافية. كان يفترض أن يقرّ الكونغرس جميع النفقات الحكومية، لكن أصبح التحايل من خلال مجلس الاحتياطي الفيدرالي والمؤسسة الفيدرالية لضمان الودائع القاعدة، ما وفّر الأموال بطرق متحرّرة من التدقيق الذي يتوقّعه الأميركيون كجزء لا يتجزّأ من ديمقراطيتهم<sup>(28)</sup>. ادّعى مجلس الاحتياطي الفيدرالي أن قانون حرية المعلومات لا يشملها، في النواحي الأساسية على الأقل. تحدّث بلومبرغ، وهي شركة إخبارية مالية، هذا الادّعاء. وفي آب/أغسطس 2009، أصدرت محكمة محلية أميركية حكماً ضدّ مجلس الاحتياطي الفيدرالي. ومع ذلك رفض المصرف الإقرار بأنه يخضع لمثل هذا النوع من الشفافية المنتظرة في ديمقراطيتنا من مؤسسة عامة، وقدّم التماساً ضدّ هذا الحكم<sup>(29)</sup>.

لقد أوقعت المصارف نفسها في مشكلة بعدم إدراج كثير من أعمالها في الميزانية العمومية - في محاولة لخداع المستثمرين والجهات الرقابية - والآن يساعد هؤلاء المحنّكون في الشؤون المالية الإدارة للقيام بالأمر نفسه، ربما في محاولة لخداع دافعي الضرائب والناخبين<sup>(30)</sup>.

## التوقّعات الاقتصادية

بعد مرور تسعة أشهر على تسلّم أوباما الرئاسة، لم يتضح إذا ما كانت مقامراته ستثمر أم لا. ربما ابتعد الاقتصاد عن شفير الهاوية ورُفعت عنه الأجهزة الداعمة للحياة. وأفضل ما يمكن أن يقال عن الاقتصاد في خريف سنة 2009 أنه قد بلغ نهاية السقوط الحرّ على ما يبدو. لكن نهاية السقوط الحرّ لا تعني العودة إلى الحالة السوية.

في خريف 2009، شهد الاقتصاد بضعة أشهر من النموّ القوي بعد إعادة تجديد المخزونات التي أفرط في استنزافها<sup>(31)</sup>. لكن هذا النموّ لم يحقق الكثير لسدّ الفجوة بين المخرجات الفعلية للاقتصاد وإمكاناته، ولا يعني أن الاقتصاد العالمي أو الأميركي يسير على الطريق إلى التعافي عما قريب. بل إن معظم التوقّعات تشير إلى تباطؤ النموّ مع نهاية سنة 2009 وبداية سنة 2010، ومواجهة مزيد من المشاكل في سنة 2011.

إن معاودة النموّ تعني أن الركود انتهى بالمعنى التقني. فالاقتصاديون يعرفون الركود بأنه حدوث نموّ سلبي في فصلين أو أكثر - وعندما يصبح النموّ إيجابياً، مهما كان ذلك هزياً، فإنهم يعلنون نهاية الركود. غير أن الاقتصاد بالنسبة إلى العمال يبقى راكداً عندما تكون البطالة مرتفعة، وبخاصة عندما ترتفع. ويعتبر رجال الأعمال الاقتصاد في حالة ركود ما داموا يرون فائضاً في الطاقة الإنتاجية، ما يعني أن الاقتصاد يعمل دون إمكاناته. لذا فإنهم لا يستثمرون ما دامت الطاقة الإنتاجية فائضة.

عند دفع هذا الكتاب إلى المطبعة، كانت احتمالات عودة الاقتصاد إلى الإنتاج بطاقته القصوى لا تزال ضعيفة حتى في غضون سنة أو سنتين. ويوحي التركيز على الأسس الاقتصادية - أي استبعاد التعلّل بالأمني - أنه سيمرّ وقت طويل قبل أن يعود معدّل البطالة إلى حالته السوية. وهكذا فإن الارتداد من القاع لن يوصل الاقتصاد إلى حيث يجب أن يصل، ومن المرجّح أن يتخذ الاقتصاد مساراً أفقياً على طريقة الاعتلال اليابانية قبل استعادة العمالة

الكاملة. (قد يكون النمو الأميركي أقوى قليلاً من النمو الياباني خلال فترة الركود الطويلة لأن القوة العاملة في اليابان لا تشهد نمواً في حين تسجل القوة العاملة الأميركية نمواً مقداره 1 بالمئة سنوياً. لكن يجب ألا يخدعنا هذا الاختلاف.) ربما تحدث تذبذبات على الطريق، عندما يواجه الاقتصاد هذه الصدمة أو تلك: انهيار مفاجئ لمؤسسة مالية أخرى، أو مشاكل في العقارات التجارية، أو حتى نهاية حزمة التحفيز الاقتصادي في سنة 2011. إن إعادة البطالة إلى مستوياتها السوية تتطلب، كما سأوضح لاحقاً، نمواً مستداماً يزيد على 3 بالمئة، ولا يلوح ذلك في الأفق.

من الطبيعي أن تحاول الإدارة ومن يبيعون الأسهم نقل صورة متفائلة. فاستعادة الثقة تشجع الاستثمار والاستهلاك على ما يؤمل، وربما تعيد أسعار المنازل إلى ما كانت عليه. وإذا ما حدث ذلك، فسرعان ما يصبح الركود الكبير في سنة 2008 طي النسيان.

غالباً ما يؤخذ رجوع أسعار الأسهم عن مستوياتها الدنيا كمقياس لاستعادة العافية الاقتصادية. لكن ارتفاع أسعار الأسهم في السوق لا يشير بالضرورة إلى أن الأمور على ما يرام. فقد ترتفع أسعار الأسهم في السوق لأن مجلس الاحتياطي الفيدرالي يُغرق العالم بالسيولة، وأسعار الفائدة منخفضة، لذا فإن الأسهم تبدو أفضل بكثير من السندات. سيجد فائض السيولة التي يضخها مجلس الاحتياطي الفيدرالي منفذاً ما، وسيؤدي ذلك على ما يؤمل إلى تقديم مزيد من القروض إلى الشركات، لكن قد ينجم عن ذلك أيضاً فقاعة في سوق الأسهم. وربما يعكس ارتفاع أسعار الأسهم نجاح الشركات في خفض التكاليف - عن طريق صرف العمال وخفض الأجور. إذا كان الأمر كذلك، فسيكون نذيراً بحدوث مشاكل في الاقتصاد على العموم. وإذا بقيت مداخيل العمال منخفضة، فسيبقى الاستهلاك منخفضاً أيضاً، وهو يستأثر بنحو 70 بالمئة من الناتج المحلي الإجمالي.

أشرت آنفاً إلى أن هذا التحول التراجعي معقد - أزمة مالية ممتزجة مع تراجع اقتصادي ومتفاعلة معه. لقد كانت حالات الركود التي شهدناها مؤخراً

انحرافات صغيرة ومؤقتة. وبدا أن معظمها ناجم عن قيام مجلس الاحتياطي الفيدرالي بالدوس على الفرامل بشدة - أحياناً لأن الحكومة داست على المسرّع بقوة من قبل<sup>(32)</sup>. كان التعافي سهلاً: يقرّ مجلس الاحتياطي الفيدرالي بالخطأ، ويبعد قدمه عن الفرامل، ثم يدوس على المسرّع فيستأنف النمو. ونجمت حالات ركود أخرى عن فرط تراكم المخزونات. وعندما صحّح الفائض - خلال سنة عادة - استؤنف النمو. لقد كان الكساد مختلفاً: انهيار النظام المالي. وكشفت التجارب في حالات الركود الأخرى المرتبطة بالآزمات المالية أن التعافي في هذه الظروف أصعب بكثير، ويستغرق وقتاً أطول.

علينا الاحتفال لأن المصارف التي كانت على شفير الإفلاس لم تعد كذلك. لكن على الرغم من نوبان جليد الأسواق المالية وتحسن الميزانيات العمومية للمصارف، لا يزال هناك كثير من الظلال في الأفق. هناك على سبيل المثال مشاكل تلوح في الأسواق المالية ناجمة عن انهيار العقارات التجارية والمشاكل المتبقية في العقارات السكنية وقروض البطاقات الائتمانية. وسيشكّل استمرار ارتفاع البطالة مشاكل متجددة لرهونات المنازل وبطاقات الائتمان. كما أن التدابير الجديدة التي تسمح للمصارف بالإبقاء على القيمة الاسمية للرهونات التي تشوب أداءها بعض الشوائب في دفاترها أضعفت القدرة على الحكم على صحة النظام المصرفي. فبالإمكان تمديد أجل القروض الرديئة وتأجيل يوم الحساب. لكن العديد من قروض العقارات التجارية تم تسنيدها ولا بدّ من تمديد أجلها في السنوات القليلة القادمة. وهكذا فإن الوضع مهيباً لموجة جديدة من الإفلاسات والاستيلاء على الرهون. لقد قدّم الدعم إلى أسواق العقارات السكنية والتجارية عن طريق التدابير المألوفة التي اتخذها مجلس الاحتياطي الفيدرالي التي خفّضت أسعار الفائدة الطويلة الأجل. ماذا سيحدث عندما يتوقّف مجلس الاحتياطي الفيدرالي عن التدخل الاستثنائي في الأسواق المالية؟ وماذا سيحدث إذا لم يتوقّف، كما وُعد، لأنه يدرك المخاطر الناجمة عن ذلك؟

لكن حتى إذا استعيدت عافية النظام المالي تماماً، فإن هناك مشاكل ذات صلة بالاقتصاد الحقيقي. عندما نتفحص كل مكون من مكونات الطلب الكلي

فإننا لا نجد كثيراً من الأسس التي يبني عليها التفاؤل. إذا استردت المصارف عافيتها فإنها لن تكون مستعدة للتهور في تقديم القروض كما فعلت من قبل، وإذا كانت مستعدة للإقراض فلن يقترض معظم الأميركيين. لقد تعلّموا درساً قاسياً، وسيعمدون من دون شك إلى انّخار المزيد، وربما الانّخار على نطاق أوسع بكثير مما فعلوا عندما كانت المصارف تغدق الأموال عليهم طوعاً أو كرهاً. ولو تبددت الشكوك بشأن تزايد البطالة، فإنّ قسماً كبيراً من ثروات الأميركيين قد تآكل: كانت ملكية المنزل أهمّ أصولهم، وقد تراجعت قيمتها كثيراً، إذا لم تتبدد تماماً، وسيمرّ وقت طويل قبل استعادتها، إذا حدث ذلك أصلاً.

عند النظر في الأمر بطريقة أخرى، يتبيّن أن عملية إنقاص نسبة المديونية - خفض مستوى دين الأسر غير السوي الذي بلغ 1.3 من الدخل المتاح - يتطلّب ارتفاع الانّخار فوق المستوى السوي، ما يعني تراجع مستويات إنفاق الأسر.

يبدو أن هناك مشاكل أيضاً في استعادة عافية عناصر الطلب الكلي الأخرى. فنظراً لأن العديد من البلدان الأخرى تواجه مشاكل خاصة بها، فإن الولايات المتحدة لا تستطيع الاعتماد على ازدهار الصادرات. وكما أشرت من قبل، فإن العالم بأكمله لا يستطيع الاعتماد على الصادرات لتحقيق النمو. عند حدوث الكساد العظيم، حاولت البلدان حماية أنفسها على حساب جيرانها. فسَمّي ذلك سياسة إفقار الجار، واشتمل على نزعة الحماية (فرض التعريفات والحواجز التجارية الأخرى) والخفض التنافسي لقيمة العملة (تقليل قيمة العملة ما يجعل الصادرات أرخص ثمناً والواردات أقلّ جاذبية). لن تنجح هذه السياسات اليوم أكثر مما نجحت في الماضي، ومن المرجّح أن تعطي نتائج عكسية.

تشهد الصين نمواً قوياً، لكن استهلاكها لا يزال أقل بكثير من استهلاك الولايات المتحدة بحيث لا تعوّض زيادة الإنفاق الصيني التراجع الحاصل في الاستهلاك الأمريكي - كما أن قسماً صغيراً فقط من الزيادة في الإنفاق الصيني سيظهر أثره في زيادة الصادرات الأميركية. وبالنظر إلى أن الأزمة العالمية ألحقت أضراراً كبيرة في العديد من البلدان النامية، فإن البلدان القادرة على الإنفاق ستواصل انّخار مبالغ كبيرة في احتياطياتها - ما يضعف الطلب العالمي.

من الصعب معرفة كيف يمكن أن يتعافى الاستثمار من دون التعافي القوي للاستهلاك أو الصادرات، إلى أن تتبدد الطاقة الإنتاجية الفائضة في الاقتصاد على الأقل. في غضون ذلك، من المرجح أن يؤدي السحب الوشيك للإنفاق التحفيزي وانخفاض الإنفاق المحلي وعلى مستوى الولايات، نتيجة تراجع إيرادات الضرائب، إلى ممارسة مزيد من الضغوط على الاقتصاد الأمريكي.

إن ما حافظ على استدامة الاقتصاد الأمريكي - والاقتصاد العالمي إلى حد كبير - قبل الأزمة هو الاستهلاك الممول بالدين مدعوماً بالفقاعة العقارية. فقد كان في وسع الناس العيش بما يتجاوز مداخيلهم لأنهم اعتقدوا أن أسعار المنازل سترتفع على الدوام. لم يعد أحد يعتقد ذلك الآن. لكن "النموذج" الذي قام عليه النمو الأمريكي انتهى الآن، وليس هناك شيء يلوح في الأفق للحلول محله.

باختصار، ثمة انفراج لأن الاقتصاد ابتعد عن الهوة التي بدا أنه سيقع فيها في خريف سنة 2008، لكن ما من أحد يزعم أنه استرد عافيته. فارتفاع الدين يعرض برامج الرئيس أوباما الأخرى للخطر. كما أن الغضب من إنقاذ المصارف انتقل إلى ساحات أخرى. لكن مع أن المصارف لا تزال متشددة في تقديم القروض، فإن مديريها يحصلون على مكافآت شبه قياسية (رأى أحد المسوح التي أجريت في أوائل تشرين الثاني/نوفمبر 2009 أن المتعامل النموذجي يجني كسباً غير متوقع يصل إلى 930,000 دولار)<sup>(33)</sup>، ومساهمتها مسرورون بسبب ارتفاع قيمة أسهمها في السوق. لقد تعلم أوباما أن ليس في وسعه إرضاء الجميع. لكن هل أرضى الأشخاص الملائمين؟

تبين أن ما اعتُبر استراتيجية قليلة المخاطر، ونجاحاً على الرغم من التخبّط، وتجنباً للصراعات ما هو إلا استراتيجية عالية المخاطر على الصعيدين السياسي والاقتصادي: هناك خطر من انهيار الثقة في الحكومة، وتزايد حدة الصراع بين المصارف الكبيرة وبقية البلد، ويواجه الاقتصاد خطر تباطؤ التعافي، كما أن عمليات الإنقاذ المكلفة المكشوفة والمستترة تعرض الموقف المالي للحكومة للخطر - وتعرض للخطر برامج الحكومة الأخرى الضرورية جداً لمستقبل الأمة.

كان في وسع أوباما اتخاذ إجراءات بديلة، ولا تزال العديد من العديد من الخيارات متاحة، على الرغم من أن القرارات التي اتخذت بالفعل قد حدثت منها كثيراً. في الفصول الأربعة التالية أبيت كيف قامت الحكومة بتحفيز الاقتصاد (الفصل الثالث)، وكيف ساعدت أو فشلت في إنقاذ مالكي المنازل (الفصل الرابع)، وكيف حاولت بعث النظام المالي وإعادة إخضاعه للرقابة (الفصل الخامس والسادس). إن أشد ما يقلقني هو ألا تؤدي الخيارات التي اعتمدت إلى إطالة التراجع وتعميقه أكثر من اللازم فحسب، وإنما أيضاً إلى خروجنا من الأزمة محملين بأعباء دين كبير جداً، ولدينا نظام مالي أقل تنافسية وكفاءة وأكثر عرضة لآزمات أخرى، واقتصاد أقل استعداداً للتصدي للتحديات التي تواجهها البلاد.

## الفصل الثالث

### ردّ تشوبه العيوب

**عندما** تولّى باراك أوباما ومستشاروه السلطة في كانون الثاني/يناير 2009، فإنهم واجهوا أزمة ذات أبعاد غير مسبوقة. وقد أقرّوا أن ليس في وسعهم إعادة العافية إلى النظام المصرفي من دون أن يفعلوا شيئاً بشأن الاقتصاد الحقيقي. كان عليهم أن يعيدوا الحياة إليه، أن يتصدّوا لطوفان الاستيلاء على القروض بضمان رهن عقاري. لم تواجه أميركا أزمة بهذه الحدة منذ ثلاثة أرباع القرن. لكن الأزمات في أماكن أخرى أصبحت شائعة. وبالنظر إلى التاريخ والتجارب في الخارج، كان هناك الكثير من المعلومات المتاحة عن كيفية معالجة الأزمات الاقتصادية، بما في ذلك تلك الناجمة عن انفجار الفقاقيع العقارية. وفي وسع فريق أوباما الاستفادة من النظريات والأدلة التجريبية والحسّ السليم لتصميم حزمة لتحفيز الاقتصاد على المدى القصير وتقوية البلاد في المستقبل. لكن السياسة لا تنقاد للتحليل دائماً.

تتسم أهم الأفكار للتعامل مع عواقب أزمة ما بالبساطة: الأزمات لا تدمر أصول الاقتصاد. ربما تفلس المصارف وكثير من الشركات والأسر، لكن الأصول



الحقيقية تبقى كما كانت من قبل - المباني والمصانع والناس أنفسهم، أي رأس المال البشري والمادي والطبيعي نفسه. عند حدوث الأزمة تتآكل الثقة والطمأنينة، ويضعف النسيج المؤسسي للمجتمع عندما تفلس المصارف والشركات أو تقترب من ذلك، ويخلط اقتصاد السوق بين مطالب الملكية. فلا يعود من الواضح دائماً من يمتلك بعض الأصول ويسيطر عليها، لأن الملكية تنتقل مثلاً من المساهمين إلى حملة السندات في عملية الإفلاس العادية. في الفترة التي تسبق الأزمة، تُبدد الموارد - توضع الأموال في بناء المساكن بدلاً من استخدامها استخداماً أكثر إنتاجية على سبيل المثال. لكن ما يحدث لا يمكن تغييره - أو كما يقال أحياناً، ما فات مات. السؤال الرئيسي هو، كيف ستستخدم الموارد بعد انفجار الفقاعة؟ ويكون ذلك عادة عندما تحدث معظم الخسائر، إذ لا تستخدم الموارد بكفاءة وبصورة كاملة وتشهد البطالة ارتفاعاً كبيراً. هذا هو فشل السوق الحقيقي الذي يمكن تجنبه إذا اتبعت السياسات الصحيحة. لكن ما يدعو للدهشة هو عدم تطبيق السياسات الصحيحة في الغالب، وتفاقم الخسائر المتكبدة في أثناء الفقاعة بالخسائر المتكبدة فيما بعد انفجارها.

## الحوافز

وقع الجدل الكبير في فترة الركود بين الخبراء الماليين المحافظين الذين يريدون أن يلجموا العجز، والكينزيين الذين يعتقدون أن على الحكومة إدارة العجز لتحفيز الاقتصاد. في سنتي 2008 و2009، عندما أصبح الجميع كينزيين مخلصين (مؤقتاً)، وقع خلاف بشأن الشكل الذي يجب أن يتخذه ردّ الحكومة. وعندما تولى أوباما منصبه، كان زخم التحول التراجعي قد استفحل بحيث لا يمكن فعل أي شيء لعكس المسار التراجعي على الفور. لكن تصميم الحوافز وحجمها يحدّد سرعة إعادة الاستقرار إلى الاقتصاد. من المؤسف أن إدارة أوباما لم تقدّم رؤية واضحة لما يجب عمله. بل تركت للكونغرس إلى حدّ كبير التوصل إلى حجم الحوافز وشكلها. فلم تلبّ النتيجة حاجة الاقتصاد تماماً.

إن برنامج الحوافز الجيد يجب أن يعكس سبعة مبادئ:

1. يجب أن يكون سريعاً. لقد كان تأخر الرئيس بوش مكلفاً. فالسياسات الاقتصادية تستغرق شهوراً حتى تصبح فعّالة تماماً. لذا لا بدّ من ضخّ المال في الاقتصاد بسرعة.

2. يجب أن يكون فعّالاً. الفعالية تعني أن يحدث المال تأثيراً عظيماً - يجب أن ينجم عن صرف كل دولار ارتفاع في العمالة والمخرجات. يسمّى مقدار ارتفاع الدخل القومي مقابل كل دولار المضاعف: في التحليل الكينزي القياسي، الدولار الذي تنفقه الحكومة يعطي ارتفاعاً يزيد على دولار في المخرجات القومية. فإذا أنفقت الحكومة المال على مشروع إنشائي، فإن العمال ينفقون أجورهم على شراء حاجياتهم، وينفق الآخرون أموالهم بدورهم. تعزّز كل مرحلة في هذه السلسلة الدخل القومي، ما يجعل الارتفاع الإجمالي في الدخل القومي أكثر بكثير من المبلغ الأولي الذي أنفقته الحكومة.

يبلغ المضاعف في الاقتصاد الأمريكي على المدى القصير نحو 1.5 في المتوسط<sup>(1)</sup>. أي إذا أنفقت الحكومة مليار دولار الآن، فسيرتفع الناتج المحلي الإجمالي نحو 1.5 مليار دولار هذا العام. وتزيد المضاعفات على المدى الطويل - بعض فوائد الإنفاق اليوم تستشعر في السنة التالية أو حتى السنة التي تليها؛ ونظراً لأن من المرجّح أن يكون الركود الحالي طويلاً، على صنّاع السياسة الاهتمام أيضاً بالفوائد التي تتحقّق بعد سنتين أو ثلاث من الآن.

لا يوفرّ كل الإنفاق المضاعف نفسه: للإنفاق على المتعاقدين الأجانب الذين يعملون في العراق مضاعف منخفض لأن كثيراً مما يستهلكون يتمّ خارج الولايات المتحدة؛ وكذا التخفيضات الضريبية للأغنياء - إذ يدّخرون كثيراً مما يحصلون عليه. لكن لمساعدات البطالة المتزايدة مضاعفاً مرتفعاً لأن من يجدون أنفسهم فجأة من دون دخل سينفقون كل دولار يحصلون عليه<sup>(2)</sup>.

3. يجب أن يتعامل مع مشاكل البلد الطويلة الأمد. انخفاض المدّخرات، وارتفاع العجز التجاري، والمشاكل المالية الطويلة الأمد التي يعاني منها الضمان

الاجتماعي والبرامج الأخرى الخاصة بالمسنّين، وتآكل البنية التحتية، والاحترار العالمي، كل هذه الأمور تلقي بظلالها على مستقبل البلد على المدى الطويل. الحوافز الفعّالة تستهدف هذه المشاكل، أو لا تزيدها سوءاً على الأقل.

#### 4. يجب أن يركّز على الاستثمار. ستزيد حزمة الحوافز الاقتصادية

العجز الذي يعاني منه البلد، لكن دين البلد لا يقيس سوى جانب واحد من الميزانية العمومية، أي ما يدين به. إذا استثمرت أموال الحوافز في أصول ترفع إنتاجية البلد على المدى الطويل، فسيكون البلد في وضع أفضل على المدى الطويل نتيجة لهذه الحوافز - حتى مع ارتفاع الإنتاج والعمالة على المدى القصير. إن الاهتمام بتحسين الميزانية العمومية مهم جداً اليوم، إذ إن الولايات المتحدة تقترض الكثير من الأموال من الخارج. إذا حفّز البلد اقتصاده عبر الاستهلاك الممول بالدين، فستنخفض مستويات المعيشة في المستقبل عندما يحين الوقت لتسديد الدين أو حتى الفائدة المترتبة عليه. وإذا حفّز البلد الاقتصاد عبر الاستثمار، فسيرتفع الإنتاج في المستقبل أكثر مما يكفي لدفع الفائدة إذا كانت الاستثمارات جيّدة. ومثل هذه الاستثمارات لا تحسّن مستويات المعيشة اليوم فحسب وإنما تحسّن مستويات معيشة الجيل التالي أيضاً.

#### 5. يجب أن يكون عادلاً. لقد كان أداء الأميركيين المنتمين للطبقة

المتوسطة سيئاً جداً في السنوات الأخيرة مقارنة بأداء الأميركيين المنتمين للطبقة العليا<sup>(3)</sup>. ويجب ألا تغفل الحوافز ذلك عند تصميمها. العدالة تعني استبعاد أنواع التخفيضات الضريبية التي أقرّها جورج دبليو بوش في سنتي 2001 و2003 - حيث عادت معظم الفوائد على الأغنياء.

#### 6. يجب أن يتعامل مع الحاجات الملحة القصيرة المدى التي

أحدثتها الأزمة. عند حدوث تحوّل تراجعي، غالباً ما تفتقر الولايات إلى المال وتضطر إلى خفض الوظائف. يفقد العاطلون عن العمل التأمين الصحي. ويعجز الأشخاص الذين يناضلون لتسديد دفعات الرهن عن السداد إذا فقدوا عملهم أو

مرض أحد أفراد أسرته. لذا يجب أن تتعامل الحوافز المصمّمة جيّداً مع أكبر قدر ممكن مع هذه المشاكل.

**7. يجب أن تستهدف الحوافز المجالات التي حدثت فيها خسارة الوظائف.** إذا كانت خسارة الوظائف دائمة على الأرجح، يجب عندئذ توجيه الحوافز لإعادة تدريب العمّال وإكسابهم المهارات التي يحتاجون إليها في الأعمال المستقبلية.

تتعارض هذه الأهداف بعضها مع بعض أحياناً، وتكمّل بعضها بعضاً في أحيان أخرى. يتميّز معظم الإنفاق المخصّص لتلبية الحاجات الملحة على المدى القصير بالفعالية الكبيرة - يكون المضاعف كبيراً - لكنه لا يستحدث أصولاً. وربما يكون إنفاق المال لإنقاذ شركات السيارات بمثابة صبّ للمال في حفرة، مع أنه ينقذ الوظائف بصورة مؤقتة. وقد يسهم الاستثمار في الطرق في زيادة الاحترار العالمي، وهو أحد أهم مشاكل العالم على المدى الطويل؛ ومن الأفضل بكثير إنشاء نظام نقل عام حديث عالي السرعة. كما أن إنفاق المال لإنقاذ المصارف من دون الحصول على شيء بالمقابل يمنح المال إلى الأميركيين الأغنياء وليس له أي مضاعف<sup>(4)</sup>.

تعتبر مثبتات الاستقرار التلقائية - النفقات التي ترتفع تلقائياً عندما يضعف الاقتصاد - من أكثر أشكال التحفيز الاقتصادي فعالية لأنها تعير مستوى الإنفاق وفقاً لاحتياجات الاقتصاد، وتمنح مزيداً من الأموال عند الحاجة. يشمل ذلك على سبيل المثال، زيادة مساعدات البطالة التي تدفع تلقائياً عندما ترتفع البطالة. فإذا تعافى الاقتصاد بسرعة أكبر مما هو متوقّع، يتراجع الإنفاق على مساعدات البطالة بصورة تلقائية.

## ما الإجراء الذي اتخذ وما كان يجب أن يتخذ

تقدّم هذه المبادئ التوجيهية لحجم الحوافز وكيفية تصميمها. لقد صمّم قليل

من البلدان، وبخاصة أستراليا، حوافز متوافقة مع هذه المبادئ، فلم تشهد تحولاً تراجعياً كبيراً وكانت من أوائل البلدان الصناعية المتقدمة التي تستأنف النمو.

أحدثت الحوافز التي قدّمتها إدارة أوباما تأثيراً كبيراً في النهاية - لكن كان يجب أن تكون أكبر وأفضل تصميماً. كانت صغيرة جداً، وذهب قسم كبير منها (نحو الثلث) إلى التخفيضات الضريبية، ولم يذهب سوى جزء صغير منها لمساعدة الولايات والمناطق والذين لم تعد تغطّيهم شبكة الأمان، وكان يمكن أن يكون البرنامج الاستثماري أكثر فعالية.

## الحجم

بدأت حزمة الحوافز التي كلفت 800 مليار دولار تقريباً كبيرة جداً في البداية. لكن هذا المبلغ سينفق في فترة تزيد على السنتين، ما يعني أقل من 3 بالمئة من الناتج المحلي الإجمالي في بلد يبلغ حجم اقتصاده 14 تريليون دولار. ربع هذا المبلغ سينفق في السنة الأولى، لكن هذه المئتي مليون دولار غير كافية لتعويض التراجع في الإنفاق على مستوى الولايات والمستويات المحلية. باختصار، عند طرح التخفيضات التي طرأت على نفقات الولايات في سنة 2009 من حزمة "الحوافز" الفيدرالية لن ينتج عن ذلك أي تحفيز.

تسلط أرقام الإدارة الضوء على القصور. فقد قال الرئيس ومستشاروه إن الحوافز ستستحدث 3.6 ملايين وظيفة جديدة - أو تحول دون خسارة هذا العدد<sup>(5)</sup>. (كانوا يدركون أنه ربما لن تستحدث أي وظيفة في الحصيلة الصافية في فترة الحوافز التي تستمرّ سنتين.) لكن يجب وضع العدد 3.6 ملايين في نصابه الصحيح. ففي السنة العادية، يدخل 1.5 مليون عامل جديد إلى القوة العاملة، ويستحدث الاقتصاد وظائف لهم. لكن بين بداية الركود في كانون الأول/ديسمبر 2007 وتشرين الأول/أكتوبر 2009، فقد الاقتصاد 8 ملايين وظيفة<sup>(6)</sup>. عند إدخال الوافدين الجدد إلى القوة العاملة، فإن ذلك يعني أن العجز في الوظائف بحلول خريف سنة 2009، أي عدد الوظائف التي يجب استحداثها

لإعادة الاقتصاد إلى العمالة الكاملة، قد ارتفع إلى ما يزيد على 12 (كذا) مليون وظيفة<sup>(7)</sup>.

في علم الاقتصاد، عليك أن تركّز حتى تحافظ على مكانك. لذا يجب أن تكون صعوبة تحقيق هدف العمالة الكاملة واضحة بجلاء. عند نموّ القوّة العاملة بالوتيرة المعتادة ونموّ الإنتاجية بالمعدّل العادي الذي يتراوح بين 2 و3 بالمئة، فإن البطالة ستزداد ما لم ينمّ الناتج المحلي الإجمالي بنحو 3 أو 4 بالمئة. ولخفض البطالة عن المستويات التي بلغت في سنة 2009، لا بدّ من أن ينمو الاقتصاد بسرعة تفوق ذلك الأساس المرجعي. لكن "التوقّعات التي تحظى بإجماع" - أي التي لا تمثّل علماء الاقتصاد الأكثر تفاؤلاً أو الأكثر تشاؤماً - ترى أن النموّ الإجمالي في سنتي 2009 و2010، مع الحوافز، يقلّ عن 1.5 بالمئة<sup>(8)</sup>، وذلك يشكّل قصوراً كبيراً.

إن تفحص الأرقام عن قرب يلقي بظلال داكنة على ما يجري. كما أن هذه الأرقام التي تركّز عليها الحكومة ووسائل الإعلام "تصحّح موسمياً"، إذ تأخذ في الحسبان دخول وافدين جدد إلى القوّة العاملة في حزيران/يونيو وتموز/يوليو عندما يغادر الطلاب المدارس، وارتفاع المبيعات في موسم عيد الميلاد. غير أن التصحيحات "الموسمية" لا تعمل جيداً في أثناء الركود. إنها تصف التعديلات بـ "السوية"، لكن الركود حدث غير سوي. لذا عندما أفادت الحكومة عن فقدان نحو 492,000 وظيفة بين حزيران/يونيو وآب/أغسطس، تنفّس الجميع الصعداء - تباطأت وتيرة فقدان الوظائف. لكن الواقع مغاير لذلك: العدد الحقيقي للوظائف التي فقدت يبلغ ثلاثة أضعاف ذلك الرقم، أي 1.622 مليون وظيفة. وهو يشكّل عدد الوظائف التي يجب أن تُستحدث كي يعود الاقتصاد إلى "طبيعته". خلال شهرين، دمر الاقتصاد نصف عدد الوظائف التي كان يأمل برنامج أوباما بأكمله استحداثها في سنتين. ولن يتمكّن برنامج الحوافز، حتى إذا حقّق نجاحاً تاماً كما تدّعي إدارة أوباما، من الاقتراب من العمالة الكاملة في نهاية سنة 2011.

إن من يحاولون إدارة التوقّعات، للمحافظة على التفاؤل، يتحدّثون بطبيعة الحال عن "تخلّف" نموّ الوظائف عن النموّ الاقتصادي. ويعترفون بأن الوظائف

تتعافى ببطء. هذه الحسابات تُظهر مقدار صعوبة استحداث ما يكفي من الوظائف حتى من دون حدوث تخلف. وستزداد الأمور سوءاً إذا حدث تخلف - ومن المحتم حدوث ذلك لأن أصحاب العمل سيترددون في توظيف مزيد من العمال حتى يصبحوا على ثقة من أن التعافي حقيقي.

إن معدل البطالة "المعلن" - 10.2 بالمئة فقط في تشرين الأول/أكتوبر 2009 - يحجب في الواقع مواطن الضعف الحقيقية في القوة العاملة. وقد أشرت آنفاً إلى أن هذا المعدل الرسمي للبطالة لا يشمل الملايين الذين أسقطوا من القوة العاملة بسبب إحباطهم من مواصلة البحث عن عمل (إذا لم يبحث العمال عن عمل لا يعتبرون عاطلين عن العمل مع أن من الواضح أنهم لا يعملون) والملايين الذين اضطروا إلى قبول العمل بعض الوقت لأنهم لم يستطيعوا العثور على عمل طوال الوقت. لقد ارتفع القياس الواسع للبطالة الذي يضمّ العمال غير المتفرّغين "رغمًا عنهم" والعمال المحبطين من 10.8 بالمئة قبل الأزمة، في آب/أغسطس 2008، إلى 17.5 بالمئة في تشرين الأول/أكتوبر 2009، وهو الرقم القياسي الأعلى<sup>(9)</sup>. وهكذا بلغت نسبة من يعمل من السكان في سنّ العمل 58.5 بالمئة، وهي الأدنى منذ سنة 1947.

هذه أرقام "متوسطة" بطبيعة الحال. ففي بعض الأماكن والفئات لم تكن الأرقام سيئة، لكنها كانت سيئة جداً في أماكن وفئات أخرى. في تشرين الأول/أكتوبر 2009، بلغ معدل البطالة الرسمي في ولاية متشغن 15.1 بالمئة، ووصل المقياس الأوسع إلى 20.9 بالمئة - لم يستطع واحد من كل خمسة أشخاص العثور على عمل طوال الوقت. وفي كاليفورنيا وصل المقياس الواسع إلى 20 بالمئة تقريباً. وبلغت البطالة في أوساط المراهقين 27.6 بالمئة (رقم قياسي)، في حين ارتفعت البطالة في أوساط الأميركيين الأفارقة إلى 15.7 بالمئة<sup>(10)</sup>.

ثمة سبب آخر يبيّن لماذا يبخس معدل البطالة تقدير مدى السوء الذي بلغته الأمور. فقد اختار كثير من العاطلين عن العمل فئة العجز - التي تقدّم مساعدة أفضل لمدة أطول. في الأشهر الثمانية الأولى من سنة 2009، ارتفع عدد مقدّمي الطلبات في فئة العجز 23 بالمئة، مع أنه لم يسجّل انتشار موجة

من المرض في الولايات المتحدة. في سنة 2008، بلغت مدفوعات العجز 106 مليارات دولار، أي 4 بالمئة من موازنة الحكومة. وتقدر إدارة الضمان الاجتماعي أن مليون شخص سيتقدمون للحصول على مساعدة العجز في نهاية سنة 2011 بسبب الركود، وأن نحو 500,000 شخص سيحصلون عليها. وسيحصل قسم كبير من هؤلاء على مساعدة العجز ما تبقى من حياتهم<sup>(11)</sup>.

عندما تجاوزت مدة التحوّل التراجعي عاماً ونصف العام، بلغ عدد عاطلين عن العمل لأجل طويل (العاطلون عن العمل لمدة تزيد على ستة أشهر) مستويات غير مسبقة منذ الكساد العظيم. وتجدر الإشارة إلى أن متوسط مدة البطالة يبلغ نصف عام تقريباً (24.9 أسبوعاً)<sup>(12)</sup>.

نظر بعض الأشخاص في معدّل البطالة ولاحظ أنه لم يبلغ (بعد) درجة السوء المسجلة في ركود سنة 1981 - 1982 في عهد ريغان، عندما بلغ معدّل البطالة 10.8 بالمئة، وهو يقلّ كثيراً عن المعدّل المسجل في أثناء الكساد العظيم. لكن يجب النظر في هذه المقارنات بتحفظ. فقد تغيّر هيكل الاقتصاد، إذ انتقل من الصناعة (20 بالمئة من الاقتصاد في سنة 1980، إلى 11.5 بالمئة اليوم) إلى الخدمات<sup>(13)</sup>. وكانت الوظائف بعض الوقت أقلّ مما هي عليه اليوم. كما طرأ تغيّر ملحوظ على هيكل القوة العاملة. فالبطالة في أوساط العمّال الشبان مرتفعة عادة، وكان عدد العمّال الشبان كبيراً في الثمانينيات. وإدخال تعديل مقابل هذه التغيرات الديمغرافية يضيف 1 بالمئة أو أكثر إلى معدّل البطالة اليوم.

أدت قلة الوظائف إلى تزايد القلق - بل إن القلق من فقدان العمل ساور من يعملون لأنهم يعرفون أن الحصول على وظيفة أخرى شبه مستحيل. في أواسط سنة 2009، كان هناك ستة عاطلين عن العمل مقابل كل وظيفة شاغرة - وهو رقم قياسي يبلغ ضعف الرقم المسجل في ذروة حالات الركود السابقة<sup>(14)</sup>. تراجعت ساعات العمل الأسبوعي لمن لديهم وظائف - بلغت 33 ساعة في الأسبوع - إلى أدنى مستوى منذ بدأ جمع البيانات في سنة 1964<sup>(15)</sup>. كما أن مواطن الضعف في سوق العمل مارست ضغوطاً نزولية على الأجور.



تفاعل انهيار سوق المساكن مع ضعف سوق العمل بطريقتين إضافيتين لزيادة المخاوف. إن سوق العمل الأميركي من أكثر أسواق العمل ديناميكية في العالم، وهي من مواطن قوة البلد. إنها تضمن استخدام العمّال بأكثر الطرق كفاءة. لكن هذه الديناميكية تواجه عقبات كبرى. أولاً، إن من يفقد عمله يبدي تقليدياً استعداداً للانتقال آلاف الأميال لإيجاد عمل في مكان آخر. لكن البيت هو أهم الأصول لمعظم الأميركيين وقد فقد كثير منهم بيوتهم، بل إن من لا يزال لديهم بعض حقوق الملكية في بيوتهم (أي من لم يتم الاستيلاء على بيوتهم المرهونة) قد فقدوا جزءاً كبيراً منها - كبيراً لدرجة عدم تمكّنهم من تسديد دفعة أولى مقدارها 20 بالمئة للحصول على بيت ذي حجم مماثل. لذا تراجعت قدرتهم على الانتقال. لم يعد من لديهم أعمال يريدون ترك أعمالهم للحصول على أعمال أفضل. ومن المرجح أن يبقى من ليس لديهم أعمال عاطلين عن العمل مدة طويلة - لم يعد الانتقال خياراً جذاباً.

يواجه العديد من الأميركيين المتقدمين في السن مشكلة أخرى تؤثر على بطلانهم أيضاً. فقد كانت معظم برامج التقاعد تعرف باسم برامج المزايا المحددة - حيث يعرف المتقاعدون ما الذي سيحصلون عليه عند تقاعدهم. لكن في العشرين سنة الأخيرة، حدث انتقال إلى "البرامج ذات المساهمة المحددة"، حيث يسهم صاحب العمل بمبلغ معيّن يستثمر بعد ذلك في سوق الأسهم<sup>(16)</sup>. وقد دفع انهيار سوق الأسهم، إضافة إلى انهيار سوق المساكن، كثيراً من الأميركيين إلى إعادة التفكير في تقاعدهم<sup>(17)</sup>. وستقلّ فرص العمل الجديدة مع تراجع أعداد من يتكون القوة العاملة - ما لم يطرأ توسّع في التوظيف.

باختصار، بعد مرور شهور قليلة على إقرار مشروع قانون الحوافز، اتضح أنها لم تكن كبيرة بالقدر الكافي. لكن كان يجب أن يتضح ذلك عندما عمدت الإدارة إلى تصميمها<sup>(18)</sup>. فانكماش الاستهلاك نتيجة ارتفاع المدّخرات عن مستوى الصفر غير المستدام، إلى جانب خفض النفقات المحلية ونفقات الولايات، يعني أن مبلغ 800 مليار دولار الذي سينفق في سنتين لن يكون كافياً.

## مساعدة الولايات

عند حدوث أزمة ما، تقوم الولايات والمقاطعات المحلية بتقليص نفقاتها التي تشكل نحو ثلث الإنفاق الحكومي بأكمله. للولايات أطر موازنات متوازنة، ويجب عليها الحد من الإنفاق تبعاً للإيرادات. عندما تنخفض قيمة الممتلكات والأرباح، تهبط عائدات الضرائب أيضاً. تقدّر فجوات الموازنات المجمّعة في السنتين الماليّتين 2010 و2011 بما لا يقل عن 350 مليار دولار بالإجمال<sup>(19)</sup>. وفي سنة 2009 اضطرت ولاية كاليفورنيا وحدها لخفض النفقات وزيادة الضرائب بما يساوي 42 مليار دولار<sup>(20)</sup>. لذا فإنّ تعويض النقص في إيرادات الولايات فحسب يتطلب إنفاقاً تحفيزياً يزيد على 1 في المئة من الناتج المحلي الإجمالي في السنة.

مع أن مشروع قانون الحوافز في شباط/فبراير 2009 احتوى على بعض المساعدة للولايات والمناطق، فإنها لم تكن كافية. فقد وجّهت التخفيضات في برامج الولايات والحكومات المحلية ضربة شديدة للفقراء، وفيما كانت الإدارة تروّج لحوافزها، أخذت الصحف تصف معاناة العديد من الضحايا من هذه الأزمة. كان يجب أن تُمنح الأولوية للتعويض عن نقص إيرادات الولايات. فمن غير المنطقي استخدام عمال جدد لبناء الجسور وتسريح المعلمين والممرضات في الوقت نفسه. أبدت الإدارة حساسية تجاه هذه المخاوف، وأشارت في تقريرها الأول، في تشرين الأول/أكتوبر، عن الوظائف التي استحدثتها الحوافز إلى إنقاذ أو استحداث 640,000 وظيفة في الجولة الأولى من إنفاق الحوافز، أكثر من نصفها في التعليم، و80,000 وظيفة فقط في البناء<sup>(21)</sup>. لكن الحوافز لم تكن كبيرة بالقدر الكافي لوقف التسريح المؤقت والإجازات في صفوف المعلمين، بل إن المشاريع الجاهزة للتنفيذ تستغرق وقتاً لتنتقل. ساهمت خسارة الوظائف في فقد المعنويات، وكانت أسرع حدوثاً من استحداث وظائف جديدة. وفي أيلول/سبتمبر 2009 وحده، تراجعت الوظائف الحكومية بمقدار 40,000 وظيفة<sup>(22)</sup>.

لو اتبعت صيغة بسيطة - تعويض الدخل المفقود في كل ولاية على حدة

- لكان ذلك عادلاً ولنشرت الأموال بسرعة. ولأحدثت هذه الأموال مضاعفات عالية ووُجِّهت نحو الأشخاص الأشدَّ حاجة إلى المساعدة. ومن شأن ذلك أن يعمل كمثبَّت تلقائي للاستقرار: لن يحدث الإنفاق إذا تعافى الاقتصاد بسرعة بسحر ساحر. وإذا تبَيَّن أن التحوُّل التراجعي أكثر عمقاً وأطول مدة مما هو متوقَّع، كما يرجح، فسيكون هناك مزيد من الأموال.

### سدّ الثغرات في شبكة الأمان

كان يجب أن تُمنح الأولوية الثانية لسدّ الثغرات في شبكة الأمان. لكن مشروع القانون الذي أُقرَّ عالج القليل في هذا الصدد، ولم يكن كافياً. أقرَّ الكونغرس ثلاثة تمديدات لمساعدات البطالة الممولة من قبل الحكومة الفيدرالية وصولاً إلى 73 أسبوعاً كحدٍّ أقصى (كانت العديد من الولايات تقدِّم المساعدات ثلث هذه المدة فقط)<sup>(23)</sup>، لكن الركود استمرَّ، واتضح أن ذلك لن يكون كافياً<sup>(24)</sup>. بيد أن الحكومة صنعت شيئاً للمرة الأولى حيال فقدان الرعاية الصحية عندما يفقد العمال أعمالهم لأن نظام التأمين الصحي يستند إلى أصحاب العمل. كانت الإصلاحات السابقة قد ضمنت لهم إمكانية شراء التأمين (قانون تسوية الموازنة الشاملة الموحدة) إذا كان في وسعهم تحمّل تكاليفه، لكن تزايدت أعداد من لا يتحمّلون تكاليف التأمين في صفوف من فقدوا أعمالهم. ومن دون تقديم المساعدة ستزداد أعداد غير المؤمنين - وهي كبيرة أصلاً. نصّت حزمة حوافز أوباما على دفع 65 بالمئة من تكلفة التأمين الصحي كجزء من مساعدات البطالة الممددة (لكن للعمال الذين فقدوا أعمالهم بعد 1 أيلول/سبتمبر 2008، وقبل نهاية سنة 2009).

لعل الأمر المعبّر أن الحكومة لم تفعل ما يكفي للمساعدة في مسألة تحوّلت إلى لبّ الأزمة: عدم تمكّن العاطلين عن العمل من تسديد دفعات الرهن. فقد العديد من العاطلين عن العمل بيوتهم بعيد فقدان وظائفهم - رغم أنهم لم يقتربوا خطأ. كان يجب أن تقدّم إدارة أوباما نوعاً جديداً من "تأمين الرهن"، أي تسديد دفعات الرهن - ما يسمح بتأجيل معظمها إلى أن يعود مالك البيت إلى

العمل. لم يكن ذلك مسألة عدالة فحسب، وإنما يحقق المصلحة الوطنية أيضاً: مع تزايد انتزاع ملكيات البيوت، تهبط الأسعار وتتفاقم دورة التراجع.

## الاستثمارات

كان من المنطقي منح الأولوية للاستثمارات التي تقوّي مستقبلنا - وبخاصة الاستثمارات ذات العائد المرتفع في الموارد البشرية والتكنولوجيا. مع تراجع الموارد المتاحة للجامعة الخاصة نتيجة انهيار الأسواق والعجز الكبير في موازنات الولايات، لقي هذا الإنفاق ضربة شديدة.

توجّهت كثير من أموال الحوافز إلى المشاريع الجاهزة للتنفيذ، وتلتها الاستثمارات الخضراء التي يمكن وضعها موضع التنفيذ بسرعة نسبياً. كان يجب أن يتضح أن الاقتصاد سيبقى بحاجة إلى مزيد من الحوافز بعد سنتين. وتسمح حزمة الحوافز الطويلة الأمد بتجاوز المشاريع الجاهزة للتنفيذ إلى الاستثمارات العامة ذات العوائد المرتفعة - وتلك من المزايا القليلة للتراجع الطويل الأمد.

يوجد النقص الأهم في استثمارات البلد في القطاع العام، لكن قدرة ذلك القطاع على إقرار مزيد من الاستثمارات بسرعة محدودة. التخفيضات الضريبية التي تحفز الاستثمارات تسرّع تدفق الأموال على الاقتصاد - وتعطي فوائد على الأمد الطويل. لو اعتمد برنامج لتقديم الحوافز الضريبية لمالكي البيوت لتركيب عزل حراري للبيوت القائمة، على سبيل المثال، لوfer ذلك فرص عمل لعمال البناء الذين فقدوا أعمالهم نتيجة تراجع قطاع العقارات إلى أدنى مستوياته منذ خمسين سنة.

عند حدوث تحوّل تراجعي، تُحجم معظم الشركات عن المخاطرة في الاستثمار. ويمكن أن يوفر الائتمان الضريبي الاستثماري (investment tax credit) المؤقت حافزاً ملائماً لها. إن التخفيضات الضريبية تقلّل في الواقع تكاليف الاستثمار الآن، عندما تكون المنافع الوطنية كبيرة - بدلاً من الاستثمار لاحقاً عندما يعود الاقتصاد إلى حالته السوية. وهي تشبه بيع السلع الرأسمالية. بل إن الائتمان الضريبي الاستثماري المؤقت أفضل من ذلك. بعض الشركات

تستثمر عند حدوث تحوّل تراجعي، وليس من المنطقي مكافأتها على الإقدام على ما ستقوم به على أي حال. لذا فإن منح الائتمان للاستثمارات التي تفوق مثلاً 80 بالمئة من الاستثمارات التي نفذتها الشركة في السنتين الأخيرتين يزيد كفاءة الأموال وفعاليتها.

### التخفيضات الضريبية غير الفعّالة

لم يكن حجم برنامج الحوافز وتوقيته الأمرين اللذين لم يفيا بالمطلوب فحسب. فقد خُصّص ثلث الحوافز تقريباً للتخفيضات الضريبية، وثمة خطر بالأ يتسم قسم كبير منها بالفعالية. لم تنجح التخفيضات الضريبية التي أجراها الرئيس بوش في شباط/فبراير 2008 بسبب انّخار قسم كبير منها، وهناك أسباب كافية للاعتقاد بأن الأمور لن تكون مختلفة كثيراً في هذه التخفيضات الضريبية، حتى إذا صمّمت لتشجيع المزيد من الإنفاق.

كان الأميركيون يواجهون تهديد الدين، بالإضافة إلى المخاوف بشأن أعمالهم ومستقبلهم. ويدرك من لديهم الاستعداد للاستدانة أنهم قد لا يتمكنون من اللجوء إلى بطاقات الائتمان عند الحاجة في ظل تشدّد بيئة الائتمان. ونتيجة لذلك، من المرجّح أن يقرّروا انّخار قسم كبير من الأموال التي يحصلون عليها على المدى القريب. ومثل هذا السلوك مفهوم لكنه يقوّض الهدف من الحوافز، أي زيادة الإنفاق. التخفيض الضريبي يزيد الدين القومي، لكن ليس هناك ما يبرّره على المدى القصير أو الطويل<sup>(25)</sup>.

من أقسام برنامج الحوافز الأخرى الاقتراض مقابل المستقبل: لقد ساعد برنامج النقود مقابل السيارات في حفز الطلب على السيارات، لكن السيارات التي اشترت بسبب البرنامج سيارات لن تشتري في المستقبل - وتلك استراتيجية قد تكون منطقية إذا دام التراجع ستة أشهر فقط لكنها ذات مخاطر كبيرة بالنظر إلى عدم اليقين الذي يكتنف مدة الأزمة. تبين أن المخاوف مبرّرة: عزّز البرنامج مشتريات السيارات في صيف سنة 2009، لكن على حساب المشتريات في الخريف. ويجسّد برنامج النقود مقابل السيارات أيضاً الإنفاق ذا الهدف الرديء -

ثمة طرق لإنفاق المال يمكن أن تقدّم حافزاً أكبر للاقتصاد على المدى القصير وتساعد في إعادة هيكلة الاقتصاد بطرق يُحتاج إليها على المدى الطويل.

هناك أيضاً أمر غريب بشأن التخفيضات الضريبية وبرنامج النقود مقابل السيارات: لم تكن المشكلة أن الأميركيين كانوا قليلي الإنفاق قبل الأزمة، بل أنهم مفرطون في الاستهلاك. ومع ذلك جاء الردّ على الأزمة ليشجّع الناس على مزيد من الاستهلاك. وذلك أمر مفهوم نظراً للتراجع الحاد للاستهلاك، لكن كان يجب ألا يتركّز الاهتمام كثيراً على محاولة تشجيع مزيد من الإنفاق الاستهلاكي فيما هناك حاجة إلى مزيد من الاستثمار لتحقيق النموّ على المدى الطويل.

### العواقب

عندما انتهى الربيع ودخل صيف سنة 2009 واستمر نموّ أعداد العاطلين عن العمل، تعالت الأصوات بأن الحوافز لم تنجح. لكن المقياس الحقيقي للحوافز ليس المستوى الفعلي للبطالة، وإنما ما ستكون عليه البطالة من دون الحوافز. لقد أوضحت إدارة أوباما دائماً أنها ستستحدث نحو ثلاثة ملايين فرصة عمل أكثر مما سيستحدث بخلاف ذلك. لكن الاقتصاد أصيب بصدمة شديدة جداً من جرّاء الأزمة المالية بحيث إن حوافز أوباما المالية الضخمة في الظاهر لم تكن كافية.

في حين أن معظم الاقتصاديين كانوا مقتنعين بأن الحوافز ضرورية وأنها تحقّق نجاحاً - مع أن من الأفضل لو كانت أكبر - فقد ظهرت بعض الأصوات المعارضة. حاول بعض المحافظين إعادة كتابة التاريخ للإيحاء بأن الإنفاق الحكومي لم ينجح إبان الكساد العظيم<sup>(26)</sup>. لم تُخرج الحوافز البلد من الكساد العظيم بطبيعة الحال - لم تتغلّب الولايات المتحدة على الكساد حتى وقوع الحرب العالمية الثانية. لكن السبب هو تذبذب الكونغرس وإدارة روزفلت. لم تكن الحوافز قوية دائماً. وكما في هذه الأزمة، فإن الإنفاق الفيدرالي يعوّض جزئياً انخفاض إنفاق الولايات. إن الاقتصاد الكينزي الواسع النطاق في زمن السلم لم

يجرّب البتة في الواقع. لكن الإنفاق الحكومي في زمن الحرب نجح في إعادة الاقتصاد إلى العمالة الكاملة - وبسرعة كبيرة. بعد إقرار حوافز أوباما، رأى النقاد أيضاً أن الاقتصاد الكينزي ثبت خطؤه على محك التجربة<sup>(27)</sup>. لكنه لم يختبر - وكل الأدلة تبين أن الحوافز حسّنت الأمور.

هناك ثلاثة أسباب لعدم احتمال نجاح الحوافز - غالباً ما يثير أحدها علماء الاقتصاد الأكاديميين، وهو يظهر مقدار ابتعادهم عن الواقع - لكن الاثنين الآخرين يثيران مخاوف حقيقية. يرى بعض الاقتصاديين أن لجوء الحكومات إلى العجز يحفز الأسر على الانخار، لعلمهم أن عليهم أن يسدّوا الدين عبر رفع الضرائب. ووفقاً لهذه الرؤية فإن انخفاض إنفاق الأسر يعادل تماماً ارتفاع الإنفاق الحكومي. يدرّس التكافؤ الريكاردي، كما يسمّي علماء الاقتصاد هذه الظاهرة، في جميع كليات الاقتصاد في البلاد. وهو أيضاً هراء محض. فعندما خفّض الرئيس بوش الضرائب في سنوات العقد الأولى، انخفضت معدّلات الانخار في الواقع. ففي عالم الاقتصاد، لا تكون الأمور مثلما تبدو البتة. يرى المدافعون عن التكافؤ الريكاردي أن الانخار كان يمكن أن يهبط أكثر لو لم تحدث التخفيضات الضريبية. ويعني ذلك أن معدّلات الانخار الأميركية قبل الأزمة كانت سالبة بعدة نقاط مئوية.

غالباً ما يتوسّل المحافظون التكافؤ الريكاردي كحجّة مضادّة لزيادة النفقات أكثر من توسّله لمعارضة التخفيضات الضريبية. وترى هذه النظرية أن لا شيء يجدي كثيراً في الواقع. إذا زادت الحكومة الضرائب، فسيتكيّف الناس وينفقون اليوم مثلما ينفقون بخلاف ذلك، لعلمهم أنهم سيدفعون ضرائب أقلّ في المستقبل.

تستند هذه النظريات إلى افتراضات بسيطة قبلتها كليات الاقتصاد التي لعبت دوراً كبيراً في إحداث الأزمة الراهنة. اثنان من هذه الافتراضات مألوفان لكنهما خاطئان: الأسواق والمعلومات الكاملة. في هذا السيناريو، يستطيع الجميع اقتراض قدر ما يريدون. إذا رفعت الحكومة الضرائب، فلن يجد من يريدون زيادة الإنفاق على نحو موازن مشكلة في الذهاب إلى مصرف ما واقتراض المال -

بالسعر الذي تقتضيه به الحكومة (مع تعديل مناسب يأخذ خطر التخلف عن السداد في الحسبان). ثمة افتراضان غريبان: أن الأفراد يعيشون إلى الأبد، وأن إعادة التوزيع لا تهم. إذا عاش الناس إلى الأبد، فليس في وسعهم الهرب من سداد ما يقتضونه اليوم، لكن هذا الجيل يستطيع في الواقع تمرير عبء ما يقتضيه اليوم إلى الأجيال القادمة، ما يمكن الجيل الأكبر من استهلاك أكثر مما يستطيعون بخلاف ذلك. وفي هذه النظرية الغريبة، مع أن المسنين الفقراء قد ينفقون جزءاً من دخلهم المحدود يفوق ما ينفقه متوسطو العمر الأثرياء، فإنه لن يكون لإعادة توزيع الدخل من الأثرياء إلى الفقراء تأثير كبير على الاستهلاك الإجمالي. لكن من المرجح أن ترتفع مدخرات الأسر في الواقع في هذا الركود سواء أزدادت الحكومة العجز أم لا، ومن غير المرجح أن يتأثر معدل الاتّخار كثيراً بحجم العجز.

عندما تقتضيه الحكومة المزيد، يثور خوف أكثر خطورة من أن يشعر المقرضون بالقلق بشأن ما إذا كانت الحكومة ستمتكن من السداد. وهذا الخوف معروف جيداً في البلدان النامية لأنها عالقة بين المطرقة والسندان. فإذا لم تنفق المال للتحفيز، سيضعف الاقتصاد ويطالب المقرضون بأسعار فائدة أعلى. وإذا أنفقت المال للتحفيز، تزداد مديونيتها ويطالب المقرضون بأسعار فائدة أعلى. لم تصل الولايات المتحدة (بعد) إلى هذه المرحلة الحرجة. وإنني أرى أن الفوائد الراهنة للحوافز قوية جداً بحيث تتفوق على هذه المخاطر البعيدة المدى.

من المخاوف ذات الارتباط الوثيق أن المستثمرين سيشعرون بالقلق من التضخم في المستقبل. وقد عبّرت البلدان التي تقرض الولايات المتحدة عن قلقها من وجود حافز "لإحداث تضخم هائل يذهب بالقرض"، أي يقلل قيمته الحقيقية عن طريق التضخم. كما أنهم يخشون من أن يعتقد المستثمرون عند رؤية هذا الدين أن الدولار في خطر، وأن قيمته ستتناقص (مقابل العملات الأخرى). وسواء أكانت هذه المخاوف عقلانية أم لا، فإن وجودها سيرفع أسعار الفائدة على المدى الطويل، ويمكن أن يقلص ذلك الاستثمار ويقلل الزيادة الصافية في الطلب الكلي.



يستطيع مجلس الاحتياطي الفيدرالي، باستخدام السياسة النقدية، أن يوازن إلى حد كبير أي ميل لتزايد الاقتراض الحكومي للتسبب في رفع أسعار الفائدة على المدى القصير على الأقل. لكن الحجم غير المسبوق للأزمة الراهنة والسمة المميّزة لتدابيرها<sup>(28)</sup> قد أدّت إلى بروز مخاوف بشأن قدرتها على "إلغاء" الإجراءات في الوقت الصحيح. وقد حاول مجلس الاحتياطي الفيدرالي إقناع السوق بأنه قادر على ذلك، وضمان عدم ارتفاع التضخم بتشديد السياسة النقدية بالشكل الملائم في الوقت الصحيح. وكما أشرت في الفصل الخامس، ثمة أسباب وجيهة لعدم الثقة في ردّ مجلس الاحتياطي الفيدرالي. وسواء أكانت هذه الاعتقادات مبرّرة أم لا، أو شائعة أم لا، فإنها تضع مجلس الاحتياطي الفيدرالي في موقف حرج: إذا عاد إلى سياسته "العادية" التي تركز على أسعار الفائدة على المدى القصير، فربما ترتفع أسعار الفائدة على المدى الطويل، حتى إذا حافظ على انخفاض أسعار الفائدة على المدى القصير، ما يوهن التعافي.

لكن إذا أنفقت أموال الحوافز على الاستثمارات، فمن غير المرجح أن تظهر هذه التأثيرات المعاكسة، لأن السوق تدرك أن الولايات المتحدة في موقف اقتصادي قوي، لا موقف اقتصادي ضعيف، نتيجة الحوافز. وإذا أنفقت الحوافز على الاستثمار، فسيرتفع جانب الأصول في الميزانية العمومية للبلد بالترافق مع الخصوم، وما من سبب يدعو المقرضين إلى القلق، وما من سبب يدعو إلى زيادة أسعار الفائدة<sup>(29)</sup>.

إن القلق من نموّ العجز وخروجه عن السيطرة يؤدي إلى مصدر الخوف الحقيقي: الخطر السياسي من ألا تتمكّن الولايات المتحدة من المحافظة على مسارها، مثلما فشلت في ذلك إبّان الكساد العظيم، ومثلما فشلت اليابان في ذلك بعد انفجار فقاعاتها في أوائل التسعينيات (1990يات). هل تواصل الحكومة توفير الحوافز إذا فشل الاقتصاد في تحقيق تعافٍ قوي بعد الجرعة الأولى من الدواء؟ وهل يتّحد من لا يؤمنون بعلم الاقتصاد الكينزي مع صقور العجز في الكونغرس للحثّ على خفض الإنفاق الحكومي؟ إنني أخشى أن يفعلوا ذلك، وإذا فعلوا فربما تتأخّر العودة إلى النموّ القوي.

## الطريق إلى الأمام

بخست إدارتا بوش وأوباما تقدير حدّة الانكماش. واعتقدتا أن توفير المال للمصارف سيعيد العافية إلى الاقتصاد، ويرفع تدفق الائتمان، وينعش سوق العقارات. لذا صُمّمت حوافز أوباما كي تعبر بالبلاد في أثناء حدوث كل ذلك. كان كلٌّ من هذه الافتراضات خاطئاً: استعادة عافية الميزانية العمومية للمصارف لن تعيد الإقراض إلى حالته "السوية". كما إن نموذج الاستهلاك القائم على الدين في الاقتصاد الأميركي انهار بانفجار الفقاعة العقارية، ولن يكون من السهل إصلاحه. بل إن وقف تدهور أسعار العقارات لا يعني أنها ستعود إلى ما كانت عليه. ويعني ذلك أن مصدر الثروة الرئيسي لمعظم الأميركيين - نصيبهم في ملكية بيوتهم - شهد تراجعاً كبيراً إن لم يكن قد تآكل تماماً.

علينا أن نكون مستعدين لجولة ثانية من الإنفاق التحفيزي عند نهاية الجولة الراهنة - التي ساهمت بحدّ ذاتها في نموّ "سلبى". ويجب أن يدرج في الجولة الثانية بعض ما كان يجب أن تشتمل عليه الجولة الأولى (مثل التعويض عن العجز في ضرائب الولايات). علينا الاستعداد لمزيد من الإنفاق الاستثماري في سنة 2011. ربما لا يكون ذلك ضرورياً، لكننا لن نكون جاهزين عندما يحين الوقت إذا لم نبدأ بالاستعداد منذ الآن. إذا أعددنا الآن، يمكننا التراجع إذا تبين أن ذلك غير ضروري. غير أن خيارات إدارتي بوش وأوباما جعلت فرص إقرار حزمة حوافز أخرى صعبة في أحسن الأحوال. وقد بدأت تظهر الآن العواقب غير المواتية لاستراتيجية تحقيق المراد من دون تنظيم التي اتبعها أوباما.

في النهاية يبقى الإنفاق التحفيزي الممولّ بالعجز بمفرده إجراءً تلطيفياً مؤقتاً، وبخاصة مع تصاعد الضغوط بشأن تنامي الدين في العديد من البلدان، بما فيها الولايات المتحدة. يرى النقاد أن البلاد انتقلت من الاستهلاك الخاص الممولّ بالدين إلى الاستهلاك العام الممولّ بالدين. وفي حين أن مثل هذا الإنفاق يمكن أن يساعد في حفز إعادة هيكلة الاقتصاد الضرورية لضمان النموّ على المدى الطويل، فإن قليلاً من الأموال وُجّهت إلى ذلك الهدف - وأنفق الكثير منها بطرق تحافظ على الوضع الراهن.

هناك سياسات أخرى يمكن أن تساعد في استدامة الاقتصاد - والحلول محل فقاعة الاستهلاك الممول بالدين. لاستعادة الاستهلاك الأميركي الإجمالي على أسس مستدامة، لا بدّ من إعادة توزيع واسعة للدخل، ممن يوجدون في الأعلى ويستطيعون الانّخار إلى من يوجد في الأسفل وينفقون كل قرش يستطيعون الحصول عليه. إن فرض مزيد من الضرائب التصاعدية (التي ترفع الضرائب كثيراً على الأغنياء وتخفّض أعباءها عن الفقراء) لا يحقّق ذلك فحسب وإنما يساعد في تثبيت استقرار الاقتصاد أيضاً. إذا رفعت الحكومة الضرائب على الأميركيين ذوي المداخل المرتفعة لتمويل التوسّع في الإنفاق الحكومي - لا سيما على الاستثمار، فسيتوسّع الاقتصاد - يسمّى ذلك "مضاعف الموازنة المتوازنة". يرى علماء اقتصاد العرض، الذين اشتهروا في أيام ريغان، أن مثل هذه الضرائب تثبّط العمل والانّخار وبالتالي تقلّص الناتج المحلي الإجمالي. لكن تحليلهم (إذا كان صحيحاً أصلاً) لا ينطبق إلا على الأوضاع التي يكون فيها العرض محدوداً بالإنتاج؛ وثمة فائض في الطاقة الإنتاجية اليوم والإنتاج محدود بالطلب.

إذا أريد تقوية الاستهلاك العالمي، يجب أن يكون هناك نظام احتياطي عالمي بحيث تستطيع البلدان النامية أن تنفق المزيد وتقلّل من الانّخار<sup>(30)</sup>. على المجتمع تقديم المزيد لمساعدة البلدان الفقيرة، وعلى الصين إحراز نجاح في خفض معدّل الانّخار يفوق ما تحقّق في السنوات الأخيرة. إذا التزم العالم برفع سعر الكربون (ما تدفعه الشركات والأسر مقابل انبعاثات غازات الدفيئة)، فستكبر الحوافز لإعادة تجهيز الاقتصاد. وسيلهم ذلك الابتكارات والاستثمارات في المساكن والمصانع والمعدّات التي تتسم بكفاءة استهلاك الطاقة. لن يحدث أي من هذه الاقتراحات بسرعة على الأرجح، لكن معظم القضايا لم تدخل مرحلة المناقشة حتى الآن.

تواجه الولايات المتحدة والعالم ثلاثة تحديات الآن: استعادة الطلب الكلي المستدام الذي يتميّز بالقوة الكافية لضمان العمالة العالمية الكاملة؛ وإعادة هيكلة النظام المالي بحيث يؤدي الوظائف التي يفترض أن يؤدّيها النظام المالي، بدلاً

من ركوب المخاطر الطائشة قبل الأزمة؛ وإعادة هيكلة اقتصادات الولايات المتحدة وبلدان العالم الأخرى - لتعكس مثلاً التحوّلات في الأفضليات النسبية العالمية والتغيّرات التي طرأت على التكنولوجيا. وقد فشلنا في المجالات الثلاثة فيما كنت أكتب هذا الكتاب. بل إن بحث أي من هذه المشاكل الأساسية قليل جداً بسبب التركيز على الشواغل المباشرة. من الشواغل المركزية لهذا الكتاب أن التدابير التي اتخذناها لإنقاذنا من الوقوع في الهاوية ربما تثبط، في الوقت نفسه، عودتنا إلى النموّ القوي. فقد أبدينا قصر نظر في عملية الإنقاذ، مثلما كانت المصارف قصيرة النظر في الإقراض - وربما نواجه عواقب ذلك بعد مدة طويلة في المستقبل.

يبدو ذلك جلياً على وجه الخصوص في القطاع المالي، الذي كان في قلب العاصفة. تركّز الفصول الثلاثة التالية على محاولات إنقاذ النظام المالي وإنعاشه. وينظر الفصل التالي في سوق الرهن. مع أن الرئيس أوباما أقرّ بصعوبة استعادة عافية الاقتصاد بأكملها ما دام ملايين الأميركيين يواجهون تهديد الاستيلاء على الرهن، فإنه لم يتم صنع الكثير في هذا الشأن: فلا يزال الاستيلاء على القروض بضمان رهن عقاري مستمراً بلا هوادة. ويبدو التباين بين ما تمّ فعله وما كان يجب أن يفعل أكثر وضوحاً في حالة الحوافز. ربما لم تحقّق الحوافز المطلوب، لكنها كانت ناجحة مع ذلك. لكن لا يستطيع المرء منح درجات عالية مماثلة لما تم فعله في مجال الرهن. وستظهر خيبة الأمل الكبيرة عندما يتعلّق الأمر بالمصارف - وهو موضوع الفصلين الخامس والسادس.



## الفصل الرابع

### فضيحة الرهن العقاري

**ستذكر** تعاملات صناعة الرهن في الولايات المتحدة بأنها الفضيحة الكبرى في أوائل القرن الحادي والعشرين. طالما كان تملك البيت أحد أسس الحلم الأميركي ومطمحاً يسعى إليه الجميع في جميع أنحاء العالم. وعندما بدأت المصارف الأميركية وشركات الرهن تعرض رهناً زهيد التكلفة، سارع الكثيرون للحصول على حصة<sup>(1)</sup>. وأقبل ملايين الأشخاص على الاقتراض بضمان رهن عقاري لا يستطيعون احتمال تكاليفه. وعندما بدأت أسعار الفوائد بالارتفاع، فقدوا بيوتهم وكل ما يمتلكون منها<sup>(2)</sup>.

كان لهذه الكارثة الإسكانية تأثيرات متسلسلة في الولايات المتحدة والخارج. فمن خلال عملية تُعرف باسم التسنيذ أو التوريق، قُسمت القروض بضمان رهن عقاري وغُلِّفت وأُعيد تغليفها ونقلت إلى جميع أنواع المصارف والصناديق الاستثمارية في البلد. وعندما انهار البيت الورقي في نهاية المطاف، انهارت معه بعض المؤسسات التي تحظى باحترام كبير: مصرفا ليمان براذرز وبيير ستيرنز وشركة ميريل لينش. لكن الآلام لم تتوقف عند الحدود الأميركية.

فقد تبين أن هذه القروض بضمان رهن عقاري التي تم تسنيدها، وكثير منها بيع في جميع أنحاء العالم، رديئة وألحقت أضراراً بالمصارف والصناديق الاستثمارية في جميع أنحاء العالم، وصولاً إلى شمال النرويج والبحرين والصين. في صيف سنة 2007، التقيت بمديرة صندوق استثماري إندونيسي في مؤتمر نظمته المصرف المركزي الإندونيسي. كانت مصدومة بالخسائر وشعرت بالذنب لأنها كشفت عملاءها أمام السوق الأميركية المهزوزة. وأوضحت أنها اعتقدت أن هذه الأدوات المالية استثماراً جيداً لعملائها لأنها صُنعت في الولايات المتحدة. وأبلغتني أن "سوق الرهن الأميركية كبيرة جداً. ولم يخيّل إلينا البتة أنها ستعرض لمشاكل".

المخاطر المفرطة المصحوبة بالمديونية العالية هي التي أنتجت ما بدا أنه عائدات مرتفعة - وقد كانت مرتفعة مدة من الوقت. اعتقدت وول ستريت أنها بإعادة تغليف القروض بضمان رهن عقاري ونقلها إلى العديد من المستثمرين، فإنها تتقاسم المخاطر معهم وتحمي نفسها. ويمكن استيعاب المخاطر بسهولة عندما تُنقسم على نطاق واسع. لكنّ تسنيد القروض المضمونة برهن عقاري جعلها أكثر خطورة. غير أن المصرفيين الذين أحدثوا هذه المشاكل يقولون الآن إن الخطأ ليس خطأهم بمفردهم. يجسد ديك بارسونز، رئيس مجلس إدارة سيتي غروب، رؤية المصرفيين: "هناك تدني الإشراف الرقابي إلى جانب المصارف، وقد شجّع منح القروض إلى المقترضين غير المؤهلين، وأقبل الناس على الرهن أو الاقتراض بضمان رهن عقاري لا يستطيعون احتماله"<sup>(3)</sup>.

المديرون التنفيذيون، مثل بارسونز، يلقون اللوم على المقترضين لأنهم اشتروا ببيوتاً لا يستطيعون احتمال تكاليفها، لكن العديد من هؤلاء المقترضين كانوا أميين مالياً ولا يدركون ما الذي يقدمون عليه. وينطبق ذلك على وجه الخصوص على سوق الرهن العالية المخاطر التي أصبحت مركز الأزمة. والرهونات العالية المخاطر قروض بضمان رهن عقاري منحت إلى أشخاص أقل استحقاقاً ممن يمنحون رهونات "تقليدية" بسبب تدني دخلهم أو عدم استقراره. وشجّع المقرضون مالكي بيوت آخرين على التعامل مع بيوتهم بمثابة أجهزة

صرّاف آلي، والاقتراض المتكرّر مقابل قيمتها. على سبيل المثال، تعرّض بيت دوريس كانالس لحبس الرهن بعد أن أعادت تمويل بيتها ثلاث عشرة مرة في ست سنوات بقروض بضمان رهن عقاري من دون مستندات تثبت الدخل أو الأصول. وقالت السيدة كانالس، "كانوا يتصلون بي ويقولون، 'هل تحتاجين إلى مال من المصرف؟' وكنت أردّ، 'نعم أحتاج إلى مال من المصرف'". وقد كذبت العديد من النماذج التي قدّمها الوسطاء لصالحها بشأن الدخل الحقيقي للسيدة كانالس<sup>(4)</sup>. وفي بعض الحالات كانت النتائج مميتة بالفعل<sup>(5)</sup>. فوَقعت حالات انتحار وطلاق عندما تبَيّن للمقترضين أن بيوتهم بيعت وهم غافلون. بل إن بعض الأشخاص الذين واطبوا على تسديد دفعاتهم وضرائبهم وجدوا أن بيوتهم وضعت للبيع في المزاد من دون علمهم. ربما تكون القصص المثيرة التي ملأت الصحف الاستثناء، لكنها أحدثت غضباً شديداً: أميركا تواجه الآن مأساة اجتماعية إلى جانب المأساة الاقتصادية. لقد فقد ملايين الأميركيين الفقراء بيوتهم أو ربما يفقدونها - 2.3 مليون أميركي في سنة 2008 فقط وفقاً لإحدى التقديرات. (في سنة 2007، تم اتخاذ تدابير للاستيلاء على رهن 1.3 مليون ملكية عقارية)<sup>(6)</sup> وتوقّع موقع شركة موديز *Economy.com* أن يتخلّف ما مجموعه 3.4 ملايين مالك بيت عن سداد أقساط الرهن في سنة 2009، وأن يفقد 2.1 مليون منهم بيته. ويتوقّع أن يتم الاستيلاء على العقارات المرهونة لملايين آخرين بحلول سنة 2012<sup>(7)</sup>. لقد عرّضت المصارف مدّخرات حياة ملايين الأشخاص للخطر عندما أقنعتهم بتجاوز مواردهم - على الرغم من أن بعضهم لم يكن بحاجة إلى كثير من الإقناع. وبفقدان البيوت، يفقد كثير من الأميركيين مدّخرات حياتهم وأحلامهم بمستقبل أفضل، وتعليم أولادهم، وتقاعد مريح إلى حدّ ما.

في بعض الأحيان يبدو أن الجنود المشاة وحدهم - منشئو الرهن الذين باعوا الرهون العالية المخاطر - هم الذي يتحمّلون اللوم، ومع ذلك يمكنهم الادّعاء بأنهم كانوا يؤدّون عملهم. كان أمامهم هياكل حافزة تشجّعهم على بيع قدر ما أمكن من القروض المضمونة برهن عقاري. وهم يثقون بأن مديريهم لن



يوافقوا إلا على تلك القروض التي تتوافق مع المنطق. ومع ذلك كان بعض صغار الموظفين يعرفون المخاطر المنتظرة. فقد كتبت المقرضة بضمان رهن في كاليفورنيا بارييس ولش إلى الجهات الرقابية الأميركية في كانون الثاني/يناير 2006: "توقعوا السقوط، توقعوا الاستيلاء على الرهن، وتوقعوا قصصاً رهيبية". وبعد مرور سنة، كلفها انفجار الأزمة العقارية وظيفتها<sup>(8)</sup>.

إن الأدوات المالية التي استخدمتها المصارف والمقرضون لاستغلال الفقراء انقلبت عليهم ودمرتهم في نهاية المطاف. فقد صُممت هذه الأدوات لاستخلاص أكبر قدر ممكن من المال من المقرض. ودعمت عملية التسديد الرسوم التي لا تنتهي، وعززت الرسوم التي لا تنتهي الأرباح غير المسبوقة، وحَقَّقت الأرباح غير المسبوقة علاوات لم يُسمع بها من قبل، وأعمى كل ذلك المصرفيين. ربما ساورتهم الشكوك أن ما يحصل لا يمكن أن يصدِّقه عقل - وقد كان كذلك. وربما اشتبهوا بأنه غير مستدام - ومن ثم سارعوا إلى الحصول على قدر ما يستطيعون بأسرع ما يمكن - وقد تبين أنه غير مستدام. لم يتنبَّه بعضهم للإصابات إلا عندما انهار النظام. ومع أن الحسابات المصرفية لكثير من كبار المديرين التنفيذيين في الصناعة المالية تقلَّصت كثيراً، فقد عادت الفوضى على كثير منهم بملايين الدولارات - وفي بعض الحالات بمئات الملايين من الدولارات.

لكن حتى انهيار النظام لم يكبح الجشع. فعندما قدَّمت الحكومة الأموال للمصارف لتعيد رسملتها وضمان تدفُّق القروض، استخدمت المال بدلاً من ذلك لتدفع لنفسها علاوات قياسية - مقابل الخسائر القياسية! فقد تلقَّى تسعة مقرضين فاقت خسائرهم مجتمعة 100 مليار دولار تقريباً 175 مليار دولار من أموال الإنقاذ من خلال برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة، ودفعوا علاوات تقارب 33 مليار دولار، بما فيها مليون لكل من خمسة آلاف موظف تقريباً<sup>(9)</sup>. واستخدمت أموال أخرى لدفع حصص أرباح، يفترض أنها تقاسم للأرباح مع المساهمين. لكن في هذه الحالة لم تتحقَّق أرباح، بل كانت الأموال مجرد مساعدات حكومية.

في السنوات التي سبقت الأزمة، حافظ مجلس الاحتياطي الفيدرالي على انخفاض أسعار الفوائد. لكن الأموال القليلة التكلفة يمكن أن تؤدي إلى ازدهار

الاستثمار في المصانع والمعدات، ونمو قوي، ورخاء مستدام. أما في الولايات المتحدة، وفي كثير من أنحاء العالم، فإنها أدت إلى فقاعة إسكان. ما هكذا يُفترض أن تتصرف السوق. يُفترض بالأسواق أن تخصص رأس المال للاستخدام الأكثر إنتاجية. لكن تكررت تاريخياً الحالات التي قامت فيها المصارف باستخدام أموال الآخرين لركوب مخاطر مفرطة وإقراض من لا يستطيع السداد. تكررت حالات منح مثل هذه القروض ما أحدث فقاعات إسكان. وتلك من الأسباب الموجبة للرقابة.

مع ذلك، في أثناء التوجّه المحموم لإلغاء الرقابة في الثمانينيات (1980يات) والتسعينيات (1990يات) وأوائل هذا العقد، تم التصدي حتى لمحاولات تقييد أسوأ ممارسات الإقراض - مثل الإقراض النهبي في سوق الرهن العالي المخاطر<sup>(10)</sup>. الرقابة تخدم العديد من الغايات. منها منع المصارف من استغلال الفقراء أو غير المتعلمين. ومنها ضمان استقرار النظام المالي<sup>(11)</sup>. تخلّص دعاة إلغاء الرقابة من هذين النوعين من الضوابط، وبذلك مهدوا الطريق أمام المصرفيين للتوصل إلى طرق جديدة لاستغلال مالكي البيوت، وكثير منهم فقراء يشترون بيتاً للمرة الأولى. أنشأت المؤسسات المالية الأميركية العديد من أنواع الرهن العالي المخاطر أو ذي التصنيف الائتماني المنخفض - ابتكارات مصممة لتعظيم الرسوم التي يمكن جنيها. يُفترض بالأسواق المالية الجيدة أن تؤدي ما يُنتظر منها بكفاءة، ويعني ذلك بتكاليف منخفضة، أي رسوم منخفضة. لكن في حين أن معظم العاملين في الاقتصاد يكرهون تكاليف المعاملات، فإن من يمارسون لعبة الرهن (والتمويل على العموم) يحبونها. إنها الوسيلة التي يجنون منها عوائدهم، لذا فإنهم يسعون إلى تعظيمها لا إلى تقليلها.

### المصرفية التقليدية

قبل مجيء الابتكارات الحديثة في التمويل، كان المقرضون يعيشون في عالم بسيط. فهم يقيّمون الملاءة المالية أو الجدارة الائتمانية، ويقترضون، ويراقبون

القروض للثبّت من أن المقرضين منهم أنفقوا المال بالطريقة التي وعدوا بها، ويستردون المال مع الفائدة. وهذا هو بالضبط ما يريده منهم من أئتمنهم على أمواله. الأناس العاديون لا يريدون أن يأخذ أحد أموالهم التي جنوها بكدهم ويقامر بها. كانت العلاقة قائمة على الثقة - الثقة أن المال المودع في المصرف سيعود. لكن في المئة سنة الأخيرة، وقعت العديد من الأحداث التي سارع فيها الناس إلى المصارف لسحب أموالهم لأنهم يخشون ألا يكون لدى المصرف الأموال التي تغطي ودائعهم.

في أواسط الكساد العظيم، في سنة 1933، تدخلت الحكومة وأنشأت المؤسسة الفيدرالية لضمان الودائع تأميناً لها كي يشعر الناس أن أموالهم تحظى بالحماية حتى ولو ثارت شائعات بأن مصرفاً ما يواجه مصاعب. وعندما قدّمت الحكومة هذا الضمان، كان عليها الحرص على ألا تتعرّض لمخاطر غير مبرّرة، مثلما تحرص شركة التأمين من الحريق على تقليص احتمال الخسارة بالحريق بالإصرار على وجود مرشّات في المبنى. وقد فعلت الحكومة ذلك عن طريق مراقبة المصارف، وضمان عدم إفراطها في المخاطرة.

يجب على المصارف أن تتوخّى الحرص لأنها تحتفظ بالقروض التي تنشئها. لذا فإن لديها الحافز للثبّت من أن المقرض قادر على السداد. وللقيام بذلك، عليهم التحقق من دخل المقرض وبناء حافز للسداد. إذا كان المال الذي أقرضه المصرف يساوي 80 بالمئة مثلاً من قيمة البيت ولم يسدّد المقرض دينه، فإنه يمكن ألا يخسر البيت فحسب وإنما المال (20 بالمئة) الذي دفعه مقابل البيت في البيت، أي حصته من الملكية - وهي مبلغ كبير. كما أن احتمال أن تتجاوز نسبة الراهن البالغة 80 بالمئة قيمة البيت ضئيلة للغاية، لذا يتعين أن يهبط السعر 20 بالمئة. يدرك المصرفيون، وهم محقّون في ذلك، أن مخاطر السداد الكبيرة عندما يفوق الدين مقابل رهن البيت القيمة السوقية للبيت، لا سيما بالنظر إلى نظام القروض من دون حقّ الرجوع (nonrecourse loans) المعمول به في أميركا، حيث إذا لم يسدّد المقرض الدين، فإن أسوأ ما يمكن أن يحدث هو أن يخسر بيته<sup>(12)</sup>. ولا يستطيع المقرض الحصول على أكثر من ذلك.

وقد عمل النظام بصورة جيدة. فتراجعت تطلّعات مالكي البيوت إلى امتلاك بيوت كبيرة لأن عليهم تأمين 20 بالمئة من قيمتها للحصول على قرض.

تمكّن النظام المالي الأميركي "المبدع" من نسيان هذه الدروس التي مضى زمن على تعلّمها والدروس الابتدائية في المصرفية. وهناك العديد من الأسباب التي تقف وراء هذا الفقدان للذاكرة. تكرر نسيان هذه الدروس دورياً في الواقع - تميّز العالم بتكرّر الفقاعات العقارية والانهيّارات، وتكرّر إنقاذ المصارف في جميع أنحاء العالم. والفترة الطويلة الوحيدة التي لم تشهد ذلك هي ربع القرن الذي تلا الحرب العالمية الثانية عندما طبّقت الأنظمة الرقابية بفعالية. ربما وفّر ضمان الودائع المدعوم من الحكومة زخماً إضافياً (كما لو أن المصارف بحاجة إليه) للإقراض الرديء والأشكال الأخرى من الإفراط في المخاطرة. فذلك يعني أن الحكومة تتحمّل التكلفة إذا خاطر المصرف وخسر. وإذا كسب المصرف، فإنه يحتفظ بالعوائد الإضافية. (هذا مثال آخر على "المجازفة الأخلاقية"). عندما اقترح ضمان الودائع لأول مرة في أعقاب الكساد، أبدى الرئيس فرانكلين روزفلت قلقاً شديداً بشأن المجازفة الأخلاقية التي ينطوي عليها بحيث تردّد في دعم الفكرة. لكنه اقتنع بأنه يمكن السيطرة على المخاطرة إذا ترافق الضمان مع الرقابة الشديدة<sup>(13)</sup>. لم يكتفِ دعاة الاندفاع الراهن نحو إلغاء الرقابة بنسيان أن الأسواق المالية كرّرت ارتكاب خطيئة الإقراض المفرط الخطورة فحسب، وإنما أيضاً أن حوافز وفرص السلوك السيئ تضاعفت بوجود ضمان الودائع. ومن الملاحظ أن الاندفاع نحو إلغاء الرقابة جاء عندما تزايدت مخاطر الإفراط في المجازفة بفعل المنتجات المالية الجديدة.

هناك أسباب أخرى خلف قرارات المصارف ببدء تقديم قروض شديدة الخطورة والمشاركة في المخاطر المفرطة الأخرى. ففي أعقاب إبطال قانون غلاس - ستيغال في سنة 1999، الذي كان قد فصل بين المصارف التجارية والاستثمارية، تزايدت المصارف الكبيرة ضخامة على ضخامة - وأصبحت أكبر من أن تفشل، وقد عرفت ذلك. كانت تعرف أن الحكومة ستنقذها إذا واجهت مصاعب، وينطبق ذلك على المصارف التي لا تتمتع بضمان الودائع مثل

المصارف الاستثمارية. ثانياً، ثمة حوافز منحرفة لدى صنّاع القرار - المصارف - شجّعت السلوك القصير النظر والمخاطرة المفرطة. فهم لا يعرفون فحسب أن المصرف سيتم إنقاذه إذا واجه مصاعب، وإنما يعرفون أيضاً أنهم سيكونون في وضع ميسور حتى إذا سُمح للمصرف بالفشل. وقد كانوا محقّين.

تزايدت هذه المشاكل تعقيداً لأن نماذج إدارة المخاطر التي تستخدمها المصارف تعاني من العيوب - لم يدرك من يسمّون خبراء في إدارة المخاطر المخاطرة التي يقومون بها. في عالم اليوم المعقّد، تحاول المصارف "المحنّكة" أن تتوخّى مزيداً من الدقّة في تحديد المخاطر التي تواجهها، فهي لا تريد الاعتماد على الأحكام القائمة على الحدس أو الخبرة. إنها تريد أن تعرف مثلاً احتمال فساد مجموعة من القروض بضمان رهن عقاري (أو جزء كافٍ من محفظة قروضها) كافية لتعريض المصرف للخطر. إذا كان من يواجهون المشاكل قلّة، فيمكن إدارة ذلك بسهولة. لكن احتمال أن يواجه كثيرون المصاعب يتوقّف على عدد من المخاطر المختلفة ولكن المترابطة في الغالب: احتمال ارتفاع معدل البطالة أو أسعار الفائدة أو انخفاض أسعار المساكن. إذا عرف المرء احتمالات كل منها، والعلاقات المتبادلة فيما بينها، فإن في وسعه تقدير خطر التخلّف عن سداد رهن معيّن. والأهم من ذلك أن في وسع المرء تقدير احتمالات أن تزيد نسبة القروض السيئة بضمان رهن عقاري على 5 بالمئة مثلاً. وتعتمد هذه النماذج بعد ذلك إلى مقدار ما يستطيع المصرف استعادته من الرهن عند التخلّف عن السداد - قيمة بيع البيت. وعلى ضوء ذلك، يستطيع المرء تقدير احتمالات أن يواجه المصرف مصاعب، وما مقدار ما سيخسره بحيث يعجز عن سداد أموال المودعين. (يمكن استخدام نماذج مماثلة لتقدير خسائر أي مجموعة من القروض بضمان رهن عقاري المجمّعة معاً في أوراق مالية، أو خسائر الأوراق المالية المعقّدة التي أنشأتها المصارف الاستثمارية على أساس الأوراق المالية المضمونة برهن عقاري.) لكن جودة توقّعات النموذج لا تفوق جودة الافتراض التي تشتمل عليها. فإذا أخطأ المرء في تقدير احتمالات انخفاض أسعار المساكن مثلاً، فإن جميع استنتاجات النموذج ستصبح خاطئة.

اعتمدت المصارف على هذه النماذج لتقييم المنتجات التي تشتريها وتبيعها، ولإدارة مخاطرها الإجمالية أيضاً. واعتقدت أن في وسعها عن طريق "الهندسة المالية" ضمان استخدام رأسمالها بأفضل طريقة - ما يسمح لها بالمخاطرة بقدر ما تسمح به الجهات الرقابية. ومن المفارقات أن محاولة استخدام رأس المال المالي بكفاءة هو الذي ساهم في الأزمة التي أدت إلى التقليل الشديد من استغلال رأس المال الحقيقي - رأس المال المادي والبشري.

ربما لا تكون هذه النماذج المعيبة مجرد حادثة: خفّضت مخططات التعويض المشوّهة الحافز إلى وضع نماذج سليمة لإدارة المخاطر. كما أن العديد من المسؤولين عن الأسواق لم تكن لديهم القدرة على الحكم على جودة النماذج من عدمها، رغم أنهم قد يتباهون بذكائهم في إدارة الأعمال وقدرتهم على تقييم المخاطر. وكثير منهم محامون لا يعرفون الرياضيات البارة التي تقوم عليها النماذج.

ثمة اختلاف مهم آخر بين مصرفية الأيام الخوالي الجميلة والمصرفية الحديثة. في الأيام الخوالي، كانت المصارف تحقّق العائد الأقصى على أموالها من الفارق بين سعر الفائدة الذي يحصلون عليه من المقترضين والفائدة التي تدفعها للمودعين. وغالباً لم يكن الفارق كبيراً جداً، ما جعل المصرفية التجارية السوية مربحة ولكن ليس بصورة فاحشة. لكن مع تراخي الرقابة وتغيّر الثقافة، بدأت المصارف تبحث عن طرق جديدة لتحقيق الأرباح. ووجدت الإجابة في كلمة بسيطة: الرسوم.

ثمة بعض العوامل الحاسمة المشتركة في العديد من المنتجات الجديدة "المبتكرة": مع أنها ربما لا تساعد المقترضين في إدارة المخاطر، فإنها مصمّمة لنقل أكبر قدر ممكن من المخاطر بعيداً عن المصارف وتحقيق أكبر قدر ممكن من الرسوم - غالباً بطرق لا يدركها المقترض. وصُمّمت المنتجات أيضاً للالتفاف عند الضرورة على القيود الرقابية والمحاسبية التي ربما تحدّ من الإقراض والمخاطرة.

إن الابتكارات الجديدة المصممة للمساعدة في إدارة المخاطر قادرة على تضخيم المخاطر عند إساءة استخدامها - وذلك ما حصل سواء من خلال العجز أو الحوافز المعيبة. وقد ساعدت بعض الابتكارات المصرفية الجديدة في الالتفاف على الضوابط التي تحاول منعهم من إساءة السلوك: ساعدوا في إخفاء ما يجري وأخرجوا المخاطر من الميزانيات العمومية. قد كانت معقدة وغامضة بحيث إنها حتى لو أرادت الجهات الرقابية أن تؤدي عملها - هذا إذا اعتقدت أن الرقابة ضرورية للمحافظة على الاستقرار - لوجدت صعوبة متزايدة في القيام بذلك.

### انحراف الابتكار ووفرة المنتجات الرديئة

ليس هناك متسع كافٍ لشرح تفاصيل أنواع القروض الكثيرة بضمان رهن عقاري التي استُخدمت في أثناء الازدهار، لكن لنأخذ مثلاً واحداً: الرهن 100 بالمئة الذي تقرض بموجبه المصارف 100 بالمئة أو أكثر من قيمة البيت. الرهن من دون حق الرجوع 100 بالمئة هو ما يدعوه الاقتصاديون عقد خيار. إذا ارتفع سعر البيت، يحتفظ مالك البيت بالفرق. وإذا انخفض لا يخسر أي شيء، يستطيع المقترض تسليم المفتاح إلى المقرض والخروج في أي وقت. وذلك يعني أنه كلما كان البيت أكبر، ازداد المكسب المحتمل للمقترض. لذا شعر مالكو البيوت بإغراء شراء بيوت أغلى ثمناً مما يستطيعون احتماله. وبما أن المصارف ومنشئي الرهن يحصلون الرسوم بصرف النظر عن أي شيء، فلم يكن هناك حافز كبير لديهم لكبح هذا الاستهتار.

لقد كانت القروض بضمان رهن عقاري ذات أسعار الفائدة المنخفضة المؤقتة (التي انفجرت بعد بضع سنوات) القروض بضمان رهن عقاري ذات الأقساط النهائية الكبيرة (رهن قصير الأجل يستفيد من أسعار الفائدة المنخفضة الراهنة على أن يعاد تمويله خلال خمس سنوات) مفيدة جداً للمقرضين. فهي تنطوي على إعادة تمويل متكررة. وعند كل إعادة تمويل، يواجه المقترض مجموعة جديدة من الرسوم، ويحصل منشئ الرهن على مصدر جديد للأرباح. عندما انتهت أسعار الفائدة المنخفضة المؤقتة وارتفعت معدلات الفائدة، شعرت

الأسر التي اقترضت قدر ما تستطيع بضغط شديد عليها لتسديد الدفعات. لكنها عندما سألت المقرضين عن المخاطر المحتملة، أبلغ كثير منها أنه لا موجب للقلق لأن أسعار منازلهم سترتفع قبل انتهاء فترة انخفاض أسعار الفائدة، ما يتيح لهم إعادة التمويل بسهولة - والحصول على بعض المال لشراء سيارة أو الاستثمار بإجازة.

هناك أيضاً قروض بضمان رهن عقاري أتاحت للمقترض اختيار المبلغ الذي يسدّه - لم يكن عليه حتى أن يسدّد مبلغ الفائدة المستحقة كل شهر. وتتسم هذه القروض بسلبية إطفاء الدين (negative amortization) - أي أن المقترض يصبح في نهاية السنة مديناً أكثر مما كان عليه في بدايتها. لكن قيل للمقترض أيضاً إن دينه قد يزيد لكن ارتفاع قيمة المنزل يفوق المبلغ الإضافي الذي يدين به، ومن ثم فإن ثروته سترتفع. كان يجدر بالجهات الرقابية والمستثمرين إثارة الشكوك بشأن رهن 100 بالمئة من قيمة العقار، وكذا القروض بضمان رهن عقاري التي تزيد مديونية المقترض وتلك التي تجبره على إعادة التمويل.

كانت "القروض الكاذبة"، وقد أسميت كذلك إذ لم تكن تتطلب من الأفراد إثبات دخلهم للحصول عليها، من بين أغرب المنتجات الجديدة. وشجّع المقترضون في كثير من الحالات على رفع مداخيلهم. وفي حالات أخرى، قام منظمو القروض برفع المداخيل، ولم يكتشف المقترضون ذلك إلا عند الإغلاق<sup>(14)</sup>. وعلى غرار كل الابتكارات الأخرى، كان ذلك يخدم شعاراً بسيطاً: كلما كبر البيت، ارتفع القرض وتعاضمت الرسوم. ولا أهمية لاحتمال وجود مشكلة على الطريق.

كانت جميع هذه القروض "المبتكرة" بضمان رهن عقاري تعاني من عدة عيوب. أولاً الافتراض أن من السهل إعادة التمويل لأن أسعار المنازل ستواصل الارتفاع بالوتيرة السريعة نفسها. وذلك أمر شبه متعذر من الناحية الاقتصادية. فقد كان الدخل الحقيقي (المعدل بسبب التضخم) لمعظم الأميركيين جامداً - في سنة 2005، سجّل دخل الأسرة المتوسطة (الأسرة التي يحقّ نصف أفرادها دخلاً مرتفعاً ونصفها الآخر دخلاً منخفضاً) تراجعاً قدره 3 بالمئة عما كان عليه في سنة 1999<sup>(15)</sup>. في غضون ذلك، كانت أسعار المنازل ترتفع بوتيرة أسرع



من التضخم أو الدخل الحقيقي. فبين سنتي 1999 و2005، سجّلت أسعار المنازل ارتفاعاً بنسبة 42 بالمئة<sup>(16)</sup>. وذلك يعني بالنسبة للأسرة المتوسطة أن نسبة أسعار المنازل إلى الدخل ارتفعت من 3.72 في سنة 1999 إلى 5.29 في سنة 2005، وذلك أعلى مستوى منذ بدء الاحتفاظ بالسجلات (في سنة 1991)<sup>(17)</sup>.

كما أن سوق القروض الرديئة بضمان رهن عقاري افترضت أن المصارف ستكون مستعدة لإعادة تمويل رهنٍ ما عندما يحين موعد ذلك. ربما توافق على إعادة التمويل، وربما لا توافق. يمكن أن ترتفع أسعار الفائدة، وربما تشدّ شروط الائتمان، وقد ترتفع البطالة - وكل هذه الأمور تشكّل مخاطر على المقرض الذي يتطلّع إلى إعادة التمويل.

إذا اضطر العديد من الأشخاص إلى بيع بيوتهم في الوقت نفسه، بسبب ارتفاع البطالة مثلاً، فإن ذلك سيخفّض أسعار المنازل ويفجّر الفقاعة. وهنا تفاعلت مختلف الأخطاء في القروض بضمان رهن عقاري: إذا أصدر المقرضون رهناً بقيمة 100 بالمئة من العقار (أو إذا ارتفعت قيمة القرض إلى 100 بالمئة بسبب إطفاء الدين السالب)، فلن يكون هناك سبيل لبيع المنزل وتسديد قيمة الرهن. وما من سبيل لتخفيض الحجم إلى منزل تستطيع الأسرة تحمّل تكاليفه سوى التخلف عن التسديد.

إن رئيس مجلس الاحتياطي الفيدرالي آلن غرينسبان، الرجل الذي يُفترض فيه أن يحمي البلد من المخاطرة المفرطة، هو الذي شجّع على ذلك. ففي سنة 2004، ألقى غرينسبان خطاباً شهيراً لاحظ فيه أن مالكي المنازل "ربما كان في وسعهم توفير عشرات آلاف الدولارات لو اختاروا رهناً ذا سعر فائدة قابل للتعديل [يتمّ تعديله عندما تتغيّر أسعار الفائدة] بدلاً من الرهن ذي سعر الفائدة الثابت في العقد الماضي"<sup>(18)</sup>. في الماضي، اختار معظم الأميركيين رهناً طويلاً الأجل (عشرين إلى ثلاثين سنة) ذا سعر فائدة ثابت، حيث لا تتغيّر الأقساط طوال عمر الرهن. ولذلك ميزة كبيرة. تستطيع الأسر تخطيط موازاناتها لأنها تعرف قيمة الأقساط المستحقّة. لكن غرينسبان نصّحهم بخلاف ذلك. وكان

السبب وراء التوفير في الرهن ذي الفائدة المتغيرة مقابل الرهن ذي الفائدة الثابتة واضحاً. أسعار الفائدة الطويلة الأجل تعكس عادة القيمة المتوسطة لأسعار الفائدة (المتوقعة) القادمة. وتتوقع الأسواق عادة أسعار الفائدة في المستقبل للمحافظة على مركزها - إلا في الفترات غير العادية. لكن في سنة 2003، أقدم غرينسبان على أمر غير مسبوق - خفض أسعار الفائدة إلى 1 بالمئة. ولا عجب أن الأسواق لم تتوقع ذلك. ولا عجب أن يكون أداء من قاموا على الرهن ذي سعر الفائدة المتغير أفضل من أداء من تمسكوا بالرهن ذي سعر الفائدة الثابت. لكن عندما وصلت أسعار الفائدة إلى 1 بالمئة، لم يعد أمامها سوى سبيل واحد - الارتفاع. وذلك يعني أن على كل من لديه رهن متغير سعر الفائدة أن يتوقع ارتفاع مدفوعات الفائدة في المستقبل، وربما كثيراً. وقد ارتفعت، إذ تغيرت أسعار الفائدة القصيرة الأجل من 1 بالمئة في سنة 2003 إلى 5.25 بالمئة في سنة 2006.

وهكذا فإن من اتبعوا مبدأ الحصول على أكبر رهن يستطيعون احتمال تكاليفه واجهوا فجأة أقساطاً تفوق قدرتهم على الدفع. وعندما حاولوا بيع بيوتهم، انخفضت أسعار المنازل. وقد عني ذلك لمن لديهم رهن بقيمة 100 بالمئة أن ليس في وسعهم إعادة التمويل، وهم لا يستطيعون سداد ما يدينون به، وليس في وسعهم تحمّل البقاء في مكانهم. ومع تراجع أسعار المنازل، أصبح ذلك ينطبق حتى على المقرضين الذين رهنوا 90 بالمئة من قيمة بيوتهم، وأحياناً 80 بالمئة. فأصبح التخلف عن سداد الأقساط الخيار الوحيد أمام الملايين.

لقد نصح غرينسبان في الواقع البلد باتباع مسار شديد الخطورة. في المملكة المتحدة، بقيت العديد من القروض بضمان رهن عقاري ذات أسعار الفائدة المتغيرة محتفظة بأقساط ثابتة، لذا لم يجبر الأفراد على حبس الرهن. وبدلاً من ذلك، مدّت المصارف المدة التي يسدّد فيها الرهن، على الرغم من أن ذلك لا ينجح مع القروض بضمان رهن عقاري التي تبلغ 100 بالمئة من قيمة العقار ولا يقوم المقرض بتسديد الفائدة المستحقة عليها بأكملها.

عندما استُخدمت مختلف ابتكارات القروض بضمان رهن عقاري معاً -

مثل اجتماع القروض بضمان رهن عقاري ذات الإطفاء السالب للدين مع القروض "الكاذبة" بضمان رهن عقاري بقيمة 100 بالمئة - فإنها أوجدت احتمالاً شديداً لوقوع الضرر. وكما أشرت سابقاً، لم يكن لدى المقرض ما يخسره في الظاهر عند الحصول على أكبر رهن يسمح به المصرف. وبما أن منشئي الرهن يحصلون على رسوم أكبر كلما كبر الرهن، لكنهم لا يتحملون عادة المخاطر إذا لم يسدّد المقرض ما يتوجّب عليه، فإن حوافز منشئي الرهن ومالكي البيوت توافقت بطريقة غريبة جداً. فكلاهما يريد أكبر بيت وأكبر رهن يستطيعان الحصول عليه. وذلك يعني الكذب في كل شيء - الكذب بشأن ما تستطيع الأسرة احتمال تكاليفه والكذب في شأن قيمة المنزل.

يمكن أن يجد منشئ الرهن مقيماً يقدر قيمة بيت يساوي 300,000 دولار بأنه يساوي 350,000 دولار، ويبيع الرهن بقيمة 325,000 دولار مثلاً. في هذا السيناريو، كسب البائع، وكسب سمسار العقارات، وكسب منشئ الرهن، وبدأ أن ليس لدى مالك البيت ما يخسره. وحرصاً على اعتقاد مالك البيت بأن ليس هناك ما يخسره، فإن في وسعه الحصول على عمولة خفية - أي دفعة أولى سالبة<sup>(19)</sup>. من المؤسف، من منظور منشئي الرهن على الأقل، أن بعض مقيمي العقارات اتخذوا موقفاً مهنيّاً ورفضوا تقديم تقييم مضخم. فتمّ التوصل إلى حل سهل: إنشاء شركة تقييم عقارية. ولذلك ميزة إضافية حيث يشكّل طريقة جديدة لتحصيل الرسوم. على سبيل المثال، كان لدى شركة "ولز فارغو" شركة تابعة لإدارة تقييم العقارات تدعى "رلز فالوشن"<sup>(20)</sup>. كما إن إثبات تعمّد تضخيم التقييم في أي حالة صعب في أحسن الأحوال، وبخاصة في ظلّ الفقاعة حيث تشهد الأسعار ارتفاعاً سريعاً. لكن من الواضح أن هناك تعارضاً في المصالح: هناك حوافز للسلوك السيئ. وكان يجدر بالجهات الرقابية أن تدرك ذلك وتضع حداً له<sup>(21)</sup>.

لجأ كثير من مشتري المنازل إلى سمسارة الرهن للحصول على أدنى فائدة ممكنة. وكان يُفترض بهم أن يعملوا لصالح المقرض، لكنهم غالباً ما تقاضوا عمولات خفية من المقرض - وذلك تعارض واضح في المصالح.

وسرعان ما أصبح السماسرة (الوسطاء) جزءاً مهماً من نظام الإقراض النهبي الأميركي. وكان أداء المقترضين بضمانات ائتمانية ضعيفة أسوأ عند اعتمادهم على السماسرة من أدائهم عند التوجّه إلى المقرضين مباشرة: توجّب على من اعتمدوا على السماسرة دفع أقساط فائدة إضافية تتراوح بين 17,000 و 43,000 دولار لكل 100,000 دولار اقترضوه<sup>(22)</sup>. وذلك بطبيعة الحال إلى جانب 1 أو 2 بالمئة من قيمة القرض يتقاضونها من المقترض لأنهم حقّقوا له صفقة جيدة (افتراضياً). والأسوأ من ذلك أن السماسرة حصلوا على أكبر المكافآت لتوجيه المقترضين نحو أخطر القروض بضمان رهن عقاري، والقروض ذات الفائدة القابلة للتعديل مع الغرامة على تسديد القرض المبكر، بل إنهم يحصلون على عمولات خفية عند إقدام المقترض على إعادة التمويل. كما يحصلون على عمولات عندما يقود السمسار المقترض إلى رهن ذي سعر فائدة أعلى مما يستحقون الحصول عليه.

### تجاهل العلامات التحذيرية

كان من المعروف جيداً أن القطاع المالي مشارك في كل هذه الخزعبلات، ويجب أن يكون ذلك تحذيراً للمقترضين، والمستثمرين الذين يشترون القروض بضمان رهن عقاري، والجهات الرقابية. كان عليهم جميعاً أن يعرفوا أن إنشاء الرهن مدفوع بالرسوم: المقترضون مضطرون لإعادة التمويل باستمرار، وعند التمويل تدفع رسوم جديدة - غرامات كبيرة لتسوية الرهن القديم ورسم إضافي عند إصدار الرهن الجديد. يمكن تسجيل الرسوم بمثابة أرباح، والأرباح المرتفعة ترفع أسعار أسهم منشئي الرهن والآخرين في القطاع المالي. (حتى لو تمسك منشئو الرهن برهونهم فإن الإجراءات المحاسبية تعمل لصالحهم. ومع أن في وسع أي عاقل أن يدرك أن من المرجح ألا تسد أقساط العديد من الرهون "المبتكرة"، فإنه لا موجب للإشارة إلى أي من هذه الخسائر المستقبلية إلى أن يتم التقصير في سداد الرهن). إن الابتكار يستجيب للحوافز، والحوافز تدفع إلى إنشاء منتجات تحقق مزيداً من الأرباح الآن، لا إلى منتجات تدير المخاطر بصورة

أفضل. كان يجب أن تشكّل الرسوم والأرباح المرتفعة علامة على وجود شيء ملتوٍ. ثمة ابتكار آخر، التسنييد، جعل حياة منشئي الرهن، والمصارف أيضاً، أكثر حلاوة، لأنه مكّنهم من التمتع بإيرادات الرسوم المرتفعة من دون أي مخاطر في الظاهر.

## التسنييد

كما أشرت من قبل، في الأيام الجميلة الخالية (قبل أن يصبح التسنييد رائجاً في التسعينيات) عندما كانت المصارف مصارف، كانت تحتفظ بالرهن الذي تصدره. وإذا قصر المقرض في السداد، يتحمّل المصرف العواقب. وإذا واجه المقرض مصاعب - كأن يفقد عمله - يمكن أن يساعده المصرف. تعرف المصارف متى تدفع لتمدد فترة الائتمان ومتى يكون عليها الاستيلاء على الرهن، وهو أمر لا تستخفّ به. في التسنييد تُضمّ مجموعة من القروض بضمان رهن عقاري معاً وتباع إلى المستثمرين في أي مكان. وربما لا يكون المستثمرون قد زاروا المجتمعات التي تقع فيها البيوت.

يقدم التسنييد ميزة واحدة كبيرة - تنوع المخاطر وتشاركها. المصارف المحلية تقدّم القروض إلى أفراد المجتمع المحلي، لذا إذا أُغلق مصنع في بلدة، فإن العديد من أفراد المجتمع لن يتمكنوا من تسديد أقساط الرهن ويتعرّض المصرف لخطر الإفلاس. أما في التسنييد، فيستطيع المستثمرون شراء أسهم في مجموعات القروض بضمان رهن عقاري، بل تستطيع المصارف الاستثمارية الجمع بين العديد من مجموعات القروض بضمان رهن عقاري، ما يتيح مزيداً من التنوع للمستثمر. فمن غير المحتمل، كما يقول المنطق، أن تواجه القروض بضمان رهن عقاري في مناطق جغرافية متباينة مشاكل في الوقت نفسه. لكن هناك مخاطر أيضاً. فثمة ظروف عديدة لا يعمل فيها التنوع بصورة مثالية - حدوث زيادة في أسعار الفائدة تثير المشاكل في جميع أنحاء البلد كما أشرت سابقاً<sup>(23)</sup>. كما أن التسنييد يخلق العديد من المشاكل الجديدة. أحدها أنه يخلق عدم التماثل في المعلومات: ما يعرفه مشتري الورقة المالية يقل عادة عما يعرفه

المصرف أو الشركة المنشئة للرهن. وبما أن منشئ الرهن لا يتحمل تبعات أخطائه (إلا على المدى الطويل - من خلال فقدان سمعته)، فإن ما يدفعه إلى إتقان عمله في تقييم الائتمان يعتريه ضعف شديد.

تشمل عملية التسنيد سلسلة طويلة. يقوم منشئ الرهن بخلق القروض بضمان رهن عقاري التي تضمها المصارف الاستثمارية معاً، ثم تعيد توضيها وتحولها إلى أوراق مالية جديدة. تحتفظ المصارف ببعض هذه الأوراق المالية في أوعية استثمارية خاصة بعيداً عن ميزانياتها العمومية، لكن معظمها ينقل إلى المستثمرين، بما في ذلك صناديق المعاشات التقاعدية. لكي تشتري صناديق المعاشات التقاعدية هذه الأوراق المالية، على مديريها التيقن من أن الأوراق المالية التي يشترونها آمنة، وتؤدي وكالات التصنيف دوراً حيوياً في تأكيد سلامتها. وقد أوجدت السوق المالية هيكل الحوافز الذي يضمن أن يؤدي كل المعنيين في السلسلة دوره في الخديعة الكرى بحماسة.

تتوقف عملية التسنيد بأكملها على النظرية الحمقاء الكبيرة التي تفيد بأن هناك حمقى يمكن بيعهم قروضاً رديئة بضمان رهن عقاري والأوراق المالية الخطيرة التي تقوم عليها. لقد فتحت العولمة عالماً من الحمقى. وكثير من المستثمرين في الخارج لا يدركون سوق الرهن الأميركي الغربية، وبخاصة فكرة الرهن من غير حق الرجوع. ومع ذلك لم يردعهم هذا الجهل عن تخاطف هذه الأوراق المالية. وعلينا أن نكون شاكركين. فلو لم يشتري الأجانب الكثير من قروضنا بضمان رهن عقاري، لكانت المشاكل التي تواجه نظامنا المالي أسوأ بكثير بالتأكيد<sup>(24)</sup>.

### الحوافز الملتوية والنماذج المعيبة والسباق نحو القاع

كان على وكالات التصنيف أن تدرك خطر المنتجات التي يطلب منها تأكيد سلامتها. ولو كانت تؤدي عملها لفكرت في الحوافز الملتوية لمنشئ الرهن والمصارف الاستثمارية والمصرفيين، ولأثار ذلك حذرهما.

أبدى بعضهم الدهشة من مقدار ضعف أداء وكالات التصنيف. وقد فوجئت

أكثر بتلك الدهشة. فلدى وكالات التصنيف سجلّ طويل من الأداء الرديء - يرجع إلى ما قبل فضيحتي وورلد كوم وإنرون في أوائل العقد الحالي. ففي أثناء أزمة شرق آسيا في سنة 1997، وُجّه اللوم إلى وكالات التصنيف لأنها ساهمت في نشوء الفقاعة التي سبقتها. فقد واصلت منح دين بلدان مثل تايلند تصنيفاً مرتفعاً حتى قبل أيام من الأزمة. وعندما سحب تصنيفها المرتفع - بتخفيض تصنيف تايلند وجعله دون درجة الاستثمار - أجبرت صناديق المعاشات التقاعدية و"الصناديق الاستثمارية" الأخرى على بيع السندات التايلندية، ما ساهم في انهيار أسواقها وعملتها. لقد وقفت وكالات التصنيف خلف أزمة شرق آسيا والأزمة الأميركية الأخيرة. وبدلاً من تقديم المعلومات التي تساعد السوق في اتخاذ قرارات استثمارية جيدة، فإنها أدركت وجود الخلل عندما توصّلت السوق إلى ذلك - بعد فوات أوان منع صناديق معاشات التقاعد من الذهاب إلى حيث ما كان يجب أن تذهب.

لإيضاح الأداء الضعيف لوكالات التصنيف، علينا العودة إلى الحوافز: إن حوافزها مشوّهة على غرار الجميع في هذا القطاع، كما أن لديها تضارباً في المصالح. فهي تتلقّى الأموال من المصارف التي أنشأت الأوراق المالية المطلوب منها تصنيفها. ربما لم تدرك شركتنا موديز وستاندر أند بورز، وسواهما، المخاطر، لكنهما أدركتا الحوافز. فلديهما حافز لإرضاء من يدفع لهما. وقد فاقم التنافس بين وكالات الائتمان الأمور سوءاً: إذا لم تمنح وكالة تصنيف ما الدرجة المطلوبة، يستطيع المصرف اللجوء إلى غيرها. وذلك سباق نحو القاع<sup>(25)</sup>.

ومما زاد المشكلة تعقيداً أن وكالات التصنيف اكتشفت طريقة جديدة لزيادة دخلها: تقديم الخدمات الاستشارية، مثل كيفية الحصول على تصنيف أفضل، بما في ذلك تصنيف أ أ أ الذي يسعى إليه الجميع. فحصلت على الرسوم بإبلاغ بيوت الاستثمار كيفية الحصول على تصنيف جيد ثم حققت مزيداً من المال عندما منحت تلك الدرجات. وسرعان ما توصّل المصرفيون الأذكى إلى كيفية حصول أي مجموعة من الأوراق المالية على أعلى التصنيفات. في البداية، كانت مجموعات القروض بضمان رهن عقاري تقسّم إلى شرائح.

تذهب الأموال المسددة أولاً إلى الشريحة "الأكثر أماناً" (أو العليا). وبعد دفع ما تستحقه تلك الشريحة، يذهب المال إلى الشريحة التالية، وهكذا. ولا تسدد أموال الشريحة الدنيا إلا بعد حصول الشرائح الأعلى على أموالها كافة. لكن بعد ذلك اكتشف الخبراء الماليون أن الشريحة العليا يمكن أن تحصل على تصنيف أ أ أ إذا قدمت بعض الدخل للشريحة الدنيا في بعض الظروف غير المحتملة، كأن تقصّر أكثر من 50 بالمئة في القروض في المجموعة عن السداد. وبما أن احتمال وقوع مثل هذا الحدث بعيد جداً، فإن هذا "التأمين" لا يؤثر على حصول الشريحة العليا على تصنيف أ أ أ، لكن إذا تم تنظيمه بالشكل الملائم، فربما يساعد في تحسين تصنيف الشريحة الدنيا. وسرعان ما ضُمَّت الشرائح المختلفة في نسيج معقد، بحيث إنه عندما يقع الحادث (المفترض) البعيد الاحتمال، لا تحصل الفئة العليا التي يُفترض أنها تحظى بتصنيف أ أ أ على جميع الأموال الموعودة. باختصار، تقع الخسارة على الجميع وليس على الشرائح الدنيا فحسب.

ثمة سبب آخر يفسر ضعف أداء وكالات التصنيف: أنها استخدمت النماذج الرديئة نفسها التي استخدمتها المصارف الاستثمارية. فقد افترضت مثلاً أن أسعار المساكن لن تتراجع على الأرجح، ومن المؤكد أنها لن تتراجع في العديد من أنحاء البلد في الوقت نفسه. وإذا حدث استيلاء على الرهن، فإنه لن يكون مترابطاً كما توقّع النموذج. وكما أشرت من قبل، إن المقدمة المنطقية للتسديد هي التنويع، لكن لا يعمل التنويع إلا إذا كانت القروض التي تشكّل الورقة المالية غير مترابطة. لكن تفكيرهم تجاهل العناصر المشتركة التي أوجدت فقاعة الإسكان في جميع أنحاء الاقتصاد: تدني أسعار الفائدة، وتراخي الرقابة، والعمالة شبه الكاملة. ويمكن أن يؤثر تغيير أي من هذه العوامل على الأسواق في جميع أنحاء البلد - وفي جميع أنحاء العالم. وذلك هو الفكر السليم حتى لو لم يدركه الجهابذة الماليون، وبما أنه فكر سليم، فإن هناك مخاطر عالية في أن يؤدي انفجار الفقاعة في أحد أنحاء البلد إلى إطلاق تفاعل متسلسل: سيدرك الناس أن الأسعار مضخمة في كاليفورنيا وفلوريدا، وربما يثير ذلك أسئلة بشأن أريزونا أو



ديترويت. لم تركز المصارف الاستثمارية أو وكالات التصنيف التي تخدمها جيداً على هذا الاحتمال، وربما لا يكون ذلك مفاجئاً: ليس لديهما حافز للقيام بذلك، مثلما لديهما الحافز لاستخدام النماذج المعيبة وعدم التشكيك في الافتراضات المربية التي تقوم عليها.

كانت النماذج التي استخدمتها معيبة في نواحٍ أخرى. فالأحداث البعيدة الاحتمال تقع كل عشر سنوات<sup>(26)</sup>. وفقاً للنماذج القياسية، فإن انهيار سوق الأسهم الذي حدث في 19 تشرين الأول/أكتوبر 1987، لا يقع إلا مرة كل 20 مليار سنة، وهي مدة تفوق عمر الكون<sup>(27)</sup>. لكن وقع حادث آخر بعيد الاحتمال بعد عشر سنوات فقط كجزء من الأزمة المالية العالمية في سنتي 1997-1998، وأسقط "إدارة رأس المال على المدى البعيد"، وهو صندوق التحوط الذي تبلغ قيمته تريليون دولار وأنشأه مايرون شولز وروبرت مرتون اللذين كانا قد فازا للتوّ بجائزة نوبل على عملهما بشأن تقييم عقود الخيار. وتبين أيضاً أن النماذج الواسعة الاستعمال تعاني من عيب أساسي - للسبب عينه جزئياً<sup>(28)</sup>. من الواضح أن الأسواق المالية لا تتعلم، كما أن الأشخاص الذي يديرون النماذج لم يتفحصوا التاريخ. ولو فعلوا ذلك، لرأوا أن الفقاعات تنفجر والأزمات تحدث بانتظام. وكانت اليابان آخر اقتصاد كبير يواجه انهياراً عقارياً، وعانت أكثر من عقد من الزمن من بطء النمو نتيجة لذلك. وواجهت كل من النرويج والسويد وفنلندا أزمات مصرفية في نهاية الثمانينيات (1980يات) وبداية التسعينيات (1990يات) ناجمة عن انهيار العقارات.

في الأزمة الحالية وفي أزمة شرق آسيا من قبلها، عهد كثير من الأشخاص، وبخاصة الجهات الرقابية والمستثمرون، بمسؤولياتهم إلى وكالات التصنيف. فمن المفترض أن تجري الجهات الرقابية تقييماً لتعرف هل أفرطت المصارف أو صناديق المعاشات التقاعدية في المخاطرة ما يعرض قدرتها على الوفاء بالتزاماتها للخطر. ويتحمل الأشخاص الذين يديرون أوعية استثمارية مسؤولية استثمارية أمام من يضعون أموالهم معهم. لكن المجموعتين سمحتا لوكالات التصنيف بإصدار الأحكام نيابة عنهما في الواقع.

## عالم جديد ذو بيانات قديمة

رأى المدافعون عن المنتجات المالية الجديدة - جميع من يجنون أموالاً منها، من منشئي الرهن الذين ينتجون رهوناً رديئة، إلى المصارف الاستثمارية التي تقسمها وتوزعها في أوراق مالية جديدة، إلى وكالات التصنيف التي تشهد على سلامتها - أنهم يقومون بإدخال تغيير جوهرى على الاقتصاد. وتلك طريقة لتبرير المداخل المرتفعة التي يحصلون عليها. كانت المنتجات الناشئة شديدة التعقيد بحيث يحتاج التحليل إلى نماذج تقنية حاسوبية لتقييمها. لكن لتقييم المخاطر بحق، لا بدّ لهم من معرفة احتمال انخفاض الأسعار مثلاً بنسبة تفوق 10 بالمئة. وفي مثال آخر على عدم الاتساق الفكري السائد، فإنهم يعتمدون على بيانات سابقة لإجراء مثل هذا التقييم - وذلك يعني أنهم فيما يعلنون عن أن منتجاتهم الجديدة غيّرت السوق، فإنهم يفترضون ضمناً عدم حدوث أي تغيير. لكن توافقاً مع قصر نظرهم، فإنهم لم يوغلوا كثيراً في الرجوع إلى الماضي. ولو فعلوا ذلك، لأدركوا أن أسعار العقارات تهبط، ويمكن أن تهبط في العديد من أنحاء البلد في آن معاً. كان عليهم أن يدركوا أن شيئاً ما قد تغير، لكن إلى الأسوأ - نشأ عدم تماثل جديد في المعلومات، ولم تأخذ المصارف الاستثمارية أو وكالات التصنيف ذلك في الحسبان في نماذجها. وكان يجدر بهم أن يدركوا أن نسبة التخلف عن السداد في القروض "المبتكرة" بضمان رهن عقارى التي سكت حديثاً أعلى من النسبة في القروض التقليدية.

## إعادة التفاوض

وكان مشاكل التسديد لم تكن كافية، فقد أحدثت مشكلة مهمة أخرى تأثيراً قوياً في السنتين الماضيتين. كان للمصارف ذات العلاقات القديمة مع المجتمع دافع لمعاملة المقترضين الذين يواجهون مصاعب معاملة جيدة. إذا كان هناك فرصة جيدة كي يعاود المقترضون استئناف تسديد الأقساط إذا مُنحوا بعض الوقت، فسيمنحهم المصرف الوقت اللازم لذلك. لكن ليس لمالكي القروض بضمان رهن عقارى البعيدين مصلحة في المجتمع أو اهتمام بالحصول على سمعة طيبة

كمقرضين. وتوضح القصة التي أوردتها صحيفة "نيويورك تايمز" في الصفحة الأولى من قسم الأعمال عن زوجين في أركنساس اقترضا 10 ملايين دولار لتوسيع مركز اللياقة البدنية الذي يمتلكانه<sup>(29)</sup>. وعندما تخلفا عن تسديد الأقساط، بيع الرهن إلى مضارب دفع أربعة وثلاثين سنتاً مقابل الدولار. وطالب بالتسديد الكامل في عشرة أيام وإلا استولى على الرهن. وكانا قد عرضا 6 ملايين دولار، إضافة إلى مليون آخر، عندما يبيعان القاعة الرياضية (الجمنازيوم). لكن المضارب لم يكن مهتماً، إذ رأى فرصة للحصول على عائد أكبر من خلال الاستيلاء على الرهن. ومثل هذا الوضع مسيء للمقرض والمقترض والمجتمع، ولا يكسب منه سوى المضارب على الرهن.

لكن التسنيد أيضاً زاد من صعوبة إعادة التفاوض على الرهن عند حدوث المشاكل - مثلاً يحدث في الغالب، وبخاصة مع الحوافز الملتوية التي أفضت إلى ممارسات الإقراض الرديئة<sup>(30)</sup>. فمع بيع القروض بضمان رهن عقاري وإعادة بيعها واختفاء المصرف الودود، كُلف لاعب جديد بمسؤولية إدارة الرهون (جمع الأقساط وتوزيع المال على مالكي الرهون المختلفين)، وهو مخدّم الرهن. ونظراً لأن مالكي الرهون يخشون أن يكون مخدّمو الرهن لينين جداً مع المقترضين، فقد وضعوا قيوداً تجعل إعادة التفاوض أكثر صعوبة<sup>(31)</sup>. وكانت النتيجة حدوث هدر شديد للمال وتعرّض المجتمع لخسائر لا لزوم لها.

زاد شغف الأميركيين بالتقاضي من سوء الأمور. فسيشكو أحدهم أياً يكن موضوع إعادة التفاوض. وأياً يكن من قام بإعادة التفاوض فإنه سيقاضى حتماً لأنه لم يمارس المزيد من الضغط على المقترض التعس. وقد زاد القطاع المالي الأمريكي من تعقيد هذه المشاكل بإحداث مزيد من تعارض المصالح. في العادة يرهن المقترضون الأميركيون ذوو المديونية العالية بيتهم لأول مرة (مقابل 80 بالمئة مثلاً من قيمة البيت)، ويرهنونه ثانية (مقابل 15 بالمئة من قيمته). لو كان هناك رهن واحد مقابل 95 بالمئة من قيمة البيت، ولو هبطت أسعار المنازل نحو 20 بالمئة، فقد يكون من المنطقي تخفيض الرهن ليعكس ذلك - ومنح المقترض بداية جديدة. لكن بوجود رهنين منفصلين، فإن القيام بذلك يمسح

حامل الرهن الثاني. وقد يكون من الأفضل بالنسبة إليه رفض إعادة هيكلة القرض، إذ ثمة فرصة ضئيلة لتعافي السوق وحصوله على بعض ما أقرضه على الأقل. وهكذا فإن المصلحة في إعادة الهيكلة تختلف اختلافاً بيناً بين حاملي الرهن الأول والثاني - وكذلك الشروط التي يبدیان عندها الرغبة في ذلك. كما أضاف النظام المالي تعقيداً آخر إلى هذه الفوضى: غالباً ما يكون مخدّم الرهن - المسؤول عن إعادة الهيكلة - حامل الرهن الثاني، لذا فإن المسؤولية عن إعادة التفاوض تُمنح في الغالب لأحد الطرفين اللذين لديهما المصلحة. وذلك يعني حتمية رفع دعوى قضائية، وبما أن المحاكم هي الملجأ الوحيد الذي يمكن الرجوع إليه لضمان المعاملة العادلة في مثل هذا العالم المتشابك، فلا عجب أن تواجه اقتراحات منح مخدّم الرهن حصانة قانونية بالمقاومة. لقد استحدث الجهازة الماليون لدينا نسيجاً شديداً التعقيد حتى في هذه المنتجات المالية الأولية، أي الرهن، بحيث لم يعد حلّها مسألة بسيطة.

إذا لم يكن كل ذلك سيئاً جداً، فإن الحكومة منحت في استجابتها للأزمة المصارف حوافز لعدم إعادة هيكلة القروض بضمان رهن عقاري: إعادة الهيكلة تفرض عليهم مثلاً الإقرار بالخسائر التي سمحت لهم المحاسبة الرديئة بتجاهلها مرحلياً. فلا عجب إذاً أن تواجه محاولات إدارتي بوش وأوباما الحية لإعادة هيكلة القروض بضمان رهن عقاري مثل هذا النجاح الضئيل<sup>(32)</sup>.

### إعادة إنعاش سوق الرهن

بما أن الاضطراب في القطاع المالي نشأ مع القروض بضمان رهن عقاري، فربما يعتقد المرء أن من كلّفوا بإصلاح هذه المشكلة سيبدؤون بهذه القروض. لكنهم لم يفعلوا ذلك، ومع تواصل الأزمة في أواخر سنة 2008 و2009، تواصل ارتفاع أعداد العقارات المرهونة التي تم الاستيلاء عليها. وتبيّن أن التقديرات التي بدت عالية من قبل - أن خُمس البيوت المرهونة ستزيد القروض المستحقّة عليها على قيمتها في السوق - ما هي إلا تقديرات محافظة<sup>(33)</sup>.

نتج الاستيلاء على الرهن عن مجموعتين من المقترضين: من لا يستطيع الدفع، ومن اختار عدم الدفع. وليس من السهل دائماً التمييز بين الاثنين. ويستطيع بعض الأشخاص الدفع ولكن بعد تكبد مشقة مالية كبيرة. إن علماء الاقتصاد يحبون الاعتقاد بوجود أشخاص عقلانيين. والخيار الأمثل لكثير من الأميركيين هو التخلف عن السداد عندما تزيد القروض المستحقة على البيت المرهون على قيمته. بما أن معظم القروض الأميركية بضمان رهن عقاري تفتقر إلى حق الرجوع، فإن في وسع المقترض تسليم المفتاح إلى المقرض دون أن يتحمل مزيداً من التبعات. إذا كان جورج جونز يعيش في بيت قيمته 300,000، وقيمة رهنه 400,000 دولار يدفع عليه 30,000 دولار في السنة، فباستطاعته الانتقال إلى البيت المجاور المماثل لبيته وتقليص أقساطه بمقدار الربع. لن يستطيع الحصول على رهن آخر في وسط الأزمة، لكنه يستطيع الاستئجار بطبيعة الحال. (ولعله لن يستطيع تأمين الدفعة الأولى على أي حال بعد أن مُسحت قيمة حصته في ملكية بيته.) انخفض الإيجار في معظم الأماكن أيضاً، لذا فإن الإيجار أصبح منطقياً إلى أن تهدأ الأسواق حتى إذا كان لديه مذكرات لسداد الدفعة الأولى. ربما يتردد بسبب ما يربّته الهروب على سمعته الائتمانية. لكن عندما يتخلف الجميع عن السداد، فستكتم الوصمة على الأرجح - لوموا المصارف على الإقراض السيئ ولا تلوموا المقترض. على أي حال، لكل شخص ثمنه، عندما تصبح التضحيات لتسديد الأقساط كبيرة جداً، فسيتخلف مالك البيت عن السداد.

تقدّم الرئيس أوباما أخيراً باقتراح للتعامل مع مشكلة الاستيلاء على الرهن في شباط/فبراير 2009. وكانت تلك خطوة مهمة في الاتجاه الصحيح لكنها غير كافية على الأرجح لتجنّب حدوث أعداد كبيرة من حالات الاستيلاء على الرهن. قدّمت الخطة مساعدة صغيرة في خفض الأقساط، لم يتم فعل أي شيء بشأن خفض أصل الدين في القروض بضمان رهن عقاري التي تزيد على قيمة العقار المرهون - لسبب وجيه<sup>(34)</sup>. إذا أعيدت هيكلة القروض بضمان رهن عقاري، فعلى المصارف الإقرار بأنها قدّمت قروضاً رديئة، ولا بدّ من أن تفعل شيئاً

لملء الفراغ في ميزانيتها العمومية. (كان أكبر مالكي القروض بضمان رهن عقاري فاني ماي وفريدي ماك اللتين أمتتهما إدارة بوش. ويعني ذلك أن أي استهلاك لأصل الدين - مقابل تمديد فترة سداد الأقساط - سيكون على حساب دافعي الضرائب).<sup>(35)</sup>

من تعقيدات التعامل بالقروض بضمان رهن عقاري الاهتمام بموضوع العدالة: شعر دافعو الضرائب الذين لم يشاركوا في الاقتراض التبذيري أنه يجب عدم حملهم على السداد عن شاركوا. ولذلك رأى الكثيرون وجوب تحميل عبء التعديل للمقرضين: أشرت سابقاً إلى أن القرض صفقة طوعية بين مقترض ومقرض، ويجب أن يكون المقرضون حريصين في المخاطرة. لقد فشلوا في أداء عملهم الذي يحصلون مقابلته على مكافآت جيدة، ويجب أن يتحملوا أعباء ما يترتب على ذلك، على الرغم من أن المقترضين ربما يدفعون ثمناً أعلى نسبياً بتبذد معظم حصّتهم في ملكية بيوتهم.

لكن لم يكن ذلك النهج الذي اتُبع لأن نفوذ المصارف سائد في معظم القرارات التي تتخذها وزارة المال. لكن في هذه الحالة، كان للمصارف ووزارة الخزانة مصلحة مشتركة: خفض أصل الدين يعني إقرار المصارف بالخسارة. كما أن جعل الفجوة في الميزانيات العمومية للمصارف أكثر شفافية يجبرها على رفع إجمالي أصولها مقابل إجمالي خصومها. وبما أن من الصعب على المصارف القيام بذلك بمفردها، فإنها تتطلب مزيداً من المساعدة الحكومية. لكن الحكومة لا تمتلك المال، وبالنظر إلى كثرة الأخطاء في برنامج إعادة الهيكلة، فإن من الصعب حمل الكونغرس على إقرار أي إنفاق إضافي.

وهكذا في أعقاب كلام أوباما القوي عن وجوب التعامل مع مشكلة القروض بضمان رهن عقاري، فإنه لم يقدم حلاً جذرياً. لم تكن التقارير عن البرنامج مشجعة: تم تعديل 651,000 قرض (20 بالمئة) فقط من بين 3.2 ملايين قرض مؤهل لأن يواجه صعوبات بحلول نهاية تشرين الأول/أكتوبر 2009، حتى على أساس التجربة<sup>(36)</sup>. لم تكن جميع القروض مؤهلة للحصول على مساعدة حكومية، ولم تتجنب جميع القروض التي أعيدت هيكلتها الاستيلاء

على الرهن. بل إن أرقام أوباما المتفائلة عن تعديلات القروض قصّرت عن بلوغ ما يعتقد خبراء الإسكان أنه ضروري لتجنّب الإجهاد الشديد في سوق العقارات السكنية<sup>(37)</sup>.

هناك عدة طرق للتعامل مع مشكلة الاستيلاء على الرهن - مثل إنقاذ المقرضين فيما يتم تخفيض قيمة القروض. في غياب القيود على الموازنة والقلق بشأن المخاطر الأخلاقية في المستقبل، يمكن أن يرضي مثل هذا البرنامج الجميع (باستثناء دافع الضرائب العادي). يمكن أن يبقى الأفراد في بيوتهم ويتجنّب المقرضون تلقّي الضربة في ميزانياتهم العمومية. فمعرفة أن الحكومة تولّت رفع المخاطر عن الميزانيات العمومية تساعد في التخفيف من أزمة الائتمان. إن التحدي الحقيقي يكمن في كيفية إنقاذ منازل مئات الآلاف من الأشخاص الذين يمكن أن يفقدوها بخلاف ذلك من دون إنقاذ المصارف التي يجب أن تتحمّل تبعات فشلها في تقييم المخاطر.

لوقف طوفان التخلف عن السداد علينا رفع قدرة الأسرة على الوفاء بأقساط الرهن ورغبتها في ذلك، ومفتاح القيام بذلك هو تخفيض الأقساط. ثمة أربع طرق للقيام بذلك: تمديد فترة سداد الأقساط - جعل الأسر مدينة أكثر في المستقبل، أو تقديم المساعدة للأسر في دفع الأقساط، أو خفض أسعار الفائدة التي يدفعونها، أو خفض الأموال التي يدينون بها.

تحبّ المصارف الخيار الأول - إعادة هيكلة القروض بضمان رهن عقاري، وتمديد فترة سداد الأقساط، وفرض رسم إضافي على إعادة الهيكلة. فليس عليها التخلّي عن أي شيء، بل إنها تحصل على مزيد من الرسوم والفائدة في الواقع. لكنه الخيار الأسوأ للبلد لأنه يؤجّل يوم الحساب. وذلك ما حاولت المصارف فعله بصورة متكرّرة مع البلدان النامية التي تدين أكثر من قدرتها على السداد. والنتيجة وقوع أزمة دين بعد بضع سنوات. غير أن التأجيل كافٍ بطبيعة الحال للمصارف، وبخاصة المسؤولين الحاليين عنها. فإن نضالهم من أجل البقاء والحصول على مهلة قصيرة يستحقّ العناء.

## الفصل 11 الخاص بمالكي البيوت

الخيار الأفضل للبلد هو خفض أصل القرض. فذلك يغيّر الدوافع إلى التخلف عن السداد ويعني خفض عدد القروض بضمان رهن عقاري التي تفوق قيمة الرهن. أما بالنسبة إلى المصارف فإنه يعني التكيّف مع الواقع، ومع أنها أقرضت الأموال على أساس أسعار ضخمتها الفقاعة. وينهي خرافة أنها ستحصل على المبلغ الذي تم إقراضه بأكمله. كما إنه منطقي من وجهة نظر المجتمع.

المصارف مشاركة في مقامرة. إذا لم تعد هيكلة القروض بضمان رهن عقاري، فسيكون احتمال تعافي أسواق العقارات ضئيلاً جداً. وإذا تعافت الأسواق، فستصبح المصارف في وضع جيد - أو في وضع أفضل مما تبدو عليه الحال الآن على الأقل. وحتى إذا تمكّنت من الصمود مدة أطول بقليل، فإن ارتفاع الأرباح الناجمة عن تراجع المنافسة (ب وفاة العديد من المصارف) تعوّض عن الخسائر. لكن التكاليف على المجتمع ستكون كبيرة. فمن المرجّح أن تتراجع الأسعار أكثر من التعافي، وأن تزداد فرص الاستيلاء على الرهن. الاستيلاء على الرهن مكلف للجميع - للمصارف في التكاليف القانونية وسواها، وللأسر، وللمجتمع. الممارسات القياسية تشمل انتزاع كل ما يمكن نقله من البيوت: سيغضب من يفقدون بيوتهم، وبخاصة عندما يشعرون أنهم تعرّضوا للنهب. وسرعان ما تتدهور حالة البيوت الشاغرة وتطلق هبوطاً حلزونياً في المجتمع؛ وتصبح في بعض الأحيان مركزاً لنشاط غير مشروع. على أي حال، عندما تهبط أسعار المنازل في الحي، وتتكاثر القروض بضمان رهن عقاري التي تفوق قيمة العقار المرهون، ترتفع وتيرة الاستيلاء على الرهن. يُعرض البيت للبيع في المزاد عادة، ويستعيد جزءاً من قيمة سعر السوق المنقوص.

يمكن إدراك سبب مقاومة المصارف أي شكل من أشكال خفض أصل الدين - أي برنامج حكومي، وأي برنامج طوعي، وأي برنامج قضائي باللجوء إلى الإفلاس - باستخدام كل القوة السياسية التي تستطيع حشدها. ومن المستغرب أن تصميم بعض عمليات إنقاذ المصارف جعل بعض المصارف مترددة في إعادة هيكلة القروض الرديئة بضمان رهن عقاري. فقد أصبحت



الحكومة ضامناً مضمراً (ظاهراً في حالة سيتي بنك) للخسائر الكبيرة. ويعني ذلك أن الخسائر ستلحق بدافعي الضرائب، في حين يجني المصرفيون المكاسب. لكن إذا لم تتعاف السوق، وتعاضمت الخسائر نتيجة لذلك، فسيتحملها دافعو الضرائب. وقد منحت إدارة أوباما المصارف أسباباً إضافية للمقامرة على الانبعاث.

زادت التغييرات المحاسبية التي أدخلت في آذار/مارس 2009 الأمور سوءاً<sup>(38)</sup>. فقد سمحت هذه التغييرات للمصارف بمواصلة الاحتفاظ بالقروض "الضعيفة" بضمان رهن عقاري (القروض التي يقصر المقترضون في سدادها) من دون تخفيض، حتى عندما اعتقدت السوق أن هناك احتمالاً كبيراً للتخلف عن سدادها، بناء على خرافة الاحتفاظ بها حتى استحقاقها وأن المصارف ستسترد قيمتها كاملة إذا تجاوز المقترضون هذه الفترة الصعبة<sup>(39)</sup>.

نظراً لأن المصارف تتردد في تخفيض أصل القروض بضمان رهن عقاري، فربما يمكن إقناعها بالقيام بذلك من خلال "الفصل 11 الخاص بمالكي البيوت" - إعادة هيكلة التزامات مالكي البيوت الفقراء، بناء على نوع العون المقدم للشركات التي تعجز عن الوفاء بالتزامات ديونها. يقوم الفصل 11 على أن المحافظة على بقاء الشركات مهم جداً لعمال الشركة وأصحاب المصلحة الآخرين. تستطيع إدارة الشركة التقدم باقتراح إعادة تنظيم الشركة، وهو ما تراجع المحاكم. إذا وجدت المحاكم أن إعادة التنظيم مقبولة، يتم إبرؤها من الدين بأكمله أو قسم منه - أي تمنح الشركة بداية جديدة. ويقوم الفصل 11 الخاص بمالكي البيوت على أن منح الأسرة الأميركية بداية جديدة لا يقل أهمية عن منح الشركات بداية جديدة. فلن يكسب أحد من طرد مالكي البيوت من بيوتهم.

غيّرت الولايات المتحدة قوانين الإفلاس في نيسان/أبريل 2005 لزيادة صعوبة إبراء مالكي البيوت من دينهم، وأصبح الإبراء من القرض المقدم للبيوت أكثر صعوبة من الإبراء من القروض الأخرى، مثل قروض اليخوت. وعلى غرار كثير من القوانين التي أقرتها إدارة بوش، أشار اسم القانون إلى ما لا ينطوي

عليه: أُسمي قانون منع إساءة استخدام الإفلاس وحماية المستهلكين. يمكن استقطاع ما يصل إلى ربع الأجر، ومع تدني أجور العديد من الأميركيين - وبخاصة الأميركيين الفقراء الذين نهبتهم المصارف - فإنه يعني إمكانية دفع الكثيرين إلى الفقر<sup>(40)</sup>.

أرادت إدارة أوباما عكس قانون سنة 2005 - لكن المصارف عارضته بطبيعة الحال ونجحت<sup>(41)</sup>. ورأى المصرفيون أن قوانين الإفلاس اللينة تؤدي إلى تزايد التخلف عن السداد وارتفاع أسعار الفائدة، ولم يلاحظوا أن التخلف عن السداد ارتفع بعد إقرار القانون الجديد وأن معظمه غير طوعي<sup>(42)</sup>. إذ هو ناتج عن تعرض الأسرة لكارثة ما - مرض أو فقدان عمل<sup>(43)</sup>. ومن المقولات الأخرى التي ساقتها المصارف لمعارضة الإصلاح أنه سيحقق مكسباً غير منتظر للذين اشتروا بيتاً يضاربون فيه على ارتفاع أسعار البيوت. وهذا الانتقاد غريب بعض الشيء، لأن الجميع في السوق يضاربون على ارتفاع أسعار العقارات. ومع ذلك فإن الحكومة ترغب في إنقاذ المصارف.

هناك طريقة سهلة للالتفاف حول هذه المشكلة، طريقة تجعل الفصل 11 الخاص بمالكي البيوت شبيهاً بالفصل 11 للشركات، حيث يفقد المساهمون (حملة الأسهم) قيمة أسهمهم ويصبح حملة السندات المالكين الجدد. في حالة البيت، يحمل مالك البيت "الأسهم" في حين يكون المصرف حامل السند. وبموجب الفصل 11 الخاص بمالكي البيوت، تنطوي المبادلة بين الدين والملكية على تخفيض قيمة ما يدين به مالك البيت، لكن في مقابل ذلك يذهب جزء كبير من الربح الرأسمالي على البيت إلى المقرض عند بيع البيت في نهاية المطاف. وسيجد من اشترى البيت للمضاربة على الربح الرأسمالي أن مثل هذا الاتفاق غير جذاب. (يشير الاقتصاديون إلى مثل هذا الحكم بأنه أداة اختيار ذاتي).

بوجود الفصل الحادي عشر الخاص بمالكي البيوت، لن يضطر الناس إلى الإجراء الشكلي المعقد للإفلاس وإبراء أنفسهم من جميع ديونهم. سيعامل البيت كما لو أنه شركة منفصلة. ويجب أن تكون هذه المعونة متاحة لمالكي البيوت ذوي الدخل الذي يقل عن عتبة حرجة (لنقل 150,000 دولار) وذوي ثروة دون

عتبة معيّنة لا تتصل بالأسرة أو التقاعد (ربما تتوقف على العمر)<sup>(44)</sup>. يقيم البيت ويخفّض دين الفرد إلى 90 بالمئة مثلاً من مستوى ذلك التقييم (لو أراد المقرض المضي قدماً في الاستيلاء على الرهن، فسيتكبّد تكاليف كبيرة)<sup>(45)</sup>.

### القروض ذات الفوائد المنخفضة

بوجود كل أنواع القروض البارعة التي أشرت إليها سابقاً في هذا الفصل - رهن 100 بالمئة من قيمة العقار، والقروض بضمان رهن عقاري ذات الفائدة المتغيرة، والقرض بضمان رهن عقاري ذات أسعار الفائدة المنخفضة المؤقتة، والقروض السلبية الإطفاء - انتهى العديد من الأميركيين إلى دفع 40 أو 50 بالمئة أو أكثر من دخلهم الشهري إلى المصرف<sup>(46)</sup>. وإذا أُدرجت الفائدة على البطاقات الائتمانية، فسترتفع الأرقام أكثر من ذلك. لقد جهدت العديد من الأسر لتسديد هذه الأقساط، وضحت بكل شيء آخر. لكن غالباً ما كانت مأساة أخرى - صغيرة مثل تعطل السيارة، أو كبيرة مثل مرض أحد أفراد الأسرة - تدفعهم إلى الهاوية.

إن الحكومة تقوم (عبر مجلس الاحتياطي الفيدرالي) بإقراض المصارف المال بفائدة منخفضة جداً. فلم لا تُستخدم قدرة الحكومة على الاقتراض بأسعار فائدة منخفضة لتوفير ائتمان أقل تكلفة لمالكي البيوت المجهدين؟ لنأخذ امراً لديه قرض بضمان رهن بقيمة 300,000 دولار بمعدل فائدة يبلغ 6 بالمئة. ذلك يعني فائدة مقدارها 18,000 دولار في السنة ( $0.06 \times 300,000$ )، أو 1,500 دولار في الشهر، حتى من دون تسديد شيء من أصل الدين. تستطيع الحكومة الآن الاقتراض بمعدل فائدة قريب من الصفر. فإذا أقرضت مالك البيت بفائدة مقدارها 2 بالمئة، تنخفض الدفعات بمقدار الثلثين لتصبح 6,000 دولار. وذلك يخفّض أقساط المنزل من 60 بالمئة من الدخل قبل الضريبة إلى 20 بالمئة بالنسبة لشخص يناضل للمضي لتدبير أموره لدفع ضعفي معدل الفقر، أي 30,000 دولار في السنة. وباستثناء تكلفة إرسال الإشعارات، فإن الحكومة تحقق ربحاً جيداً مقداره 6,000 دولار في السنة مقابل الصفقة. وسيستدّ مالك البيت

الأقساط عندما تكون التكلفة 6,000 دولار، لكنه لن يسدّها عندما تكون 18,000 دولار.

وبما أنه لن يتمّ الاستيلاء على البيت، فستبقى أسعار العقارات قوية، وتتّحسن حالة الحيّ. وسيستفيد الجميع باستثناء المصارف. ستستفيد الحكومة بجمع الأموال (بسبب تراجع احتمال التخلف عن السداد إلى الصر تقريباً) وجميع الفائدة. يوفرّ هذان العاملان قسماً من المبرّر المنطقي لبرامج القروض الحكومية للطلاب والقروض الحكومية بضمان رهن عقاري، ومع ذلك أصرّ المحافظون على عدم انخراط الحكومة في هذه الأنواع من النشاطات المالية - باستثناء منح المال للمصارف. يجب أن يحظى مثل هذا التفكير بوزن قليل الآن: لقد كان أداء المصارف رديئاً في تقييم الائتمان وتصميم الرهن بحيث عرّضت الاقتصاد بأكمله للخطر. صحيح أنهم تفوّقوا في الممارسات النهبية، لكن ذلك لا يوفرّ أساساً للمديح.

قاومت المصارف هذه المبادرة أيضاً لسبب واضح ثانية: فهي لا تريد أن تنافسها الحكومة. لكن لذلك ميزة مهمة ثانية: إذا لم تكن المصارف قادرة على جني النقود "السهلة" باستغلال الأميركيين الفقراء، فربما تعود إلى العمل الصعب الذي كان يفترض بها أن تقوم به طوال الوقت - إقراض المال للمساعدة في إقامة مشاريع جديدة وتوسيع المشاريع القديمة.

### مبادرات التوسّع في ملكية البيوت

رأى المدافعون عن القروض بضمانات رهن عقاري طائشة عالية المخاطر أن هذه المبتكرات المالية تمكّن أعداداً كبيرة من الأميركيين من أن يصبحوا مالكيين للبيوت لأول مرة. وقد أصبحوا مالكيين للبيوت - ولكن لفترة قصيرة جداً، وبتكلفة عالية جداً. وسيكون الأميركيون المالكون للبيوت عند نهاية هذه الأزمة أقل مما كانوا عند بدايتها<sup>(47)</sup>. إنني أعتقد أن هدف توسيع ملكية البيوت جدير بالاهتمام، لكن طريق السوق لم يكن ناجحاً - إلا بالنسبة إلى سماسرة الرهن ومنشئيه والمصرفيين الاستثماريين الذين استفادوا من ورائه.

ثمة مقولة في الوقت الحالي تدعو إلى تقديم مساعدة مؤقتة للأميركيين ذوي الدخل المنخفض والمتوسط لتحمل تكاليف الإسكان. وهناك تساؤل بشأن ما إذا كان تخصيص الموارد الحالية للإسكان، وهو تخصيص مشوه لصالح مالكي البيوت ذوي الدخل المرتفع، ملائماً على المدى الطويل. فالولايات المتحدة تتيح استقطاع الفائدة على الرهن والضريبة العقارية من الضريبة، وبذلك فإن الحكومة تدفع جزءاً كبيراً من تكاليف ملكية البيوت. في ولاية نيويورك على سبيل المثال، تتحمل الحكومة نحو نصف تكلفة فائدة الرهن والضرائب العقارية لدافعي الضرائب ذوي الدخل المرتفع. لكن المفارقة أن ذلك لا يساعد من هم بحاجة ماسة إلى المساعدة.

ثمة علاج بسيط لذلك يقضي بتحويل الرهن الحالي والاقتطاع من ضريبة الملكية إلى خصم ضريبي قابل للتسييل بمعدل فائدة ثابت. (والأفضل أن يكون خصماً ضريبياً تصاعدياً، يمنح الفقراء معدلاً أعلى مما يمنح للأغنياء.) يساعد الخصم الضريبي الموحد الجميع بالقدر نفسه. لنفترض أن الحكومة منحت خصماً ضريبياً مقداره 25 بالمئة على دفعات فائدة الرهن. ويعني ذلك أن الأسرة التي ذكرت أعلاه، والتي تدفع 6,000 دولار كفائدة للرهن في السنة، ستخفض ضريبتها بنحو 1,500 دولار. من المرجح حالياً أن تحصل الأسرة على اقتطاع ضريبي تبلغ قيمته 900 دولار تقريباً. بالمقابل، تحصل أسرة عالية الدخل على اقتطاع ضريبي قيمته 30,000 دولار على قصرها الذي تبلغ قيمته مليون دولار - هدية من الحكومة تساوي دخل أسرة فقيرة بأكمله. باتباع الخصم الضريبي، ستبقى الهدية التي يحصل عليها مالك القصر كبيرة (15,000 دولار)، لكنها ستخفض إلى النصف على الأقل. ويمكن أن يساعد خفض المعونة المقدمة إلى الأميركيين ذوي الدخل المرتفع في دفع المعونة المخصصة للأميركيين الفقراء. وسيزيد الخصم الضريبي بمقدار 25 بالمئة من قدرة كثير من الأميركيين على تحمل تكاليف الإسكان.

ستعارض الأسر ذات الدخل المرتفع وشركات البناء التي تجني الأموال من بناء البيوت التي تكلف مليون دولار مثل هذه المبادرة بطبيعة الحال. وقد تمكنت

هذه الفئات من الغلبة حتى الآن. لكن النظام الحالي غير عادل ولا يتسم بالكفاءة. ويعني أن السعر الفعلي للإسكان الذي يدفعه الفقراء أعلى من السعر الذي يدفعه الأغنياء.

### قروض جديدة بضمان رهن عقاري

لم يقدم القطاع المالي، رغم كل الادعاءات، طرقاً مبتكرة تحوّل المخاطر عن الأميركيين الفقراء إلى من هم أقدر على تحمّل المخاطر. على سبيل المثال، باستخدام القروض بضمان رهن عقاري ذات أسعار الفائدة المتغيرة، لا يعرف الأميركيون الفقراء الذي يناضلون لسدّ احتياجاتهم الأقساط التي عليهم تسديدها من شهر لآخر. غير أن القروض بضمان رهن عقاري ذات أسعار الفائدة المتغيرة يمكن أن تصبح ذات أقساط ثابتة إذا سُمح بجعل استحقاق الرهن (عدد السنوات التي يسدّد فيها) متغيراً.

تقدّم أسواق الرهن الدنمركية بديلاً حقّق نجاحاً كبيراً في ذلك البلد لمدة تزيد على القرنين. فمعدّلات التخلف عن السداد منخفضة، وتضمن المنتجات القياسية المنافسة القوية - حيث تنخفض أسعار الفائدة وتكاليف المعاملات. وتشكّل الأنظمة الصارمة أحد أسباب انخفاض معدّلات التخلف عن السداد في الدنمرك - لا يستطيع المقترضون اقتراض أكثر من 80 بالمئة من قيمة البيت - وعلى منشئ الرهن أن يتحمّل الخسائر الأولى. إن النظام الأميركي يتيح مخاطر الملكية السالبة ويشجّع على المقامرة بالمضاربة. أما النظام الدنمركي فإنه مصمّم لتجنّب الملكية السالبة وردع المضاربة<sup>(48)</sup>. هناك درجة عالية من الشفافية، لذا فإن من يشتري سندات الرهن يكون لديه تقييم دقيق لجودة تقييم الائتمان من قبل كل منشئ للرهن.

لقد كان على الحكومة الأميركية أن تأخذ بصورة متكرّرة زمام المبادرة في ابتكار المنتجات المالية التي تفي باحتياجات المواطنين العاديين. وغالباً ما يدخل القطاع الخاص عندما يثبت نجاحها. ربما تمثل الأزمة الحالية مثلاً آخر

عن قيام الحكومة بأخذ زمام المبادرة بسبب فشل القطاع الخاص في القيام بواجبه.

بالنظر إلى أخطاء القطاع الخاص الكبيرة في الإقراض، فإن فرصة الحكومة ضئيلة في القيام بشيء الآن لتجنّب زيادة مقدار القرض المضمون برهن عقاري عن قيمة المرهون، لكن لا يتم الاستيلاء على جميع العقارات المرهونة عندما تزيد قيمة القرض عن قيمة العقار المرهون. وفي حين يكون هناك حوافز للتخلّف عن سداد أقساط رهن مثل هذه العقارات، فإن الأفراد يهتمون بسمعتهم. ولذلك ربما تساعد أنواع البرامج التي تناولها هذا الفصل: إذا تمكّن الناس من البقاء في بيوتهم والوفاء بسداد أقساط الرهن، فإنهم سيحاولون القيام بذلك.

هناك اقتراحات أخرى تؤثر على الدوافع إلى التخلّف عن الدفع. يدعو أحد الاقتراحات التي طرحها الرئيس السابق لمجلس المستشارين الاقتصاديين للرئيس ريغان، مارتن فلديستين، إلى إحلال قرض حكومي منخفض الفائدة محل 20 بالمئة مثلاً من القرض الحالي بضمان رهن عقاري الذي يدين به الفرد<sup>(49)</sup>. لكن قرض الحكومة لن يكون من دون حقّ الرجوع، إذ على الفرد تسديد ما اقترضه من الحكومة. لكن بما أنه لن (لا يستطيع) يدير ظهره للقرض الذي أخذه من الحكومة، فإنه لن يدير ظهره أيضاً للقرض الذي أخذه من المصرف من دون حقّ الرجوع. وذلك سيجعل التخلّف عن السداد أقل احتمالاً. وسيصبح المقرضون أفضل حالاً - يقدم هذا الاقتراح هدية كبيرة إلى المقرضين، على حساب مالكي المنازل جزئياً، إذ إنهم سيحتّون على مقايضة قرض مع حق الرجوع بقرض من دون حقّ الرجوع. وكما أشرت من قبل، الحصول على قرض من دون حقّ الرجوع مماثل للحصول على خيار - رهان باتجاه واحد يتم فيه التسديد عندما يرتفع سعر البيت، من دون تحمّل المخاطرة الكاملة إذا تراجع السعر. والتحويل من قرض من دون حقّ الرجوع إلى قرض مع حقّ الرجوع يعادل التخلّي عن ذلك الخيار. ومن المرجّح ألا يدرك المقرضون غير المحنّكين مالياً القيمة السوقية لخيارهم ولن يروا سوى الأقساط المنخفضة. وستساعد الحكومة، بمعنى

ما، المصرفيين على الازدواجية وتحرضهم على ذلك، ما لم تبلغ مالكي البيوت بقيمة خيارهم.

غير أن إدخال تعديل على هذا الاقتراح يقلل احتمال الاستيلاء على الرهن ويتجنب في الوقت نفسه تقديم هدية غير مبررة للمقرضين. تستطيع الحكومة تشجيع المقرضين على إعادة شراء عقد الخيار بقيمة السوق العادلة (وبالتالي تقليص عدم اليقين الذي يواجهونه هم والسوق) ويشجع الأسر على استخدام (معظم) الإيرادات لإطفاء قيمة الرهن القائم<sup>(50)</sup>. لنأخذ بيتاً قيمته 300,000 دولار مرهوناً بمبلغ 300,000 دولار ومعرضاً لخطر زيادة قيمة القرض على قيمة المرهون. يحوّل المصرف 60,000 دولار إلى رهن مع حق الرجوع. لنفترض أن قيمة عقد "الخيار" تبلغ 10,000 دولار مثلاً. يستخدم مالك البيت ذلك لسداد قسم ضئيل من الرهن. يزيد من القدرة على تحمّل تكاليف البيت - تنخفض أقساط الفائدة 50 دولاراً في الشهر. لجعل الاتفاق أفضل (للمصرف والمقرض على السواء)، تستطيع الحكومة، التي تدرك المنافع التي يعود بها انخفاض سعر الفائدة على الجميع، أخذ الرهن الذي تبلغ قيمته 60,000 دولار مع حق الرجوع، مقابل فائدة مقدارها 2 بالمئة. وعند جمع ذلك مع الخصم الضريبي بنسبة 25 بالمئة فإنه يعني أن التكلفة التي يتحملها مالك البيت ستنخفض من 18,000 دولار إلى 11,250 دولاراً في السنة. وذلك وضع يكسب فيه الجميع. فانخفاض الأقساط يعني تراجع معدلات التخلف عن السداد. من أسباب الطلب إلى المصارف تنظيف ميزانياتها العمومية أن ذلك يخفّض انعدام اليقين، ما يمكنها من تقديم مزيد من القروض الجديدة. ذلك البرنامج يفعل الشيء نفسه بالضبط، لا عن طريق نقل الخسائر من المصارف إلى دافعي الضرائب وإنما بمساعدة مالكي البيوت. وذلك مثال على اقتصاد تدفق الثروة من الفقراء إلى الأغنياء - بدلاً من اقتصاد تدفق الثروة من الأغنياء إلى الفقراء الذي تحاول الحكومة اتباعه بمساعدة المصارف على أمل أن يحصل مالكو البيوت وبقيّة الاقتصاد على شيء من الانفراج.

أعتقد أن مشكلة الاستيلاء على الرهن ستصبح شيئاً من الماضي إذا اعتمدت الحكومة الاقتراحات البسيطة الواردة في هذا الفصل. لكن من المؤسف



أن إدارة أوباما اتبعت المسار الذي خطته إدارة بوش، ووجَّهت معظم جهودها إلى إنقاذ المصارف. وقد تزايدت مشاكل أسواق الرهن مع أنها قدّمت الأموال إلى المصارف - ما يضمن أن تواجه المصارف مزيداً من المشاكل في الأشهر والسنوات القادمة. لكن الطريقة التي صُمّمت بها عمليات الإنقاذ أعاقَت إعادة هيكلة القروض بضمان رهن عقاري كما سنرى في الفصل التالي، وفشلت في إعادة إطلاق الإقراض - وهو الهدف المزعوم للإنقاذ - وتركت البلد يترزح تحت وطأة دين قومي أكبر بكثير مما لو اتُّبعت نُهج بديلة.

## الفصل الخامس

### السرقه الأميركية الكبرى

**يجب** الاقتصاديون تسمية النظام المصرفي باسم قلب الاقتصاد، فهو يضخ المال إلى الأماكن التي تكون بأمر الحاجة إليه. عندما أصبح النظام المصرفي على شفا الانهيار في خريف سنة 2008، جف الإقراض وتدخلت الحكومة لإنقاذ المصارف. كان ذلك الوقت المثالي لبدء التفكير في تطوير نظام مالي يتسم بكفاءة حقيقية ويوجه رأس المال إلى حيث يُحتاج إليه ويعطي أقصى الإنتاجية، نظام يساعد الأسر والشركات على حدّ سواء في إدارة المخاطر ويقدم أساساً لنظام مدفوعات سريع ومنخفض التكلفة. بدلاً من ذلك شرعت إدارتان رئاسيتان منفصلتان في سلسلة من التدابير لمساعدة النظام المالي من دون إيلاء تفكير كبير في نوع النظام المالي الذي يجب أن يحصل عليه البلد عندما يخرج أخيراً من الأزمة. لم تحلّ هذه التدابير المشاكل الهيكلية للنظام المصرفي. بل إن بعضها زاد الأمور سوءاً. ونتيجة لذلك، ليس هناك ما يضمن أن يقدم النظام الجديد الذي سيخرج من رماد القديم خدمة أفضل من سابقه.

كان على الحكومة الأميركية أن تفكر أيضاً في المساءلة عندما شرعت في

إنقاذ المصارف. وكان يجب أن يحاسب المصرفيون الذين أوقعوا البلد في هذه الفوضى على أخطائهم. لكن بدلاً من ذلك خرجوا بمليارات الدولارات - بل أكثر كما تبين من سخاء واشنطن. الرأسمالية كنظام تتسامح مع ارتفاع مستوى عدم المساواة، وثمة حجة تفسّر وجود مثل هذه اللامساواة: إنها طريقة لتحفيز الناس. فمنح المكافآت المتلائمة مع إسهامات المرء في المجتمع تفضي إلى اقتصاد أكثر كفاءة. لكن الذين كوفئوا جيداً إبان فقاعة الإسكان لم يجعلوا المجتمع أكثر كفاءة. ربما رفعوا أرباح المصارف مؤقتاً، لكن تلك الأرباح كانت سراباً. فقد فرضت في النهاية تكاليف ضخمة على الشعب في جميع أنحاء العالم. لا يمكن أن تنجح الرأسمالية إذا لم تكن المكافآت الخاصة ذات صلة بالعائدات الاجتماعية. لكن ذلك ما حدث للرأسمالية المالية على الطريقة الأميركية في نهاية القرن العشرين وبداية القرن الحادي والعشرين.

في هذا الفصل، أفصّل كيف تعاملت الإدارتان مع الأزمة المالية، وما كان ينبغي لهما أن تفعلوا، والعواقب المحتملة. العواقب الكاملة غير معروفة حتى الآن. لكن إخفاقات إدارتي بوش وأوباما ستكون بالتأكيد من بين أكثر الأخطاء التي ارتكبتها أي حكومة ديمقراطية تكلفة في جميع الأزمنة<sup>(1)</sup>. في الولايات المتحدة، اقترب حجم الضمانات وعمليات الإنقاذ من 80 بالمئة من الناتج المحلي الأميركي، أي نحو 12 تريليون دولار<sup>(2)</sup>. لم يتم استخدام جميع هذه الضمانات، لذا فإن التكلفة التي يتحملها دافعو الضرائب ستكون أقل من ذلك. لكن بالإضافة إلى المبالغ المعلن عنها، هناك مئات المليارات من الهدايا المجانية المستترة. فقد قبل مصرف الاحتياطي الفيدرالي على سبيل المثال ضمانات منخفضة النوعية واشترى قروضاً بضمانات رهن عقاري، وهي معاملات مالية تحمل دافعي الضرائب تكاليف كبيرة بالتأكيد، أو تعرّضهم لمخاطر مرتفعة على الأقل. كما اتخذت عمليات الإنقاذ أشكالاً أخرى، مثل إقراض الأموال بأسعار فائدة تقترب من الصفر للمصارف التي تستطيع استخدامها بعدئذ للمقامرة أو إقراض الشركات الأخرى بأسعار فائدة أعلى بكثير. إن كثيراً من الشركات (أو الأفراد) ستكون شاكرة للحصول على قرض بفائدة قريبة من الصفر - ويمكن أن تحقّق

أرباحاً لا تقل حجماً عما تحقّقه المصارف " الناجحة ". إن هذه هدية ضخمة لكنها خفية على دافعي الضرائب<sup>(3)</sup>.

عندما اندلعت الأزمة المالية، قرّرت إدارة بوش إنقاذ المصرفيين والمساهمين وليس المصارف فحسب. فقدّمت الأموال بطرق غير شفافة - ربما لأنها لا تريد أن يكون الجمهور على معرفة تامة بالهدايا المقدّمة، وربما لأن العديد من المسؤولين كانوا مصرفيين سابقين وانعدام الشفافية طريقتهم المعتادة لأداء العمل<sup>(4)</sup>. قرّرت الإدارة ألا تمارس أي رقابة على متلقّي المبالغ الهائلة من أموال دافعي الضرائب، زاعمة أن القيام بذلك يشكّل تدخلاً في أعمال اقتصاد السوق الحرة - كما لو أن عملية الإنقاذ التي تبلغ قيمتها تريليون دولار متوافقة مع تلك المبادئ. كان لتلك القرارات عواقب متوقّعة ستتكشّف في الأشهر التالية. فقد تصرّف مديرو المصارف كما يُفترض بهم أن يتصرّفوا في نظام رأسمالي - بوحى من مصالحتهم الشخصية - ما يعني الحصول على أكبر قدر من المال لأنفسهم ولمساهميهم. وهكذا ارتكبت إدارتا بوش وأوباما خطأ بسيطاً - لا يغتفر بالنظر إلى ما حصل في السنوات السابقة للأزمة - بافتراض أن سعي المصارف وراء مصالحها الذاتية يتطابق بالضرورة مع ما يخدم المصلحة الوطنية. لكن الغضب الشعبي من إساءة استخدام أموال دافعي الضرائب جعل تقديم مزيد من المساعدة للمصارف أمراً متزايد الصعوبة - وحثّ على تزايد أساليب معالجة المشاكل التي تتسم بقلّة الشفافية وقلة الكفاءة.

ليس من المستغرب ألا تقدّم إدارة أوباما نهجاً جديداً حقاً. وربما يكون ذلك جزءاً من استراتيجية شاملة: توفير الثقة للسوق من خلال الهدوء والاستمرارية. لكن ثمة تكلفة لهذه الاستراتيجية. فمنذ البداية لم تطرح الإدارة الأسئلة الصحيحة بشأن نوع النظام المالي الذي يريده البلد ويحتاج إليه، لأن مثل هذه الأسئلة غير مريحة من الناحيتين السياسية والاقتصادية. لم يكن المصرفيون يريدون الاعتراف بوجود أي خطأ جوهري، ولا الإقرار بالفشل البتة. كما لم يشأ دعاة إلغاء الرقابة والسياسيون الذين يقفون خلفهم الاعتراف بفشل المبادئ الاقتصادية التي دافعوا عنها. بل أرادوا العودة إلى ما كان عليه العالم

قبل سنة 2007، أي قبل الأزمة، مع قليل من التعديل هنا وهناك - فلا يسعهم الادّعاء بأن كل شيء مثالي. كان هناك حاجة إلى إدخال إصلاحات حقيقية ولا تزال - وليس مجرد إصلاحات تجميلية. على سبيل المثال، لقد تعاظمت أهمية النظام المالي بصورة مبالغ فيها ولا بدّ من تصغير حجمه، لكن بعض الأجزاء بحاجة إلى تصغير أكثر من سواها.

لعل إدارة أوباما ستتوصّل إلى الإجابة الصحيحة في نهاية المطاف، بل ربما تتوصّل إليها مع نشر هذا الكتاب. لكن ترتّب على افتقار المسار المتبع حتى الآن إلى اليقين تكاليف عالية. فسيعرّض ميراث الدّين البرامج الاقتصادية والاجتماعية للخطر في السنوات القادمة. بل إن حجم العجز استُخدم في غضون أشهر من عمليات الإنقاذ كعذر لتخفيض نطاق إصلاح الرعاية الصحية. لقد أخذ صقور العجز في أوساط المصرفيين إجازة في أواخر صيف سنة 2008 - عندما قالت المصارف إنها بحاجة إلى مئات المليارات من الدولارات، وُضعت كل المخاوف بشأن حجم العجز جانباً. لكن الصقور عادوا من إجازتهم ما إن اتضح أنه لن يتم الحصول على مزيد من الأموال، مثلما توقّعت أنا وآخرون، واستأنفوا التعبير عن موقفهم المعتاد المعارض للإنفاق، بصرف النظر عن مقدار ارتفاع العوائد. (من المستغرب أن المصرفيين زعموا، عند إطلاق عمليات الإنقاذ، أن الحكومة ستجني عائدات كبيرة من "استثماراتها"، لكنهم استبعدوا هذه الحجة عندما استُخدمت لصالح أشكال أخرى من الاستثمارات الاجتماعية والتكنولوجية وفي البنية التحتية قبل الأزمة. لكن اتضحت الآن ضالّة فرص أن يستعيد دافعو الضرائب ما مُنح للمصارف وانعدام فرص حصولهم على تعويضات مناسبة عن المخاطر التي تحمّلوها، بالطريقة التي يطالب بها المصرفيون لو منحوا الأموال للآخرين).

### كيف قصّر النظام الأميركي عن بلوغ هدفه

يقاس نجاح القطاع المالي في نهاية المطاف في الرفاه الذي يحقّقه للمواطنين العاديين، بسبب توزيع رأس المال بصورة أفضل أو حسن إدارة المخاطر. لكن

على الرغم من كل المباهاة بشأن الابتكار في القطاع المالي المنتفخ، فليس من الواضح أن معظم الابتكارات ساهمت كثيراً في نجاح الاقتصاد الأميركي أو رفع مستويات معيشة الغالبية العظمى من الأميركيين. في الفصل الأخير، على سبيل المثال، بحثت وظيفة توفير المال إلى الشعب لمساعدتهم في شراء البيوت. كان يجدر بالقطاع المالي استخدام عبقريته في استنباط منتجات تساعد الناس في إدارة مخاطر تملك البيوت، مثل تلك الناجمة عن احتمال تغير أسعار الفائدة. وكان يفترض بخبراء المالية أن يدركوا المخاطر - وذلك أحد أسباب حصولهم على مكافآت ضخمة. لكن من الملفت أنهم لم يقوموا بذلك هم أو الجهات الرقابية التي تباهي نفسها بأنها تدرك الأسواق ومعنى المخاطر والكفاءة. وكان يفترض بهم نقل المخاطر من الأقل قدرة على تحملها (مالكي البيوت الفقراء) إلى الآخرين. بيد أن "الابتكارات" حملت هؤلاء المالكين مزيداً من المخاطر بدلاً من ذلك.

يضمّ هذا الكتاب أمثلة كثيرة على ما يمكن وصفه بأنه "عدم اتساق فكري": إذا كانت الأسواق تتسم بالكفاءة، فلن يكسب مالك البيت الكثير في المتوسط من الانتقال من قرض بضمان رهن عقاري ذي سعر فائدة ثابت إلى قرض متغير سعر الفائدة. ومع ذلك فإن رئيس مجلس الاحتياطي الفيدرالي آلن غرينسبان شجّع الناس على اختيار القروض بضمان رهن عقاري ذات أسعار فائدة متغيرة. واعتقد في الوقت نفسه أنها تتسم بالكفاءة (وذلك جزء من المبرر المنطقي لعدم الحاجة إلى الرقابة)، كما اعتقد أن مالكي البيوت يستطيعون، في المتوسط، توفير المال باختيار القروض بضمان رهن عقاري ذات أسعار فائدة متغيرة. اتبع مالكو البيوت المساكين الذين لا يدركون المخاطر نصيحته المرتجلة وذلك مفهوم، لكن قيام خبراء المالية باتباعها أمر يصعب إدراكه.

بإصدار الأحكام بناء على الأداء - لا المقاييس الاصطناعية للأرباح والرسوم، وإنما المقاييس ذات الصلة التي تقيّم مساهمات القطاع في الاقتصاد والرفاه - يمكن القول إن القطاع المالي قد فشل. (بل إنه فشل حتى عند تفحص الأمر من منظور الربحية على المدى الطويل - بعد أن تؤخذ في الحسبان الخسائر الضخمة التي تراكمت بعد انفجار الفقاعة.) لم يكن ما أفضى إلى

القروض الكاذبة، أو القروض 100 بالمئة بضمان رهن عقاري، أو انتشار منتجات أسعار الفائدة المتغيرة ضرباً من العبقرية. فتلك أفكار سيئة تحظرها العديد من البلدان. لقد نتجت عن عدم إدراك جوهر الأسواق (بما في ذلك مخاطر المعلومات غير الكاملة وغير المتماثلة وطبيعة السوق نفسها). كما نتجت عن نسيان دروس النظرية الاقتصادية والتجربة التاريخية أو تجاهلها.

على العموم، مع أن من السهل جداً إيجاد ارتباط بين هذه الارتباطات والإخفاقات الاقتصادية، فمن الصعب الإشارة إلى أي ارتباط واضح بين "ابتكارات القطاع المالي" وتزايد الإنتاجية على سبيل المثال. ثمة جزء صغير من النظام المالي مثل شركات رأس المال المبادر - وكثير منها على الساحل الغربي وليس في نيويورك - لعب دوراً رئيسياً في النمو الاقتصادي بمنح رأس المال (والمساعدة الإدارية) إلى كثير من الشركات الرائدة الجديدة. كما أبلت أجزاء أخرى من النظام المالي بلاء حسناً - مصارف المجتمعات المحلية، والمصارف التعاونية، والمصارف المحلية التي تزود المستهلكين والمؤسسات الصغيرة والمتوسطة بما تحتاج إليه من تمويل.

أما المصارف الكبرى التي تباهي نفسها بأنها "توقفت عن الإقراض" وانتقلت إلى "توضيب الأوراق المالية المعقدة" وبيعها إلى العملاء غير الحذرين، فقد أدت دوراً هامشياً في استحداث الوظائف. كانت مهمة في صفقات بمليارات الدولارات لدمج الشركات الكبيرة معاً، وتفكيكها عندما تفشل. وفي حين أنها ربما لم تؤدّ دوراً كبيراً في استحداث الوظائف والمشاريع، فإنها برعت في تدمير وظائف الآخرين من خلال جهود "خفض التكاليف" التي امتازت بها.

إن قصور النظام المالي يتجاوز الفشل في إدارة المخاطر وتوزيع رأس المال الذي أدى إلى الأزمة. لم تقدّم المصارف الخدمات التي يحتاج إليها الفقراء، ما اضطرهم إلى اللجوء إلى السلف مقابل الراتب والسلف النقدية مقابل شيكات (check-cashing)، ولم تقدّم نظام الدفع الإلكتروني المنخفض التكلفة الذي تحتاج إليه الولايات المتحدة بالنظر إلى التقدم التكنولوجي المتحقق.

هناك عدة أسباب تفسّر لماذا كان أداء النظام المالي سيئاً جداً، وعلينا أن ندركها إذا أردنا إصلاح الأمور. لقد أشارت الفصول السابقة إلى خمسة إخفاقات. أولاً، الحوافز مهمة، لكن ثمة عدم تطابق منهجي بين العوائد الاجتماعية والخاصة. ولن يعمل نظام السوق جيداً ما لم يتم التوفيق بينهما. يساعد ذلك في إدراك لماذا كان كثير من "الابتكارات" التي باهى بها النظام المالي خطوات في الاتجاه الخاطئ.

ثانياً، أصبحت بعض المؤسسات كبيرة جداً بحيث لا يُسمح بإخفاقاتها - كما أن إنقاذها مكلف جداً. وأظهر بعضها أنها كبيرة جداً بحيث تصعب إدارتها. وكما أوضح إدوارد ليدي، وهو من تولّى إدارة المجموعة الأميركية الدولية "إيه آي جي" (AIG) بعدما أنقذتها الحكومة، "عندما لبيت طلب المساعدة وانضمت إلى إيه آي جي في أيلول/سبتمبر 2008، سرعان ما اتضح لي أمر واحد: الهيكل العام للشركة معقّد جداً، وغير عملي البتة، وغامض جداً بحيث تتعذّر إدارة مكوناتها ككيان واحد"<sup>(5)</sup>.

ثالثاً، ابتعدت المصارف الكبرى عن المصرفية القياسية واتجهت نحو التسنيد. للتسنيد بعض الفضائل، لكن تجب إدارته بعناية - وهو أمر لم يدركه العاملون في النظام المالي ودعاة إلغاء الرقابة<sup>(6)</sup>.

رابعاً، سعت المصارف التجارية وراء المخاطر المرتفعة والعوائد الكبيرة بتقليد شركات التمويل الكبرى، لكن لا بدّ أن المصرفية التجارية مملّة. على من يريد المقامرة التوجّه إلى ميدان سباق الخيل أو إلى لاس فيغاس أو أطلنتيك سيتي. هناك تعرف أنك قد لا تسترجع المال الذي دفعته. أما عندما تضع نقودك في المصرف، فأنت لا تريد المخاطرة في ألا تجده عندما تحتاج إليه. يبدو أن العديد من المصرفيين التجاريين عانوا من "حسد صناديق التحوّط". لكن صناديق التحوّط لا تحظى بالضمان الحكومي الذي تحظى به المصارف التجارية. إنها مجال عمل مختلف، وكثير من المصارف التجارية نسي ذلك.

خامساً، نسي كثير من المصرفيين أن عليهم أن يكونوا مواطنين مسؤولين.



يجب ألا يتصيّدوا الفقراء والضعفاء. لقد وثق الأميركيون في أن أركان المجتمع تتحلّى بالضمير الأخلاقي. لكن الجشع الذي تفشّى في البلد تجاوز كل الحدود - بما في ذلك استغلال أضعف من في المجتمع.

### الإنقاذ الذي لم يحدث

رأينا في الفصول السابقة أن الإفلاس سمة رئيسية من سمات الرأسمالية، حيث تعجز الشركات أحياناً عن تسديد ما تدين به للمقرضين. وقد أصبحت إعادة التنظيم المالي حقيقة واقعة في العديد من الصناعات. والولايات المتحدة محظوظة لأن لديها طريقة فعالة جداً لمنح الشركة بداية جديدة - الفصل 11 من قانون الإفلاس الذي تكرر استخدامه من قبل شركات الطيران على سبيل المثال. تواصل الطائرات رحلاتها وتحفظ الوظائف والأصول. يفقد المساهمون عادة كل شيء، ويصبح حملة السندات المساهمين الجدد. وفي ظل الإدارة الجديدة تواصل شركة الطيران عملها متحرّرة من عبء الدين. لا تؤدّي الحكومة دوراً كبيرة في إعادة الهيكلة: تحرص محاكم الإفلاس على معاملة جميع الدائنين بعدالة وعلى ألا تسرق الإدارة أصول الشركة من أجل منفعتها.

تختلف المصارف من ناحية واحدة: للحكومة مصلحة لأنها تضمن الودائع. وكما رأينا في الفصل السابق، فإن ما يدفع الحكومة إلى ضمان الودائع هو المحافظة على استقرار النظام المالي نظراً لأهميته في المحافظة على استقرار الاقتصاد. لكن إذا عانت المصارف من مشاكل، يجب أن يكون الإجراء الأساسي مماثلاً: يفقد المساهمون كل شيء ويصبح حملة السندات المساهمين الجدد<sup>(7)</sup>. وغالباً ما تكون قيمة السندات كبيرة جداً بحيث لا تدعو الحاجة إلى عمل المزيد. على سبيل المثال، كان لدى مصرف سيتي بنك، وهو أكبر المصارف الأميركية حيث تساوي أصوله تريليوني دولار، سندات طويلة الأجل تبلغ قيمتها نحو 350 مليار دولار عند إنقاذه. وبما أنه ليس هناك مدفوعات إلزامية بحقوق الملكية، فلن يضطر المصرف إلى دفع مليارات الدولارات من الفائدة على هذه السندات، لو كان هناك تحويل للدين مقابل حقوق الملكية. إن عدم الاضطرار إلى دفع مليارات

الدولارات من الفائدة يجعل المصارف في موقف أفضل بكثير. في هذه الحالة، لا يختلف دور الحكومة كثيراً عن الدور الإشرافي الذي تؤديه الحكومة في إفلاس أي شركة عادية.

في بعض الأحيان، تكون إدارة المصرف سيئة جداً بحيث يفوق ما تدين به للمقرضين أصول المصرف. (كانت هذه حال العديد من المصارف في كارثة مؤسسات الادخار والإقراض في أواخر الثمانينيات (1980يات) وفي الأزمة الراهنة)؟ عندئذ على الحكومة أن تحترم التزاماتها تجاه المودعين. تصبح الحكومة في الواقع المالك (ربما مالكاً جزئياً)، على الرغم من أنها تحاول عادة بيع المصرف ما إن تجد من يشتريه. بما أن التزامات المصرف الذي يتم إنقاذه تفوق أصوله، فإن على الحكومة أن تدفع عادة للمشتري للقيام بذلك، وبذلك تغلق الفجوة الموجودة في ميزانيته العمومية. تسمى هذه العملية الوصاية<sup>(8)</sup>. يكون انتقال الملكية سلساً عادة بحيث لا يشعر المودعون والعملاء الآخرون بحدوث شيء ما لم يقرؤوا عنه في الصحف. وتقوم الحكومة أحياناً بإدارة المصرف لمدة وجيزة إذا لم يتم العثور على مشترٍ ملائم. (حاول معارضو الوصاية وصم هذا النهج التقليدي بتسميته تأمياً. ورأى أوباما أن هذه ليست الطريقة الأميركية<sup>(9)</sup>). لكنه كان مخطئاً: الوصاية، بما في ذلك احتمال الملكية الحكومية المؤقتة عندما تفشل الخيارات الأخرى، هي النهج التقليدي، ولا سابقة للهبات الحكومية الهائلة المقدمة للمصارف<sup>(10)</sup>. وبما أن المصارف التي استولت عليها الحكومة بيعت دائماً في نهاية المطاف، فقد اقترح بعضهم تسمية العملية خصخصة مسبقة).

تعلم التجربة الطويلة أنه عندما تواجه المصارف خطر الفشل، يمارس مديروها سلوكيات تعرض دافعي الضرائب لمخاطر خسارة مزيد من المال. يمكن مثلاً أن تقوم المصارف برهانات كبيرة: إذا كسبت تحتفظ بالإيرادات، وإذا خسرت لا يهم. فهي خاسرة على أي حال. لذلك توجد قوانين توجب إقفال المصارف أو وضعها تحت الوصاية عندما ينخفض رأسمالها. فمراقبو المصارف لا ينتظرون حتى تذهب كل الأموال. ويريدون التثبت من أن حصول المودع على رسالة مفادها، "لا توجد أموال" عندما يضع بطاقة ائتمانه في مكنة الصراف،

فإن ذلك يرجع إلى عدم وجود أموال كافية في حسابه لا في المصرف. لذا عندما يجد المراقبون أن أموال المصرف انخفضت كثيراً، فإنهم يطلبون منه الحصول على مزيد من رأس المال، وإذا لم يستطع، فإنهم يتخذون مزيداً من الإجراءات من النوع الذي وصفناه للتو<sup>(11)</sup>.

عندما اكتسبت أزمة سنة 2008 زخماً، كان على الحكومة أن تطبق قواعد الرأسمالية وتفرض إعادة تنظيم مالي. إعادة التنظيم المالي - منح بداية جديدة - ليست نهاية العالم<sup>(12)</sup>. بل إنها ربما تمثل بداية عالم جديد، عالم تكون فيه الحوافز أفضل انسجاماً ويستأنف فيه الإقراض. لو فرضت الحكومة إعادة هيكلة مالية للمصارف بالطريقة التي وصفت للتو، لما كان هناك حاجة كبيرة إلى أموال دافعي الضرائب، أو حتى إلى مزيد من التدخل الحكومي. فمثل هذا التحول يزيد القيمة الإجمالية للشركة لأنه يقلص احتمال إفلاسها، وبالتالي لا يوفر تكاليف المعاملات المرتفعة للإفلاس فحسب، بل يحمي أيضاً قيمة المؤسسة المستمرة. ويعني ذلك أنه إذا مُسح المساهمون وأصبح حملة السندات "المالكين" الجدد، فإن توقعات حملة السندات ستكون على المدى الطويل أفضل مما كانت عليه فيما المصرف في حالة انعدام التوازن، لا يعرف إذا كان سيبقى ولا يعرف حجم المساعدة الحكومية أو ما هي شروطها<sup>(13)</sup>.

سيحصل حملة السندات المعنيين بإعادة الهيكلة على هدية أخرى، وفقاً لمنطق المصارف على الأقل. فقد ادّعى المصرفيون أن السوق تبخس القيمة الحقيقية للقروض بضمان رهن عقاري المسجلة في دفاترها (وأصول المصارف الأخرى). ربما كانت الحال كذلك - وربما لا. فإذا لم تكن كذلك، من غير المنطقي على الإطلاق جعل دافعي الضرائب يتحملون تكلفة خطأ المصارف، لكن إذا كانت قيمة الأصول أكثر ارتفاعاً مثلما قال المصرفيون، فسيحصل حملة السندات على هذه الزيادة في القيمة.

رأت إدارة أوباما أن المصارف الكبيرة ليست أكبر من السماح بفشلها فحسب وإنما أكبر من إعادة هيكلتها أيضاً (أو "أكبر من أن تحلّ" كما أشير إلى ذلك لاحقاً)، وأكبر من أن تطبق في حقها قواعد الرأسمالية العادية. إن تعذر

إعادة الهيكلة المالية بسبب ضخامة الحجم تعني أن هناك مصدراً وحيداً للمال إذا وصل المصرف إلى شفير الفشل: دافعو الضرائب. وبموجب هذا المبدأ المبتكر وغير المثبت، ضُخَّت مئات المليارات من الدولارات في النظام المالي. لو كان صحيحاً أن مصارف أميركا الكبرى أكبر من "أن تحل"، فسيكون لذلك عواقب عميقة على تقدّم نظامنا المصرفي - عواقب رفضت الإدارة الاعتراف بها حتى الآن. لو كان حملة السندات مضمونين مثلاً لأن هذه المؤسسات أكبر من إعادة هيكلتها مالياً، فإن اقتصاد السوق لن يتمكن من فرض انضباط فعال على المصارف. فتحصل على رأسمال أرخص مما يجب لأن من يقدّمون رأس المال يعرفون أن دافعي الضرائب سيتحملون الخسائر إذا وقعت. وإذا قدّمت الحكومة ضماناً، صريحاً أو ضمنياً، فإن المصارف لا تتحمل جميع المخاطر المصاحبة لكل قرار تتخذه - المخاطر التي تتحملها الأسواق (المساهمون وحملة السندات) أقل من تلك التي يتحملها المجتمع ككل، ومن ثم فإن الموارد ستذهب إلى المكان الخاطئ. وبما أن المصارف الأكبر من أن تعاد هيكلتها مالياً تستطيع الحصول على الأموال بأسعار فائدة أكثر انخفاضاً مما يجب، فسيصبح اقتصاد السوق بأكمله مشوّهاً. وستكبر على حساب المنافسين الصغار الذين ليس لديهم هذا الضمان. ومن ثم ستنمكّن من السيطرة على النظام المالي بسهولة، لا عن طريق القدرة والعبقرية الكبيرتين بل بسبب الدعم الضمني الذي تقدّمه الحكومة. من الواضح أن هذه المصارف الأكبر من إعادة هيكلتها مالياً لا تستطيع العمل كمصارف عادية تستند إلى السوق.

أعتقد أن كل هذا النقاش بشأن المصارف الأكبر من إعادة هيكلتها لم يكن سوى خدعة فحسب. كان حيلة مأكرة حققت نجاحاً بناءً على إثارة المخاوف. ومثلاً استخدم بوش أحداث 9/11 والخوف من الإرهاب لتبرير كثير مما قام به، استخدمت وزارة الخزانة في إدارتي بوش وأوباما 9/15 - يوم انهيار مصرف ليمان براذرز - والمخاوف من حدوث مزيد من الانهيارات كذريعة للحصول على أكبر مساعدة ممكنة للمصارف والمصرفيين الذين أوصلوا العالم إلى حافة الخراب الاقتصادي.

رأى بعضهم أنه لو قام مجلس الاحتياطي الفيدرالي ووزارة الخزانة بإنقاذ مصرف ليمان برانرز، لأمكن تجنب الأزمة بأكملها. ويعني ذلك ضمناً - يبدو أن إدارة أوباما اعتمدت ذلك - عندما يخامرك الشك قدّم المساعدة الإنقاذية وبمبالغ هائلة. أما التقدير فيعني الحرص على القليل والتبذير في الكثير.

لكن ذلك هو الدرس الخاطئ المستفاد من حادثة مصرف ليمان برانرز<sup>(14)</sup>. فالاعتقاد أنه لو تم إنقاذ مصرف ليمان برانرز لكان كل شيء على ما يرام ما هو إلا محض هراء. لقد كان ليمان برانرز نتيجة لا سبباً: كان نتيجة ممارسات الإقراض المعيبة والإشراف غير الكافي من قبل الجهات الرقابية. ومن المحتم أن يواجه الاقتصاد العالمي مصاعب، سواء أأنقذ ليمان برانرز أم لم ينقذ. قبل الأزمة، كان الاقتصاد العالمي يحظى، كما ذكرت، بدعم الفقاعة والاقتراض المفرط. انتهت هذه اللعبة - وكانت منتهية بالفعل قبل انهيار ليمان برانرز بوقت طويل. لقد سرّع الانهيار بالتأكيد عملية إنقاص نسب المديونية، وكشف على الملأ المشاكل المعتملة منذ مدة، أن المصارف لا تعرف قيمتها الصافية وتعرف بالتالي أن ليس في وسعها معرفة ذلك لأي شركة أخرى يمكن أن تقرضها<sup>(15)</sup>. لو اتبعت عملية أكثر تنظيماً لكانت التكاليف المترتبة عليها أقل على المدى القصير، لكن "التاريخ المغاير للحقائق" يثير المشاكل دائماً. وهناك من يعتقد أن من الأفضل أن يتناول المرء الدواء والفراغ منه، وأن إلغاء التجاوزات ببطء سيستغرق سنيّاً وتكون تكاليفه أكبر. من جهة أخرى، ربما كانت إعادة الرسملة البطيئة للمصارف تحدث بسرعة تفوق سرعة ظهور الخسائر. ويعتبر هذا الرأي أن إخفاء الخسائر عن طريق المحاسبة غير النزيهة (كما في هذه الأزمة، فضلاً عن كارثة المدخرات والقروض في الثمانينيات) لا يساعد في تفريغ الأعراض فحسب، بل إن تخفيض الحمى يمكن أن يساعد في الشفاء. ويرى رأي ثالث أن انهيار مصرف ليمان برانرز أنقذ النظام المالي بأكمله: لولا ذلك لكان من الصعب حشد الدعم السياسي المطلوب لإنقاذ المصارف. (كان من الصعب القيام بذلك أيضاً بعد الانهيار).

حتى لو سلّم المرء أن السماح بانهيار مصرف ليمان برانرز كان خطأ،

فإن هناك العديد من الخيارات بين نهج الشيك على بياض لإنقاذ المصارف الذي اتبعته إدارتا بوش وأوباما في أعقاب 15 أيلول/سبتمبر ونهج هانك بولسون وبن بيرنيك وتيم غيثر الذي سمح بإغلاق مصرف ليمان براذرز والدعاء بأن تنجح الأمور في النهاية.

الحكومة ملزمة بإنقاذ المودعين، لكن ذلك لا يعني أن عليها تقديم أموال دافعي الضرائب لإنقاذ حملة السندات والمساهمين أيضاً. وكما أشير من قبل، الإجراءات القياسية تعني إنقاذ المؤسسة وخسارة المساهمين وتحول حملة السندات إلى مساهمين جدد. لم يكن لدى مصرف ليمان مودعون مضمونون، فهو مصرف استثماري. لكن كان لديه شيء مكافئ تقريباً - اقترض أموالاً قصيرة الأجل من "السوق" من خلال أوراق تجارية تمتلكها صناديق الاستثمار في أدوات السوق النقدية التي تعمل مثل المصارف. (يستطيع المرء كتابة شيكات على تلك الحسابات). ولذلك غالباً ما يسمّى قسم النظام المالي الذي يشتمل على أسواق النقد والمصارف الاستثمارية نظام مصارف الظل. وقد ظهر جزئياً للالتفاف على الأنظمة واللوائح المفروضة على النظام المصرفي الحقيقي - لضمان سلامتها واستقرارها. وقد أطلق انهيار ليمان هجمة على نظام مصارف الظل شبيهة بالهجمات التي كانت تحدث على النظام المصرفي الحقيقي قبل منح الضمان للودائع. ولوقف هذه الهجمة، قدّمت الحكومة ضماناً لنظام مصارف الظل.

يقول معارضو إعادة الهيكلة المالية (الوصاية) للمصارف التي تواجه مشاكل أنه لو لم يكن حملة السندات محميين تماماً، فإن دائني المصارف المتبقّين - الذين يقدمون أموالاً قصيرة الأجل من دون ضمانة حكومية - سيهربون إذا بدت إعادة الهيكلة وشيكة. لكن مثل هذا الاستنتاج يعارض المنطق الاقتصادي. إذا كان هؤلاء الدائنون عقلانيين، فسيدركون أنهم يستفيدون كثيراً من الاستقرار الكبير الذي توفره الوصاية للشركة وتحويل الدين إلى حقوق ملكية. وإذا كانوا راغبين في إبقاء أموالهم في المصرف قبل ذلك، فيجدر بهم أن يصبحوا أكثر رغبة في ذلك الآن. ولو لم تكن الحكومة واثقة بعقلانية هؤلاء الممولين الأنكباء، فإنها ستقدّم ضماناً مع أنها ستفرض قسماً مقابل ذلك. وفي

النهاية لم تعتمد إدارتا بوش وأوباما إلى إنقاذ المساهمين فحسب وإنما قدّمتا الضمانات أيضاً. وقد أفرغت الضمانات الحجة الداعمة للمعاملة الكريمة للمساهمين وحملة السندات الطويلة الأجل من محتواها.

ثمة خاسران كبيران من إعادة الهيكلة المالية. سيُصرف رؤساء المصارف حتماً ولن يكونوا سعداء بذلك. كما لن يكون المساهمون سعداء، لأنهم سيخسرون كل شيء. لكن تلك هي طبيعة المخاطرة في الأسهمالية - التبرير الوحيد للعائدات الاستثنائية التي تمتعت بها في أثناء الازدهار هو خطر الخسارة<sup>(16)</sup>.

### الجهود الأولية لإنقاذ نظام مالي فاشل

كان يجدر بالحكومة الأميركية أن تلتزم بالقوانين و"تعيد هيكلة" المصارف المحتاجة إلى إنقاذ، بدلاً من تقديم مساعدات غير مبررة لها. الأمر كذلك سواء تمكنت بعض المصارف في النهاية من تسديد المال الذي قدّم لها أم لا. لكن إدارتا بوش وأوباما قرّرتا خلاف ذلك.

عندما اندلعت الأزمة في أواخر سنة 2007 وبداية سنة 2008، انحرفت إدارة بوش ومجلس الاحتياطي الفيدرالي أولاً عن الإنقاذ إلى الإنقاذ من دون خطة واضحة أو مبادئ. وأضاف ذلك انعدام اليقين السياسي إلى انعدام اليقين الاقتصادي. في بعض عمليات الإنقاذ (مصرف بير ستيرنز)، حصل المساهمون على شيء ما، وقدّمت الحماية الكاملة لحملة السندات. وفي عمليات إنقاذ أخرى (فاني ماي)، فقد المساهمون كل شيء وقدّمت الحماية الكاملة لحملة السندات. وفي عمليات ثالثة (مصرف واشنطن ميوتشوال)، فقد المساهمون وحملة السندات كل شيء تقريباً. وفي حالة شركة فاني ماي، تغلّبت الاعتبارات السياسية (الخوف من استياء الصين - باعتبارها من المالكين المهمين لسندات فاني ماي) على ما يبدو، ولم يقدّم تبرير اقتصادي جيد آخر<sup>(17)</sup>. ومع أنه أشير في الغالب إلى "خطر جهازي" لتفسير سبب إنقاذ بعض المؤسسات وعدم إنقاذ مؤسسات

أخرى، فقد كان من الواضح أنه لم يكن لدى مجلس الاحتياطي الفيدرالي ووزارة الخزانة تقدير كافٍ لما يعنيه الخطر الجهازي قبل الأزمة، وبقي إدراكهما محدوداً حتى بعد تطورها.

نُفذت بعض عمليات الإنقاذ عبر مجلس الاحتياطي الفيدرالي، ما دفعه إلى اتخاذ إجراءات لم تكن متصورة البتة قبل بضعة أشهر. فهو مسؤول عن المصارف التجارية بصورة رئيسية ويراقبها، كما تقدم الحكومة ضماناً للودائع. قبل الأزمة، قيل إن المصارف الاستثمارية لا تحتاج إلى الحصول على الأموال من مجلس الاحتياطي الفيدرالي أو النوع نفسه من الرقابة المتشددة، لأنها لا تشكل أي خطر جهازي. فهي تتعامل بأموال الأغنياء القادرين على حماية أنفسهم. لكن فجأة توسعت شبكة الأمان الحكومية لتشمل المصارف الاستثمارية، في أكثر الإجراءات سخاء في تاريخ رعاية الشركات. وبعد ذلك توسع أكثر ليشمل المجموعة الأميركية الدولية "إيه آي جي"، وهي شركة تأمين.

في نهاية المطاف، بحلول أواخر أيلول/سبتمبر 2008، اتضح أن المطلوب يتجاوز عمليات الإنقاذ "المستترة" من خلال مجلس الاحتياطي الفيدرالي، واضطر الرئيس بوش إلى اللجوء إلى الكونغرس. أُسمى النقّاد فكرة وزير الخزانة بولسون الأصلية لضخّ المال في المصارف "النقود مقابل القمامة". تشتري الحكومة الأصول الرديئة بموجب برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة، وتضخّ السيولة وتنظّف الميزانيات العمومية للمصارف في الوقت نفسه. لم يكن المصرفيون يعتقدون بطبيعة الحال أن للحكومة أفضلية نسبية في التخلص من القمامة. بل كانوا يريدون تحميل الأصول الرديئة للحكومة على أمل أن تفرط الحكومة في الدفع - وتلك إعادة رسملة مستترة للمصارف.

جاء التلميح الحقيقي بأن هناك شيئاً ملتويّاً عندما قدّم بولسون للكونغرس مشروع قانون برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة في ثلاث صفحات، وهو ما يمنحه شيكاً على بياض بقيمة 700 مليار دولار، من دون إشراف أو أي مراجعة قضائية. لقد رأيت كأحد كبار الاقتصاديين في البنك الدولي مثل هذه المناورات من قبل. لو حدث ذلك في إحدى جمهوريات الموز في العالم الثالث، لعرفنا ما



الذي سيحدث - إعادة توزيع هائلة لأموال دافعي الضرائب على المصارف وأصدقائها. ولهدد البنك الدولي بقطع جميع مساعداته عنها. لا يمكننا التغاضي عن استخدام المال العام بهذه الطريقة، من دون الضوابط والزواجر العادية. وقد رأى العديد من المعلقين المحافظين أن ما يطرحه بولسون مخالف للدستور. وأكدوا أنه لا يجوز أن يتخلى الكونغرس بهذه السهولة عن مسؤولياته في تخصيص الأموال.

اشتكى بعض خبراء وول ستريت من أن وسائل الإعلام تقوم بإفساد المزاج بتسمية العملية إنقاذاً. وفضلوا استعمال العبارة التلطيفية "برنامج الإنعاش" بدلاً من "الإنقاذ". وحول بولسون تعبير الأصول الرديئة إلى تعبير ألطف هو "الأصول المتعثرة". وغيره خليفته تيم غيثر إلى "الأصول القديمة" (legacy assets).

في التصويت الأولي الذي جرى في 29 أيلول/سبتمبر 2008، فشل مشروع قانون برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة بفارق ثلاثة وعشرين صوتاً في مجلس النواب. وفي أعقاب الهزيمة، أجرت إدارة بوش مزاداً علنياً. فسألت في الواقع أعضاء الكونغرس المعارضين عما يحتاجون إليه كهدايا لمقاطعاتهم ودوائرهم الانتخابية مقابل تغيير صوتهم. فغير اثنان وثلاثون ديمقراطياً وستة وعشرون جمهورياً من معارضي مشروع القانون الأصلي رأيهم وأيدوا برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة في مشروع القانون المنقح، فنجح في 3 تشرين الأول/أكتوبر 2008. كانت المخاوف من الانهيار الاقتصادي والأحكام التي تضمن إشرافاً أفضل للدافع جزئياً وراء تغيير أصوات أعضاء الكونغرس، لكن ثمة بدل واضح مقابل تغيير أصوات العديد من أعضاء الكونغرس على الأقل: احتوى مشروع القانون المنقح على أحكام ضريبية خاصة بقيمة 150 مليار دولار لناخبهم<sup>(18)</sup>. ولم يقل أحد إنه يمكن شراء أعضاء الكونغرس بثمن بخس<sup>(19)</sup>.

سُرت وول ستريت بطبيعة الحال ببرنامج شراء الأصول الرديئة. فمن ذا الذي لا يريد إلقاء نفائته للحكومة مقابل أسعار مضخمة؟ كان في وسع المصارف بيع الكثير من هذه الأصول في السوق المفتوحة في ذلك الوقت، لكن

ليس بالأسعار التي تريد. وهناك بالطبع أصول لا يريد القطاع الخاص أن يقترب منها. وبعض ما يسمّى أصولاً لم يكن سوى التزامات يمكن أن تنفجر، فتلتهم أموال الحكومة. على سبيل المثال، في 15 أيلول/سبتمبر 2008، قالت المجموعة الأميركية الدولية "إيه آي جي" إنها بحاجة إلى 20 مليار دولار. وفي اليوم التالي، ارتفعت خسائرها إلى 89 مليار دولار. وفي وقت لاحق، قدّم إليها مزيد من الأموال في غفلة عن الجميع، ما أوصل المبلغ إلى 150 مليار دولار. وارتفع المبلغ لاحقاً إلى 180 مليار دولار. ربما حصلت الحكومة على بعض الأصول عندما استولت على المجموعة الأميركية الدولية "إيه آي جي" (اشتريت أقل بقليل من 80 بالمئة من السهم)، لكن ثمة التزامات أكبر وسط هذه الأصول.

في نهاية المطاف سقطت صدقية اقتراح بولسون الأصلي عندما اتضحت مصاعب تسعير آلاف الأصول الفردية وشرائها. وفعلت الضغوط التي مارسها رافضو الإفراط في الدفع للمصارف فعلها في تحديد أسعار الأصول الرديئة من خلال آلية مزاد علني شفافة. لكن سرعان ما اتضح أن إجراء مزاد علني لآلاف الفئات المنفصلة من الأصول هو بمثابة كابوس مخيف. الوقت عامل أساسي ويمكن القيام بذلك بسرعة. كما أن عدالة المزاد تعني احتمال عدم ارتفاع الأسعار، ما يترك فجوة كبيرة في الميزانيات العمومية للمصارف. وبعد أسابيع من الدفاع المستميت عن الاقتراح بأنه الطريقة الأفضل، تخلّى عنه بولسون فجأة في أواسط تشرين الأول/أكتوبر 2008 وانتقل إلى خطته التالية.

كانت الخطوة التالية "حقن أسهم الملكية" (equity injection). هناك العديد من الأسباب التي تفسّر الاعتقاد بأهمية تقديم مزيد من أسهم الملكية للمصارف من أجل إعادة رسميتها. أحدها الأمل في إقراض المزيد بهذه الطريقة. والآخر درس من الثمانينيات (1980يات): المصارف التي تفتقر لرأس المال الكافي خطر على الاقتصاد.

قبل ثلاثة عقود، واجهت مؤسسات الادخار والإقراض مشكلة مماثلة لما تواجهه المصارف اليوم. عندما ارتفعت أسعار الفائدة فجأة لمكافحة التضخم في أواخر السبعينيات (1970يات) وأوائل الثمانينيات (1980يات)، هبطت قيمة

العقارات المرهونة التي تحتفظ بها مصارف الادخار والإقراض. لكن المصارف مؤلت القروض المضمونة بتلك العقارات المرهونة بأموال المودعين. لذا ببقاء ما تدين به مصارف الادخار والإقراض للمودعين ثابتاً والتراجع الكبير الذي طرأ على قيمة أصولها، فإنها واجهت حالة إفلاس حقيقية.

غير أن قواعد المحاسبة سمحت لها بتأجيل يوم الحساب. فلم يكن عليها تخفيض قيمة العقارات المرهونة لتعكس الوقائع الجديدة. لكن كانت مضطرة إلى دفع أسعار فائدة للمودعين تفوق أسعار الفائدة التي تحصل عليها من القروض المضمونة برهن عقاري، لذا واجه العديد منها مشكلة تدفق نقدي خطيرة. حاول بعضها حل مشكلة التدفق النقدي بمواصلة النمو - ضرب من الاحتيال تساعد فيها الودائع الجديدة في دفع ما تدين به الودائع القديمة. سارت الأمور على ما يرام ما دام لم يطلق أحد التحذير. وساعدها الرئيس ريغان بمزيد من تليين المعايير المحاسبية، والسماح لها باعتبار "سمعتها التجارية"، وهي مجرد احتمالات الأرباح المستقبلية، أصلاً من الأصول، وإرخاء القوانين.

لقد كانت مصارف الادخار والإقراض مؤسسات مينة وسط الأحياء. وكان لديها حافز للانخراط فيما أسماه الأستاذ بجامعة بوسطن إد كين "المقامرة على الانبعاث"<sup>(20)</sup>. فما من سبيل أمامها للخروج من الحفرة التي حفرتها إذا تصرفت بحكمة، لكن إذا قامت بمخاطرات كبيرة ونجحت المقامرة، فربما تصبح مليئة في النهاية. وإذا لم تنجح المقامرة، فلا يهم. ماذا يضير الشاة السلخ بعد ذبحها<sup>(21)</sup>. لقد أدى السماح للمصارف المينة بمواصلة العمل وإرخاء الرقابة كي تتمكن من القيام بمخاطر أكبر إلى زيادة التكاليف النهائية لإزالة الفوضى<sup>(22)</sup>.

(ثمة فارق دقيق بين "المقامرة"، أو الإفراط في المخاطرة، والاحتيال، لذا لم يكن من المصادفة أن تتوالى الفضائح المصرفية في الثمانينيات الواحدة تلو الأخرى. وربما ليس من المفاجئ أن نشهد ذلك ثانية في الأزمة الراهنة.)

افتترض المدافعون عن حقن أسهم الملكية (بمن فيهم أنا) خطأ أن ذلك سينفذ بصورة صحيحة - يحصل دافعو الضرائب على قيمة عادلة للملكية،

وتفرض ضوابط ملائمة على المصارف. فتدققت النقود لحمايتها، وعندما احتاجت إلى مزيد من النقود، تدفق إليها المزيد. في المقابل حصل دافعو الضرائب على أسهم ممتازة وقليل من صكوك خيار الاكتتاب الإضافي (حقوق شراء مزيد من الأسهم)، لكنهم خُدعوا في الصفقة. إذا قارنا ما حصل عليه دافعو الضرائب الأميركيون بما حصل عليه وارن بافيت، في الوقت نفسه تقريباً، في اتفاق مع غولدمان ساكس<sup>(23)</sup>، أو قارناه بالشروط التي حصلت عليها الحكومة البريطانية عندما قدّمت الأموال إلى مصارفها، يتضح أن دافعي الضرائب الأميركيين تعرّضوا للغش. لو كان من يفترض أنهم يفاوضون لصالح الأميركيين يعملون في وول ستريت لطلبوا بشروط أفضل بكثير.

الأسوأ من ذلك، مع أن دافعي الضرائب أصبحوا "المالك" الرئيسي لبعض المصارف، فإن وزارات الخزانة في إدارة بوش (ولاحقاً أوباما) رفضت ممارسة أي رقابة<sup>(24)</sup>. لقد قدّم دافعو الضرائب مئات المليارات من الدولارات ولم يحصلوا في المقابل على حقّ معرفة أين تنفق أموالهم، ناهيك عن أن يكون لهم أي قول فصل في ما تفعله المصارف بها. ويختلف ذلك اختلافاً ملحوظاً عن عمليات إنقاذ المصارف البريطانية التي حدثت في الوقت نفسه، حيث كان هناك مظهر خارجي للمساءلة على الأقل: صُرفت الإدارة السابقة، وفرضت قيود على الأرباح الموزعة والمكافآت<sup>(25)</sup>.

بالمقابل، واصلت المصارف الأميركية توزيع الأرباح والمكافآت، ولم تتظاهر حتى باستئناف الإقراض. فقد قال جون سي هوب الثالث، رئيس مصرف ويتني ناشيونال بنك في نيو أورلينز، في قاعة مليئة بمحليي وول ستريت في أوائل سنة 2009، "نقدّم مزيداً من القروض؟ إننا لن نغيّر نموذج عملنا أو سياسات الائتمان التي نتبعها لتلبية حاجات القطاع العام الذي يرى أن علينا تقديم المزيد من القروض"<sup>(26)</sup>.

واصلت وول ستريت الضغط من أجل تحسين الشروط - ما قلّل من احتمال تقديم تعويضات ملائمة لدافعي الضرائب مقابل المخاطرة التي يتحمّلونها، حتى إذا تدبّرت بعض المصارف تسديد ما حصلت عليه. لكن مطالبة بولسون

الأولية الوقحة بعدم وجود إشراف على الشيك المقدّم على بياض إلى وول ستريت بقيمة 700 مليار دولار، أو مراجعة قضائية له، كانت مفيدة إذ دفعت الكونغرس إلى إنشاء لجنة إشراف مستقلة، فبيّنت مقدار رداءة اتفاقات الإنقاذ بالنسبة إلى دافعي الضرائب الأميركيين. في المجموعة الأولى من عمليات الإنقاذ، في ذلك الوقت، حصل دافعو الضرائب على ستة وستين سنتاً فقط مقابل كل دولار قدّموه للمصارف. لكن الشروط ازدادت سوءاً في الاتفاقات اللاحقة، وبخاصة الاتفاقات مع سيتي بنك والمجموعة الأميركية الدولية "إيه آي جي"، حيث حصلوا على واحد وأربعين سنتاً مقابل كل دولار قدّموه<sup>(27)</sup>. في آذار/مارس 2009، قدّر مكتب الموازنة في الكونغرس، وهو المكتب غير الحزبي الذي يُفترض أن يقدم تقييماً مستقلاً لتكاليف البرامج الحكومية، أن التكلفة الصافية لاستخدام الـ 700 مليار دولار الكاملة لبرنامج إنقاذ الأصول المتعثّرة ستبلغ 356 مليار دولار<sup>(28)</sup>. أي أن الحكومة ستحصل على أقل من 50 سنتاً مقابل كل دولار. وليس هناك أي أمل في الحصول على تعويض مقابل المخاطرة التي تم تحمّلها. وفي حزيران/يونيو 2009، بعد إجراء فحص معمّق لمبلغ الـ 369 مليار دولار الأولي الذي أنفق في برنامج إنقاذ الأصول المتعثّرة، قدّر مكتب الموازنة في الكونغرس الخسارة بأكثر من 159 مليار دولار<sup>(29)</sup>.

هناك قدر كبير من المراوغة في عملية إنقاذ المصارف بأكملها. فقد أرادت المصارف (والجهات الرقابية التي سمحت بنشوء المشكلة بأكملها) التظاهر بأن الأزمة مسألة ثقة فحسب ونقص في السيولة. ويعني نقص السيولة أنه لا يوجد هناك من يريد إقراضها. أرادت المصارف أن تعتقد أنها لم تتخذ قرارات رديئة، وأنها مليئة حقاً، وأن القيمة "الحقيقية" لأصولها تفوق القيمة التي تدين بها (التزاماتها). لكن في حين أن كلاً منها يعتقد ذلك عن نفسه، فإنها لم تكن تعتقد ذلك فيما يتعلّق بالمصارف الأخرى، كما يمكن أن يتبيّن من إحجامها عن إقراض بعضها بعضاً.

لم تكن مشكلة المصارف الأميركية مجرد نقص في السيولة<sup>(30)</sup>. فقد أدّت سنوات من السلوك الطائش، بما في ذلك الإقراض الرديء والمقامرة بالأوراق

المالية المشتقة (المشتقات)، إلى إفلاس بعضها، وربما كثير منها. وفعلت سنوات المحاسبة غير الشفافة والمنتجات المعقدة المصممة لخداع الجهات الرقابية والمستثمرين فعلها: لم تعد حتى المصارف تعرف ميزانياتها العمومية. إذا لم تكن تعرف هل هي مليئة، فكيف يمكن أن تعرف ملاءة أي شخص تريد إقراضه؟

من المؤسف أن الثقة لا يمكن استرجاعها بإلقاء الخطب التي تعبر عن الثقة في الاقتصاد الأميركي فحسب. على سبيل المثال، كذّبت الأخبار الرديئة المتكررة الإعلانات الكثيرة التي أطلقتها إدارة بوش والمصارف بأن الاقتصاد يقف على أرض صلبة. ولم يكن ما قالوه يحظى بالمصداقية. الأفعال هي ما يهم، وقد قوّضت أفعال مجلس الاحتياطي الفيدرالي ووزارة الخزانة هذه الثقة.

في تشرين الأول/أكتوبر 2009، أفاد صندوق النقد الدولي بأن الخسائر العالمية في القطاع المصرفي بلغت 3.6 تريليونات دولار<sup>(31)</sup>. واعترفت المصارف بخسائر أقل من ذلك بكثير. وما تبقى نوع من المادّة الداكنة. الجميع يعرف أنها موجودة في النظام، لكن لا يعرف أحد أين توجد.

عندما فشلت خطة بولسون في تنشيط الإقراض أو استرجاع الثقة بالمصارف، تخبّطت إدارة أوباما بشأن البديل الذي يحل محلها. وبعد أسابيع من الفشل، أعلنت إدارة أوباما في آذار/مارس 2009 عن برنامج جديد، برنامج الاستثمار العام - الخاص، الذي يستخدم 75 إلى 100 مليار دولار من رأسمال برنامج إنقاذ الأصول المتعثّرة، بالإضافة إلى رأسمال من مستثمرين خاصين لشراء الأصول الرديئة من المصارف<sup>(32)</sup>. كانت الكلمات المستخدمة مخادعة: وصف أنه شراكة، لكنها لم تكن شراكة عادية. فالحكومة تقدّم 92 بالمئة من النقود لكنها تحصل على نصف الأرباح فقط وتحمل الخسائر بأكملها تقريباً. تقدّم الحكومة للقطاع الخاص (صناديق التحوط أو الصناديق الاستثمارية أو حتى المصارف - التي ربما تشتري الأصول من بعضها بعضاً)<sup>(33)</sup> معظم المال الذي عليه توفيره كقروض من دون حق الرجوع، لا يضمنها سوى ما تمّ شراؤه. فإذا ما تبين أن الورقة المالية أو الرهن أقل قيمة من المبلغ المقترض، يتخلّف المقترض عن السداد تاركاً الحكومة، وليس المستثمرين من القطاع الخاص، تتحمّل عبء الخسائر.

أخيراً استقرّ فريق أوباما على إجراء تغيير طفيف على فكرة النقود مقابل القمامة الأصلية. وكأنها قرّرت توظيف مؤسسة خدمات خاصة لجمع القمامة، تشتري القمامة بالجملة، وتفرزها، وتختار أي شيء ذي قيمة، وتلقي ما تبقى من النفايات على دافع الضرائب. كما صُمم البرنامج لمنح جامعي القمامة أرباحاً كبيرة - لا يسمح سوى لأعضاء معيّنين في وول ستريت "بالمنافسة"، بعد أن تختارهم وزارة الخزانة بعناية. ولا شك في أن هؤلاء الممولين الذين حقّقوا نجاحاً كبيراً في اعتصار النقود من الاقتصاد لن يؤدّوا واجباتهم مجاناً في سبيل الخدمة المدنية.

حاولت الإدارة الادعاء بأن برنامج الاستثمار العام - الخاص ضروري لتوفير السيولة للسوق. ورأت أن نقص السيولة يخفّض الأسعار ويضرّ بصورة اصطناعية بالميزانيات العمومية للمصارف. غير أن المشكلة الرئيسية ليست نقص السيولة. ولو كانت كذلك لحقّق برنامج أبسط بكثير المراد: تقديم الأموال فقط من دون ضمانات القروض. المشكلة الحقيقية هي أن المصارف قدّمت قروضاً رديئة في فقاعة وارتفعت نسبة مديونيتها. ففقدت رأسمالها ولا بدّ من استبداله.

حاولت الإدارة الادعاء بأن خطتها تستند إلى دفع السوق إلى تحديد أسعار "الأصول الرديئة" للمصارف - بما في ذلك قروض المساكن القائمة والأوراق المالية القائمة على هذه القروض - عندما تشتري "الشراكة" الأصول. واستُخدم سحر السوق لتحقيق "اكتشاف الأسعار". لكن الواقع أن السوق لا تسعّر الأصول الرديئة نفسها، ولكن عقود خيار (options) هذه الأصول، وذلك رهان من جانب واحد أساساً. وليس هناك علاقة كبيرة بين الأمرين. تربح الشراكات الخاصة كثيراً من القروض المضمونة برهن "جيد"، لكنها تحمّل الحكومة أساساً خسائر القروض المضمونة برهن رديء.

لنأخذ أصلاً يتساوى فيه احتمال أن تكون قيمته صفرأ أو 200 دولار (50 - 50). تبلغ "القيمة" المتوسطة للأصل 100 دولار. وهذا سعر بيع الأصل في سوق تنافسية من دون الفائدة، أي ما "يساويه" الأصل. لنفترض أن إحدى الشراكات العامة - الخاصة التي وعدت وزارة الخزانة بإنشائها مستعدة لدفع

150 دولاراً مقابل الأصل، أكثر بـ 50 بالمئة من قيمته الحقيقية، وأن المصرف سعيد جداً بالبيع. وهكذا يقدّم الشريك من القطاع الخاص 12 دولاراً، وتقدّم الحكومة 92 بالمئة من التكلفة - 12 دولاراً "للملكية" بالإضافة إلى 126 دولاراً على شكل قرض مضمون.

إذا تبين بعد مرور سنة أن القيمة الحقيقية للأصل هي صفر، يخسر الشريك من القطاع الخاص 12 دولاراً، وتخسر الحكومة 138 دولاراً. وإذا تبين أن القيمة الحقيقية 200 دولار، تقتسم الحكومة والشريك الخاص الأربعة والسبعين (74) دولاراً المتبقية بعد تسديد القرض البالغ 126 دولاراً. في السيناريو الوردي، يضاعف الشريك الخاص الاثني عشر (12) المستثمرة ثلاث مرات. لكن دافع الضرائب يكسب 37 دولاراً ليس إلا بعد أن خاطر بمبلغ 138 دولاراً.

ومما يزيد الأمور سوءاً أن هناك فرصة كبيرة "للمقامرة". لنفترض أن المصرف اشترى أصله بـ 300 دولار (لم تُستثن المصارف من الشراكات)، دافعاً 24 دولاراً. في الحالة السيئة، "يخسر" المصرف 24 دولاراً في استثماره في الشراكة، لكنه يحتفظ بالـ 300 دولار. وفي الحالة الجيدة، يساوي الأصل 200 دولار، لذا تتحمل الحكومة الخسارة، باستثناء الـ 24 دولاراً. وهكذا يحوّل المصرف أصلاً خطراً تساوي قيمته الحقيقية 100 دولار إلى أصل آمن - بالنسبة إليه - يساوي 276 دولاراً. وتساوي خسائر الحكومة الاختلاف بين القيمتين - 176 دولاراً في المتوسط. ونظراً لتوافر كثير من النقود، فثمة مجال كبير لعقد الصفقات. يستطيع المرء أن يعطي حصة لصناديق التحوط، فليس عليه أن يكون شديد الجشع.

لكن يمكن أن يخسر الأميركيون أكثر مما توحى به هذه الحسابات بسبب تأثير ما يسمى الاختيار الرديء (adverse selection). على المصارف اختيار القروض والأوراق المالية التي تريد بيعها. وهي تريد بيع أسوأ الأصول وبخاصة الأصول التي تعتقد أن السوق بالغت في تقدير قيمتها (وبالتالي فإنها مستعدة لدفع الكثير مقابلها). لكن من المرجح أن تدرك السوق ذلك، ما يدفع الأسعار



التي تريد دفعها إلى الهبوط. ولا يتغلب على تأثير هذا "الاختيار الرديء" سوى تحمّل الحكومة ما يكفي من الخسائر. وعندما تتحمّل الحكومة الخسائر، فإن السوق لا تهتم إذا ما كانت المصارف "تغشّها" ببيعها أسوأ أصولها.

في البداية، أحب المصرفيون والشركاء المحتملون (صناديق التحوط والشركات المالية الأخرى) هذه الفكرة. فالمصارف لا تبيع إلا الأصول التي تريد بيعها - ولا يمكن أن تخسر. ويجني الشركاء من القطاع الخاص الكثير من المال، لا سيما إذا فرضت الحكومة رسوماً زهيدة على الضمانات. وأحبّ السياسيون الفكرة أيضاً: ثمة احتمال بأن يخرجوا من واشنطن قبل أن تستحقّ جميع الفواتير. لكن هذه هي مشكلة هذا النهج بالضبط: ستمضي سنوات قبل أن يُعرف ما تأثير ذلك على الميزانية العمومية للحكومة.

في نهاية المطاف، خاب أمل العديد من المصارف والشركاء في القطاع الخاص. فقد شعروا بالقلق من ألا يسمح لهم البيروقراطيون والرأي العام بالفوز بالأموال الكبيرة إذا ما تحقّقت، وأن يجدوا طريقة ما لاسترداد الأرباح. على الأقل، عرف المشتركون أنهم سيخضعون لتمحيص عسير من قبل الكونغرس - مثل ذلك الذي واجهه من حصل على الأموال بموجب برنامج إنقاذ الأصول المتعثّرة. وعندما أُجري تغيير على أنظمة المحاسبة للسماح للمصارف بعدم تخفيض قيمة أصولها المتدهورة - للدعاء بأن القروض الرديئة المضمونة برهن عقاري جيدة مثل الذهب - شهدت جانبيه الفكرة مزيداً من التراجع: عليهم الإقرار بالخسارة حتى إذا حصلوا على أكثر من قيمة الأصول، ما يتطلب منها إيجاد مزيد من رأس المال. وهم يفضلون تأجيل يوم الحساب.

وصف بعض المتعاملين في الأسواق المالية الاقتراح بأنه مربح للجميع (المصارف والمستثمرين ودافعي الضرائب). لكن في الواقع تربح المصارف، ويربح المستثمرون - وإذا حقّق البرنامج مراد المصارف يخسر دافعو الضرائب. وكما كتب لي مدير أحد صناديق التحوط، "إنه اتفاق رديء جداً بالنسبة لدافع الضرائب، لكنني سأحرص على أن يحقّق عملائي الفائدة القصوى منه".

إذاً، ما جاذبية استراتيجية الإدارة بالنظر إلى جميع هذه العيوب؟ إن برنامج الاستثمار العام - الخاص هو ضرب من أدوات روب غولديبيرغ<sup>(\*)</sup> التي تحبها وول ستريت كثيراً - ذكية ومعقدة وغير شفافة تسمح بتحويل مبالغ هائلة من المال إلى الأسواق المالية. وربما تسمح للإدارة بتجنّب الرجوع إلى الكونغرس لطلب مزيد من المال لإصلاح وضع المصارف وطريقة لتجنّب الوصاية.

لم يعمل الاقتراح كما أملت الإدارة في الأشهر العديدة التي تلت الإعلان عنه. وفي غضون بضعة أشهر تم التخلي عن هذا البرنامج لشراء القروض "القديمية"، على غرار كثير من البرامج الأخرى، وتقلّص البرنامج المخصص للأوراق المالية القديمة (legacy securities) كثيراً. وكانت النتيجة المرجّحة أن تتأثّر أي منافع محدودة مما تبقى من برنامج الاستثمار العام - الخاص مقابل ثمن مرتفع. ستذهب الأموال إلى "الشركاء" في القطاع الخاص بدلاً من المصارف - وذلك ثمن مرتفع يُدفع من أجل خدمة رفع القمامة الخاصة<sup>(34)</sup>.

### لماذا كان الفشل مصير خطط الإنقاذ

فشلت عملية الإنقاذ المكلفة جداً في تحقيق أحد أهدافها الرئيسية - إعادة إطلاق الإقراض<sup>(35)</sup>. وثمة مبادئ اقتصادية أولية يقوم عليها هذا الفشل الذي واجهه البرنامج وسواه.

الأول هو حفظ المادة. عندما تشتري الحكومة أصلاً رديئاً، لا تختفي الخسائر. كما أنها لا تختفي عندما تضمن الحكومة خسائر مصرف سيتي بنك مثلاً. فهي تنتقل من الميزانية العمومية لسيتي بنك إلى الميزانية العمومية للحكومة. ويعني ذلك أن المعركة الحقيقية تتعلّق بالتوزيع: من يتحمّل الخسائر؟ هل تنتقل من القطاع المالي إلى الشعب؟ في عالم تأتي فيه أرباح طرف على حساب طرف آخر - فإن حصول مساهمي المصارف أو حملة سنداتهما على صفقة جيدة يعني حصول دافعي الضرائب على صفقة رديئة. هذه هي المشكلة

(\*) أداة تؤدي عملاً بسيطاً بطريقة معقدة جداً - [المترجم].

الرئيسية للبرامج التي انطوت على شراء الأصول الرديئة للمصارف، سواء بالمفرق أو الجملة: عند دفع الكثير تعاني الحكومة من خسائر هائلة، وعند دفع القليل فإن الفجوة المتبقية في الميزانيات العمومية للمصارف ستبدو كبيرة.

ازدادت مناقشة الأصول الرديئة غموضاً بالاستعارات التي استُخدمت لوصفها. فقد كان على الحكومة "تنظيف" الميزانيات العمومية للمصارف عن طريق مساعدتها في التخلص من الأصول الرديئة، موحية بأن القروض الرديئة المضمونة برهن عقاري شبيهة بالترفاح الفاسدة - تفسد كل شيء حولها. لكن الأصل الرديء مجرد أصل تكبّد فيه المصرف خسارة - وليس أصلاً مصاباً بمرض معدٍ.

يقدّم مبدأ مستخدم في الاقتصاد البيئي، يسمّى الملوث يدفع، التوجيه بشأن من يجب أن يدفع: الأمر ليس مسألة عدالة فحسب، وإنما مسألة كفاءة أيضاً. لقد لوّثت المصارف الأميركية الاقتصاد العالمي بنفاية سامة، ويجب إجبارها على دفع تكلفة التنظيف، ربما على شكل ضرائب، من باب العدالة والمساواة - والتقيّد بالقوانين. هذه ليست المرة الأولى التي يتم فيها إنقاذ المصارف الأميركية، بل تكرر حدوث ذلك. ونتج عن ذلك في الواقع قيام ما تبقى من الاقتصاد بإعانة هذا القطاع.

إن فرض الضرائب على المصارف (مثل فرض الضرائب على أي عامل خارجي "رديء") يمكن أن يحقق الإيرادات ويحسن كفاءة الاقتصاد في الوقت نفسه. كما أن فرض مثل هذه الضرائب منطقي أكثر من فرض الضرائب على أشياء جيدة مثل المدّخرات والعمل، ومن السهل تصميمها. أما المصارف فتري أن فرض هذه التكاليف يكبح قدرتها على اجتذاب رأس المال الخاص واسترجاع عافية النظام المالي. واستخدمت تكتيك الخوف ثنائية قائلة إن مجرد بحث القيام بذلك يلحق الضرر. غير أن عدم فرض مثل هذه التكاليف عليها يشوّه الاقتصاد. وإذا أرادت الحكومة تقديم مزيد من التمويل بشكل مؤقت بسبب إحجام القطاع الخاص عن تقديمه، فلن يكون ذلك أسوأ ما في العالم شريطة حصولها على أصول كافية (سندات أو أسهم) تطالب بها مقابل قيمة المصارف في المستقبل:

لم يؤدّ المستثمرون من القطاع الخاص عملاً نموذجياً في "ممارسة الانضباط". كما أن الاقتصاد سيتعافى في المستقبل، ومن المرجح أن تحقق هذه الأصول عندئذ عوائد جيدة.

مع أن نقل الخسائر في الاقتصاد مماثل للعبة يربح فيها طرف ما يخسر الآخر، فإنها يمكن أن تكون لعبة سلبية جداً إذا لم تنفذ بطريقة جيدة، حيث تزيد الخسائر التي يتكبدها دافعوا الضرائب كثيراً على المنافع العائدة إلى مساهمين في المصارف. الحوافز مهمة كما أشرت بصورة متكررة من قبل، لكن عمليات الإنقاذ تشوّهها بالتأكيد. عندما يعرف المقرضون أنهم لن يتحملوا التبعات الكاملة لأخطائهم، فإنهم لن يتقنوا عملهم في تقييم الائتمان وسيقدمون قروضاً شديدة المخاطر. هذه مشكلة الخطر الأخلاقي التي أشير إليها باستمرار. ويبدو أن الخوف من أن تزيد كل عملية إنقاذ احتمال حدوث عملية إنقاذ أخرى أصبح مثبتاً - ولدينا الآن "أم عمليات الإنقاذ". لكن طريقة قيام الحكومة بعمليات الإنقاذ زادت هذه التشوّهات - وبطريقة جعلت التراجع الاقتصادي أكثر سوءاً. على سبيل المثال، ليس لدى المصرف الذي تضمن الحكومة خسائره (مثل سيتي بنك) حوافز كبيرة لإعادة التفاوض على القروض المضمونة برهن عقاري. إذا أجلت التعامل مع المشكلة، فثمة احتمال - ضئيل - بأن ترتفع قيمة العقارات المرهونة، وتحتفظ بجميع الأرباح. وإذا زادت الخسائر بسبب التأخير، فإن الحكومة هي التي تتحمل التكاليف.

لقد كان عدم الاهتمام بالحوافز مكلفاً بطريقة أخرى. فقد وجدت المصارف ومسؤولوها حوافز لأخذ أموال الحكومة ودفع قدر ما تستطيع كحوص أرباح ومكافآت. كانوا يعلمون بطبيعة الحال أن هذه الأموال ترمي إلى إعادة رسملة المصارف وتمكينها من تقديم القروض، وأن إنقاذهم ليس بدافع محبة دافعي الضرائب لهم. وكانوا يعلمون أيضاً أن استخدام النقود بهذه الطريقة سيجعل المصارف ضعيفة ويثير غضب الجمهور. لكن عصفوراً باليد خير من عشرة على الشجرة، كما يقول المثل، وهم يعرفون أن فرص بقاء مصارفهم ليست كبيرة. لم تبتعد مصالحهم عن مصالح الاقتصاد بأكمله فحسب، وإنما أيضاً عن

مصالح "ممول" متزايد الأهمية، دافع الضريبة الأميركي. لكن إدارتي بوش وأوباما قررتا تجاهل هذا التعارض في المصالح ولم تفرض رقابة شديدة على كيفية استخدام النقود.

ثمة مبدأ رئيسي آخر في الاقتصاد: **تطلع إلى الأمام، وعفا الله عما سلف.** بدلاً من محاولة إنقاذ المصارف التي أظهرت عجزها تماماً، كان في وسع الحكومة تقديم الـ 700 مليار دولار إلى بضعة مصارف معافاة وذات إدارة جيدة أو حتى استخدامها لإنشاء مجموعة من المصارف الجديدة. يوفر ذلك المبلغ عند نسبة المديونية المتواضعة 12 إلى 1 نحو 8.4 تريليونات دولار من الائتمانات الجديدة - أي أكثر مما يفي باحتياجات الاقتصاد. وحتى لو لم تعتمد الإدارتان إلى اتخاذ إجراء بمثل هذا الحجم، فقد كان في وسعهما استخدام بعض النقود لاستحداث تسهيلات إقراض جديدة واستخدام بعضها لاستيعاب بعض الشكوك في القروض الجديدة بتقديم ضمانات جزئية. وربما كان من المنطقي تصميم الضمانات الجزئية وفقاً للظروف الاقتصادية - تقديم مزيد من المساعدة إذا بقي الاقتصاد في حالة ركود، وهو أمر لا يمكن لوم أي شركة عليه<sup>(36)</sup>. كان يمكن أن يؤدي اعتماد استراتيجية مبتكرة تتطلع إلى الأمام إلى تقديم قروض منخفضة التكلفة إلى الجمهور تزيد عما تقدمه الاستراتيجية الأميركية الحالية التي تشتري الأصول الرديئة القائمة أو تقدم مزيداً من النقود إلى المصارف التي أثبتت عجزها في تقييم المخاطر والائتمانات - على أمل أن تبدأ الإقراض من جديد والدعاء بأن يكون أداؤها في أعقاب الأزمة أفضل مما كان قبلها.

ثمة مبدأ آخر مماثل لذلك الذي تناولته في الفصل الثالث بشأن تصميم حزمة الحوافز: يجب توجيه النقود إلى حيث تقدم أكبر حافز للاقتصاد. إذا لم يكن لدى الحكومة قيود على الموازنة، ففي وسعها تقديم النقود إلى المصارف بتهوؤ. في هذه الحالة، تكون مهمة إعادة رسملة المصارف سهلة. أما بوجود أموال محدودة، فإن على المرء الحرص على أن يُصرف كل دولار في محله. من الأسباب التي أدت إلى عدم تحقيق برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة زيادة الإقراض المرجوة أن الحكومة قدمت الكثير من النقود إلى المصارف

الكبيرة، وهذه المصارف ابتعدت منذ سنوات، إلى حد كبير، عن التركيز على إقراض الشركات الصغيرة والمتوسطة. إذا كان الهدف التشجيع على استحداث الوظائف - أو المحافظة على الوظائف - فيجدر بنا تقديم مزيد من الائتمان إلى هذه الشركات، لأنها هي التي تستحدث معظم الوظائف. وإذا أردنا تقديم مزيد من الائتمان إلى الشركات الصغيرة والمتوسطة، فيجب توجيه النقود إلى المصارف الصغيرة ومصارف المجتمع.

بدلاً من ذلك أغدقت الحكومة النقود على المؤسسات المالية الكبيرة التي ارتكبت أكبر الأخطاء - وبعضها لم تقدم كثيراً من القروض أو لم تقدمها على الإطلاق. واتسم إنقاذ المجموعة الدولية الأميركية إليه أي جي على وجه الخصوص بالحماسة. فقد ساد خوف من أن عدم إنقاذ إليه أي جي يمكن أن يحدث مشاكل لبعض الشركات التي باعته مبادلات إعسار ائتمانية (credit default swaps)، وهي مماثلة لبوالص التأمين المكتوبة عند وفاة شركات معينة. لكن تقديم النقود للمجموعة الدولية الأميركية كان طريقة رديئة لإيصال النقود إلى حيث تحدث تأثيراً ملحوظاً. لقد استخدمت كلا الإدارتين ضرباً من اقتصاد انتشار النمو من أعلى إلى أسفل: قدم مزيد من النقود إلى إليه أي جي، وسيرشح بعضها إلى حيث توجد حاجة إليه. وعندما أصبحت البيانات عن الأماكن التي ذهبت إليها نقود إليه أي جي متاحة في نهاية المطاف، اتضح أن قليلاً منها ذهب إلى المؤسسات المالية الكبرى - مع أن هذه هي الحجة التي قدمت دفاعاً عنها<sup>(37)</sup>.

وعلى نحو ذلك، ثار خوف من أنه إذا لم تنقذ الحكومة جميع الدائنين، فإن بعض شركات التأمين وصناديق معاشات التقاعد ستشهد خسائر كبيرة جداً<sup>(38)</sup>. وقدم هؤلاء على أنهم مطالبون "جديرون اجتماعياً". إن الأموال التي يمكن أن ترشح إلى هؤلاء المطالبين هي الأموال التي يفضل أن تستخدم لتقوية نظام الضمان الاجتماعي، وتجنب حدوث تخفيضات كبيرة فيه. لمن يجب أن نولي اهتماماً أكبر، لمن وقّعنا معهم عقداً اجتماعياً أم لمن اتخذوا قرارات استثمارية سيئة؟ إذا كان علينا إنقاذ صناديق معاشات التقاعد، فعلياً القيام بذلك مباشرة،

حيث يذهب كل دولار من الأموال الحكومية مباشرة إلى الفئة التي تحتاج إليه. وليس هناك مبرر لإنفاق عشرين دولاراً لإنقاذ المستثمرين كي يذهب دولار واحد إلى صناديق معاشات التقاعد التي يمكن أن تتعثر بخلاف ذلك.

المبدأ الأخير الذي كان يجب أن يوجّه عمليات الإنقاذ مماثل لمبدأ العامل الحافز الجيد التنظيم: يجب أن يساعد الإنقاذ في إعادة هيكلة النظام المالي كي يؤدي الوظائف المفترض به أن يؤديها على نحو أفضل. وقد أشرت تكراراً إلى أن عملية الإنقاذ لم تفعل ذلك، إذ لم تذهب النقود بصورة متناسبة إلى أجزاء النظام المالي التي تدعم المشاريع الجديدة أو توسّع الشركات الصغيرة والمتوسطة. وأشرت أيضاً إلى أن عملية الإنقاذ أجريت بطريقة تؤدي إلى مزيد من تركّز القطاع المالي، ما يفاقم المشاكل التي تعاني منها الشركات الأكبر من أن تفشل والأكبر من أن تحلّ.

حضّت عملية الإنقاذ هذه وعمليات الإنقاذ المتكررة في الثمانينيات والتسعينيات والسنوات الأولى من هذا العقد المصارف على الاهتمام بشأن الإقراض الرديء، لأن الحكومة ستتحمل التكاليف. لذا فإن عمليات الإنقاذ تفعل عكس ما يجب القيام به: فرض الانضباط الملأى على المصارف، ومكافأة المصارف التي اتسمت بالحكمة، والسماح بفشل من خاطرت بصورة غير عادية. فقد حصلت المصارف التي حققت أسوأ سجل في إدارة المخاطر على أكبر الهدايا من الحكومة.

باسم المحافظة على اقتصاد السوق الحرة تقوم الحكومة بإنشاء شيء أبعد ما يكون عن السوق الحقيقية. فمع أن إدارة أوباما تجنّبت طريق الوصاية، فإن ما قامت به أسوأ من التأميم بكثير: إنه بديل للرأسمالية، أي تخصيص المكاسب وتأميم الخسائر. وقد أدى الاعتقاد، والواقع، بأن حُرّم الإنقاذ لم تكن عادلة - سخية بصورة غير عادلة مع المصارف، ومكلفة بصورة غير عادلة للمواطنين العاديين - إلى جعل التعامل مع الأزمة أكثر صعوبة. وأصبح من الشائع القول إن ما تقوم عليه الأزمة هو فقد الثقة في النظام المالي. لكن عدم قيام الحكومة بعملية إنقاذ عادلة أسهم في فقدان الثقة فيها.

لقد وضع ردّ الحكومة الاقتصاد على مسار تعافٍ أبطأ وأصعب مما تدعو إليه الحاجة. لا شك في أن الأمور أفضل بكثير الآن مما لو اتبع التكتيك المناقض، أي عدم فعل أي شيء. فلو اتبع ذلك المسار لدفع الأمة فوق حافة الهاوية إلى الكساد.

إذا لم يحدث شيء غير مواتٍ - وهناك كثير من المشاكل التي تلوح في الأفق، مثل مشاكل العقارات التجارية - فستعيد المصارف رسملة نفسها بالتدريج. ومع إبقاء مجلس الاحتياطي الفيدرالي أسعار الفائدة قرب الصفر، ومحدودية المنافسة بين المصارف، فستحقّق المصارف أرباحاً كبيرة بفرض أسعار فائدة مرتفعة حتى على الإقراض المحدود. لكن ذلك سيثبط الشركات عن التوسّع واستخدام مزيد من العمال الجدد. ويأمل السيناريو المتفائل في أن يكون تقدّم إعادة الرسملة أسرع من تفاقم المشاكل، ومن ثم ينجح المسعى على الرغم من التخبّط.

### مجلس الاحتياطي الفيدرالي

لا يكتمل بحث للإنقاذ المالي من دون ذكر مجلس الاحتياطي الفيدرالي. فهو شريك في معظم عمليات الإنقاذ التي ذكرتها للتوّ. لإنقاذ المصرفيين ومساهميهم، بالإضافة إلى تحفيز الاقتصاد، لم تقدم الولايات المتحدة على إنفاق مبالغ هائلة فحسب، وإنما رفع مجلس الاحتياطي الفيدرالي أيضاً ميزانيته العمومية إلى أكثر من الضعفين (وذلك قياساً لحجم قروضه) في بضعة أشهر، من 942 مليار دولار في أوائل أيلول/سبتمبر 2008 إلى أكثر من 2.2 تريليون دولار في أوائل كانون الأول/ديسمبر 2008<sup>(39)</sup>.

عندما تكشفّت الأزمة، تحوّل آلن غرينسبان إلى شرير بعدما كان البطل الذي حقّق "الاعتدال العظيم"، أي الفترة الطويلة من النموّ المستقرّ تقريباً في السنوات الثماني عشر من عهده. بيد أن الرأي العام أبدى لطفاً أكبر تجاه خليفته بن بيرنيك. وفي آب/أغسطس 2009، عندما أعلن الرئيس أوباما أنه سيعيد تعيين



بيرنيك كرئيس لمجلس الاحتياطي الفيدرالي لولاية جديدة، فإنه انتصر لدور بيرنيك في إنقاذ النظام المالي من الخراب. وليس من المفاجئ ألا يشير إلى دور بيرنيك في إيصاله إلى حافة الهاوية. وكما ذكرت في الفصل الأول، حافظ بيرنيك على استمرار الفقاعة. واستبدل "تعهد بيرنيك" "بتعهد غرينسبان" - ضمان قيام مجلس الاحتياطي الفيدرالي بإنقاذ السوق إذا ما حدث أي خلل. وقد ساهم هذا الضمان في تضخم الفقاعة والإفراط في المخاطرة. وعندما انفجرت الفقاعة، أوفى بيرنيك بتعهده.

عندما ظهرت العلامات الأولى للمشاكل في صيف سنة 2007، ضخّ مجلس الاحتياطي الفيدرالي والمصرف المركزي الأوروبي كميات ضخمة من السيولة في السوق: في الأسبوعين الأولين من شهر آب/أغسطس، ضخّ المصرف المركزي الأوروبي نحو 274 مليار دولار، وضخّ مجلس الاحتياطي الفيدرالي 38 مليار دولار في أوائل آب/أغسطس 2007<sup>(40)</sup>. وشارك مصرف الاحتياطي في ذلك الوقت بنشاط في عمليات الإنقاذ اللاحقة. فوسّع تسهيل "مقرض الملاذ الأخير" إلى المصارف الاستثمارية<sup>(41)</sup>. ولم يفعل شيئاً في الواقع لوقفها من القيام بالمخاطر لتجنّب الحريق المدمر، موحياً أن ليس لها أي تأثير جهازي، لكن عندما شبّ الحريق لم يتردد مجلس الاحتياطي الفيدرالي في المخاطرة بمليارات الدولارات من أموال دافعي الضرائب<sup>(42)</sup>. (لو اعتقد مجلس الاحتياطي الفيدرالي أنه لا يملك سلطة رقابية على المصارف الاستثمارية، وأنها ذات أهمية جهازية، لتوجّه إلى الكونغرس وطلب هذه السلطة. لكن عدم طلبه هذه السلطة الرقابية لم يكن مفاجئاً: فقد اقتنع مصرف الاحتياطي بفلسفة إلغاء الرقابة.)

يقوم مجلس الاحتياطي الفيدرالي تقليدياً ببيع سندات الخزينة والسندات الحكومية القصيرة الأجل وشرائها. عندما يشتري السندات، يضخّ السيولة في الاقتصاد، ويؤدي ذلك عادة إلى انخفاض أسعار الفائدة. وعندما يبيع السندات، يحدث العكس تماماً. وليس هناك أي خطر من أن تصبح السندات رديئة - فهي سليمة بقدر سلامة الحكومة الأميركية. ويقترض المصرف أيضاً المصارف بصورة مباشرة، ويتيح لها بإعطائها النقود أن تقرض الآخرين. لكن عندما

يقرض مجلس الاحتياطي الفيدرالي مصرفاً ما، فإنه يطلب عادة ضماناً - سندات الخزينة. وهكذا فإن مجلس الاحتياطي الفيدرالي ليس مصرفاً بالمعنى العادي - فهو لا يقيّم الجدارة الائتمانية على الرغم من أنه يفترض به، كجهة رقابية على المصارف، إغلاق المصارف التي تواجه خطر عدم القدرة على سداد أموال المودعين أو إجبارها على تقديم رأس المال المطلوب. ويسمى مجلس الاحتياطي الفيدرالي الملجأ الأخير للاقتراض إذ إن المصارف "المليئة" تفتقر إلى السيولة في بعض الأحيان، وربما لا تستطيع الحصول على النقود عندما تحتاج إليها. فيوفر مصرف الاحتياطي تلك السيولة.

عندما تكشفت الأزمة، أغرق مصرف الاحتياطي السوق بالسيولة. وبذلك دفع معدلات الفائدة إلى الهبوط نحو الصفر. كان يرمي إلى الحؤول دون تفاقم الأمور سوءاً، وضمان عدم انهيار النظام المالي. لكن لم يكن من المفاجئ ألا تنشط أسعار الفائدة المنخفضة الاقتصاد. فالشركات لن تبدأ في الاستثمار لأن باستطاعتها الحصول على النقود بأسعار زهيدة. بل برزت مشكلة أخرى: لم يؤد إعطاء المصارف كل هذه النقود إلى قيامها بمزيد من الإقراض. فاحتفظت بها لأنها بحاجة إلى السيولة، والوقت غير مناسب لتقديم القروض<sup>(43)</sup>.

عندما تجمّد الإقراض، أدّى مصرف الاحتياطي دوراً جديداً - تحوّل من الملاذ الأخير للإقراض إلى الملجأ الأول له. الشركات الكبيرة لا تحصل على قسم كبير من أموالها من المصارف في الغالب بل بالاقتراض "من السوق" على شكل ما يسمى أوراقاً مالية. وعندما تجمّدت تلك السوق، لم يعد في وسع الشركات العملاقة المحترمة مثل جنرال إلكتريك الاقتراض. في بعض الحالات، مثل جنرال إلكتريك، يرجع سبب ذلك جزئياً إلى أن للشركة قسماً متورطاً في صنع القروض الرديئة. وعندما امتنعت السوق عن شراء تلك الأوراق المالية، قام مصرف الاحتياطي بذلك. لكن بقيامه بذلك، تحوّل مصرف الاحتياطي من مصرفي المصرفيين إلى مصرفي البلد. لم يكن هناك أي دليل على أنه يعرف شيئاً عن تقييم المخاطر - فذلك عمل مختلف تماماً عما كان يفعله في تاريخه الممتد على أربع وتسعين سنة.

ربما كان بعض ما فعله مصرف الاحتياطي لإنعاش المصارف ذا نتائج معاكسة لما يجب أن يكون الدافع الرئيسي للسياسة النقدية - إعادة إطلاق الإقراض ثانية. فقد بدأ بدفع الفوائد على احتياطات المصارف المودعة لديه - وتلك طريقة رائعة لتقديم هدايا كبيرة للمصارف من دون أن يلاحظ ذلك أحد تقريباً، باستثناء أنه شجّعها بذلك على الاحتفاظ بالأموال هناك بدلاً من إقراضها (وهو ما أقرّ به مصرف الاحتياطي نفسه عندما قال لاحقاً إنه لن يرفع الفائدة المدفوعة على الاحتياطات المالية إذا كانت ستضعف الإقراض في حالة وجود تهديد تضخّمي).

لم يكن من المفاجئ أن يحاول مجلس الاحتياطي الفيدرالي (مدعوماً من وزارة الخزانة) دفع سوق الأوراق المالية إلى العمل ثانية من خلال العديد من برامج الضمانات ومشتريات الأوراق المالية، مثل تسهيل قروض الأوراق المالية لأجل المدعومة بضمان أصول (TALF). غير أنه قام بذلك دون إيلاء اهتمام كافٍ للمشكلة الأساسية: أن سوق الأوراق المالية فشلت جزئياً لأن النماذج التي استند إليها التسيّد كانت معيبة جداً. ومن دون القيام بالكثير لإصلاح النماذج، يجب أن نشعر بالتوتّر بشأن إعادة إطلاق الآلية نفسها ثانية<sup>(44)</sup>.

### خطر التضخّم

مع ارتفاع الدين الأميركي اليوم وانتفاخ الميزانية العمومية لمجلس الاحتياطي الفيدرالي، ثمة قلق بشأن التضخّم في المستقبل في جميع أنحاء العالم. وقد عبّر رئيس وزراء الصين علناً عن مخاوفه بشأن قيمة التريليون ونصف التريليون دولار التي أقرضها بلده إلى الولايات المتحدة. فهو، ومواطنوه، لا يريدون أن تصبح هذه الأصول المكتسبة بالجهد والعمل الشاق عديمة القيمة. هناك حافز واضح للسماح للتضخّم بتخفيض القيمة الحقيقية للدين، ربما ليس عن طريق تضخّم مرتفع جداً وإنما بالتدريج على مرّ عشرات السنين عن طريق التضخّم المعتدل الذي يبلغ 6 بالمئة على سبيل المثال. يؤدي ذلك إلى تآكل ثلثي قيمة الدين<sup>(45)</sup>. لكن الولايات المتحدة تقول إنها لن تقدم على مثل ذلك الأمر البتة،

ويبدو أن محافظي المصارف المركزية لديهم جينة إضافية تجعلهم من أشدّ مكافحي التضخّم حماسة. يقول مصرف الاحتياطي إنه سيدير الاقتصاد ببراعة، مخرجاً السيولة عند الحاجة لتجنّب التضخّم. لكن كل من يتفحص إجراءات مصرف الاحتياطي لا يشعر بثقة كبيرة في ذلك.

ما دام معدّل البطالة مرتفعاً، يبقى التهديد الانكماشى قائماً بقدر التهديد التضخمي. الانكماش خطر جدي، إذ عندما تهبط الأجور والأسعار، لا يعود في وسع الأسر والشركات تسديد ما تدين به. فيحدث التخلف عن السداد، ما يضعف المصارف ويطلق تراجعاً لولبياً جديداً. وهكذا يجد مصرف الاحتياطي نفسه عالقاً في معضلة. إذا أخرج السيولة بسرعة كبيرة، قبل استقرار التعافي بقوة، يمكن أن يتراجع الاقتصاد إلى مستويات أعمق. وإذا فعل ذلك ببطء شديد، فثمة خطر حقيقي بحدوث التضخّم - وبخاصة بالنظر إلى حجم فائض السيولة في النظام.

من الصعب جداً القيام بعمل متوازن لأن الآثار الكاملة للسياسة النقدية لا تتحقّق قبل عدة شهور، ولذلك يقول صنّاع السياسات عادة إن عليهم التصرف قبل أن يصبح التضخّم ظاهراً. لكن ذلك يعني أن على مصرف الاحتياطي توقّع ما سيكون عليه الاقتصاد بعد عدة أشهر. وقد تبين أن سجلّ توقّعات مصرف الاحتياطي في هذه الأزمة ضعيف<sup>(46)</sup>. لكن حتى لو كان سجلّه ذا مصداقية أكبر، فليس هناك من يعرف على وجه اليقين ما الشكل الذي سيتخذه هذا التعافي، لأن هذا التراجع مختلف جداً، من العديد من الأوجه، عما تخرّنه ذاكرتنا. لقد حمّل مجلس الاحتياطي الفيدرالي، على سبيل المثال، ميزانيته العمومية بأصول ذات نوعية أدنى مما كانت عليه في الماضي. إن ما يدعو مصرف الاحتياطي إلى التعامل بسندات الخزينة عادة هو وجود سوق كثيفة جداً. ففي وسعه شراء مليارات الدولارات وبيعها بسهولة، لضخّ الأموال في الاقتصاد أو سحبها منه. غير أن أسواق الأصول الأخرى التي حملها مصرف الاحتياطي أكثر رقة بكثير. في استطاعته بيع هذه الأصول (وامتصاص النقود) - لكنه إذا فعل ذلك بسرعة كبيرة فسيخفّض الأسعار، ويعني ذلك تكبّد دافعي الضرائب

خسائر كبيرة. (في أواسط سنة 2009، كان مصرف الاحتياطي يقوم بتمويل الغالبية العظمى من القروض المضمونة برهن عقاري. وقد نجح في المحافظة على انخفاض معدلات الفائدة، أقل بنحو 0.7 بالمئة عما تكون عليه وفقاً لبعض الحسابات. وكان لذلك أهميته في المحافظة على سوق المساكن. لكن في أيلول/سبتمبر 2009 أعلن مجلس الاحتياطي الفيدرالي أنه سيوقف هذا البرنامج في نهاية شهر نيسان/أبريل 2010. وذلك يعني أن من المرجح أن ترتفع معدلات الفائدة على القروض المضمونة برهن عقاري، وسيعرض كل من يمنح قروضاً مضمونة برهن عقاري بمعدل فائدة ثابت بالأسعار المنخفضة القديمة لخسائر رأسمالية كبيرة. لذا فقد أحجم القطاع الخاص عن تقديم قروض مضمونة برهن عقاري لتجنب تكبد الخسائر. وهكذا أدى التمويل الذي يقدمه مصرف الاحتياطي إلى "إبعاد استثمارات" القطاع الخاص. وستراجع قيمة هذه الأصول في السوق حتى إذا لم يحاول مصرف الاحتياطي بيع العقارات المرهونة لأن أسعار الفائدة على المدى الطويل سترتفع عند توقّف هذه التدابير الاستثنائية وعودة أسعار الفائدة القصيرة الأجل إلى مستوياتها السوية<sup>(47)</sup>.

غير أن هناك بعض الطرق التي يمكن أن يتبعها مصرف الاحتياطي لتثبيط الإقراض من دون بيع عقاراته المرهونة وتجنب الإقرار بهذه الخسائر (إذا أراد القيام بذلك). اقترح مجلس الاحتياطي الفيدرالي على سبيل المثال دفع فوائد مرتفعة على الودائع لديه، لتشجيع المصارف على عدم الإقراض - إذا بدا التعافي مفرطاً. لكن تلك أداة غير مجربة نسبياً - ليس هناك من طريقة لمعرفة الآثار الدقيقة لرفع الفائدة المدفوعة على الاحتياطيات بمقدار 2 بالمئة مثلاً. كما أن ذلك يحمل الحكومة تكاليف مرتفعة - ولا يمكن تجاهل هذه التكاليف مع تزايد العجز.

إذا حقّق مصرف الاحتياطي التوازن الصحيح بالضبط، فربما يتمكن من إدارة الاقتصاد من دون تضخم أو انكماش. لكنني لا أعول على ذلك. وأعتقد أن مخاطر حدوث تراجع أكبر من مخاطر التضخم: في الطريق إلى الأزمة، بدا مجلس الاحتياطي الفيدرالي متناغماً مع تفكير وول ستريت أكثر من مخاوف مين

ستريت [الشركات الصغيرة]، وكذا بالنسبة إلى عمليات الإنقاذ. ومن المرجح أن يستمرّ هذا النمط<sup>(48)</sup>.

ربما تساعد الأسواق في التكيف - لكن ليس بطريقة تعزّز الاستقرار بالضرورة. إذا شعرت الأسواق بالخوف من التضخم، فسترتفع أسعار الفائدة الطويلة الأجل، وسيضعف ذلك الاقتصاد، بصورة مباشرة لأنه سيقلّل الطلب على الاستثمارات الطويلة الأجل، وبصورة غير مباشرة لأن المصارف ستجد حافزاً في الاحتفاظ بالسندات الحكومية الطويلة الأجل بدلاً من تقديم القروض<sup>(49)</sup>. لكن، كما رأينا، ليس هناك ما يدعو للاعتقاد بأن السوق تستطيع معايرة استجابتها بصورة صحيحة. وذلك يزيد من صعوبة استجابة مجلس الاحتياطي الفيدرالي، إذ ليس عليه أن يتوقّع معدلات التضخم في المستقبل وردود السوق على التوقّعات التضخّمية فحسب، وإنما ردّ فعل السوق أيضاً على أي إجراءات قد يتخذها<sup>(50)</sup>. الرجوع إلى السلوك السابق قد لا يقدّم توقّعات يعول عليها. فالمشاكل ذات حجم لا سابق له، وبما أن المشاركين في السوق يعرفون ذلك، فربما تكون ردود أفعالهم على ما قد تقوم به الحكومة مختلفة. لقد انتقل بعض مشكلة فرط نسبة المديونية من القطاع الخاص إلى الحكومة إلى حدّ ما (مجلس الاحتياطي الفيدرالي ووزارة الخزانة). ربما يكون ذلك معقولاً كتدبير قصير الأجل رداً على الأزمة. لكن تبقى مشكلة خفض نسبة المديونية الإجمالية للاقتصاد.

### مجلس الاحتياطي الفيدرالي: إجراءاته وحوكمته

أدى مجلس الاحتياطي الفيدرالي دوراً مركزياً في كل فصل من فصول هذه الدراما، من إنشاء الأزمة عبر تراخي الرقابة والسياسات النقدية غير المحكمة إلى الفشل في التعامل بفعالية مع عواقب انفجار الفقاعة<sup>(51)</sup>. لقد حدث فشل في التوقّع والسياسة، وخُصّص جانب كبير من هذا الفصل لبحث عواقب عمليات الإنقاذ الرديئة التصميم التي أعقبت إفلاس مصرف ليمان براندرز.

من الطبيعي أن نتساءل كيف نفسّر هذه الإخفاقات المستمرة؟ يشتمل بعض الإجابة على مجموعة من الأفكار الغريبة، بما في ذلك الاعتقاد بأن

الأسواق تنجح دائماً - وبما أنها تنجح دائماً، فثمة حاجة ضئيلة إلى الرقابة والخوف من الفقاعات. ولعل لجزء من الإجابة عن سبب نفوذ مثل هذه الأفكار علاقة بحكمة مجلس الاحتياطي الفيدرالي.

أثار ارتفاع أسعار الأصول حفلات الفرح في وول ستريت. وتقول الحكمة الماثورة إن على مجلس الاحتياطي الفيدرالي أن يضبط مثل هذه الحفلات - وبخاصة لأن هناك آخرين عليهم أن يدفعوا تكلفة التنظيف في الصباح التالي. لكن رئيسي مجلس الاحتياطي الفيدرالي غرينسبان وبيرنيك لم يشاء أن يكونا مفسدين للحفلات، لذا كان عليهما استنباط سلسلة من الحجج المغلوطة التي تبرّر وجوب الجلوس من دون تحريك ساكن: ليس هناك أشياء مثل الفقاعات، ولا يستطيع المرء معرفة وجود فقاعة حتى إذا كانت موجودة، ومصرف الاحتياطي لا يملك أدوات تنفيس الفقاعة، وهو يجيد على أي حال تنظيف الفوضى بعد انفجار الفقاعة. (في الفصل التاسع، سأشرح الخطأ الذي تنطوي عليه كل من هذه الادعاءات).

من أسباب تمكّن مجلس الاحتياطي الفيدرالي من الإفلات بفعلته أنه ليس مسؤولاً مباشرة أمام الكونغرس أو الإدارة. فليس عليه الحصول على إذن الكونغرس للمخاطرة بمئات المليارات من أموال دافعي الضرائب. وذلك من أسباب لجوء الإدارتين إلى مجلس الاحتياطي الفيدرالي: كانتا تحاولان الالتفاف على العمليات الديمقراطية، لمعرفتهما أن كثيراً من الإجراءات لا تحظى بدعم شعبي كبير.

لقد أشاع محافظو المصارف المركزية مبدأ وجوب استقلال المصارف المركزية عن العملية السياسية. ووجدت العديد من البلدان النامية المستقلة حديثاً أن من الصعب تقبّل ذلك: لقد أبلغت عن أهمية الديمقراطية، لكن عندما يتعلّق الأمر بالسياسة الاقتصادية الكلية والسياسة النقدية، وهي مجموعة من القرارات التي لها تأثير كبير على حياة شعوبها، أبلغت أن من المهم جداً أن تترك للعمليات الديمقراطية العادية. الحجة التي تدعم الاستقلالية هي أنها تزيد "المصداقية" - عدم خضوع المصرف المركزي للمطالب الشعبية المتوسّعة - ويعني ذلك تراجع التضخّم وتزايد الاستقرار.

في هذه الحادثة الأخيرة، لم يكن أداء بعض محافظي المصارف المركزية المستقلين جيداً بقدر أداء من يخضعون للمساءلة السياسية المباشرة، ربما لأنهم لا يخضعون كثيراً لنفوذ الأسواق المالية. لا يوجد في البرازيل والهند مصرف مركزي مستقل تماماً، لذا كان أدائهما جيداً، أما المصرف المركزي الأوروبي ومجلس الاحتياطي الفيدرالي فكان أدائهما رديئاً.

تنطوي السياسة الاقتصادية على مقايضات - رابحين وخاسرين - ولا يجب ترك مثل هذه المقايضات للتكنوقراطيين فحسب. يستطيع التكنوقراطيون اتخاذ قرارات في مسائل تتعلق بنوع برامج الحواسيب المستخدمة، لكن السياسات النقدية تنطوي على مقايضات بين التضخم والبطالة. حملة السندات يشعرون بالقلق بشأن التضخم، والعمال يقلقون بشأن وظائفهم. وقد رأى بعض الاقتصاديين أنه لا يوجد مثل هذه المقايضات على المدى الطويل - انخفاض معدل البطالة كثيراً يثير التضخم المتزايد دائماً. لكن حتى إذا لم يكن هناك مقايضات على المدى الطويل، فإنها موجودة على المدى القصير، وثمة عدم يقين بشأن المعدل الحاسم الدقيق الذي ينطلق دونه التضخم (يسمى تقنياً معدل البطالة غير المتسارع)، وذلك بدوره يعني أن السياسة تؤثر على من يتحمل المخاطر.

ثمة أمر لا يمكن الاختلاف عليه، بصرف النظر عن آراء المرء بشأن مسألة استقلالية المصرف المركزي القائمة منذ مدة. عندما يقوم المصرف المركزي لبلد ما بعملية إنقاذ كبيرة، مخاطراً بأموال الشعب، فإنه يتخذ إجراء يجب أن يكون مسؤولاً عنه مسؤولية سياسية مباشرة، ويجب القيام بذلك الإجراء بطريقة شفافة. لقد تناولت سابقاً الهدايا غير الشفافة (وغير الضرورية) التي قُدمت إلى المصارف كجزء من برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة. بل تم تقديم هدايا أقل شفافية من خلال مجلس الاحتياطي الفيدرالي، بما في ذلك 13 مليار دولار تدفقت إلى شركة غولدمان ساكس والمصارف الأجنبية من خلال عملية الإنقاذ التي قام بها مجلس الاحتياطي الفيدرالي للمجموعة الدولية الأمريكية إليه أي جي - وهي معلومات لم يكشف مجلس الاحتياطي الفيدرالي عنها إلا تحت



ضغط الكونغرس. وثمة عمليات إنقاذ أخرى قام بها مجلس الاحتياطي الفيدرالي (مثل إنقاذ مصرف بير ستيرنز) لا تقلّ شفافية عن ذلك، حيث لا يزال دافعو الضرائب غير متيقّنين من مقدار المخاطر التي يواجهونها<sup>(52)</sup>.

ينبثق معظم محافظو المصارف المركزية من التقاليد المصرفية التي تقوم على مبدأ السرية. بيد أن من لديهم خلفية أكاديمية أكبر - مثل محافظ المصرف المركزي البريطاني ميرفن كنغ - يمارسون الضغوط من أجل مزيد من الانفتاح. بل ثمة من يقول إن المعلومات الجيدة تحسّن كفاءة الأسواق - وتقلّل من المفاجآت. لقد دعا بن بيرنيك إلى مزيد من الشفافية عندما تولّى منصبه، لكن نطاق الشفافية تقلّص عندما تزايدت الحاجة إليها - لأسباب سرعان ما اتضحت. وبمرور الوقت، تبين على نحو متزايد أن دور السرية هو إخفاء القرارات السيئة. لكن لا يمكن أن تكون هناك مساءلة ديمقراطية فعّالة بوجود السرية<sup>(53)</sup>.

مع أن مشاكل الحوكمة هذه سيئة، فإن تلك القائمة في مجلس الاحتياطي الفيدرالي لولاية نيويورك، الذي أدّى دوراً كبيراً جداً في عملية الإنقاذ، تتسم بمزيد من السوء. يتم انتخاب مسؤولي مصرف الاحتياطي من قبل مجلسه، الذي يتكوّن بدوره من المصارف والشركات في تلك المنطقة. ويُنتخب ستة من تسعة مديرين من المصارف أنفسها. على سبيل المثال، كان أحد مديري مجلس الاحتياطي الفيدرالي لولاية نيويورك رئيس مجلس إدارة شركة جي بي مورغان تشيس ورئيسها التنفيذي، وهي من المستفيدين من المساعدة السخية التي قدّمها المصرف. وكان الرئيس التنفيذي لسيتي بنك، وهو متلقّ آخر للمساعدة، مديراً عند انتخاب غيثر<sup>(54)</sup>. وكما بحثنا في الفصل الثاني، كانت محاولات مجلس الاحتياطي الفيدرالي لولاية نيويورك بشأن الرقابة الذاتية مريبة في أحسن الأحوال، لكن عندما أدّى دوراً مركزياً في تصميم عمليات الإنقاذ - البرامج التي تعرّض أموال دافعي الضرائب للخطر - ازداد عمق الشكوك بشأن قدرته على الرقابة الذاتية.

مع أن مجلس الاحتياطي الفيدرالي في واشنطن يستفيد من إشراف ومساءلة أفضل، فإن الدور الذي أدّاه في عمليات الإنقاذ مثير لإزعاج شديد. فقد

كان الأداة غير الشفافة التي اختارتها إدارتا بوش وأوباما عندما تزايدت تكلفة عمليات الإنقاذ وأصبح السلوك السيئ للمصارف أكثر وضوحاً. لكن تبقى التكاليف النهائية الكاملة لعمليات الإنقاذ وبرامج الإنقاذ من خلال مجلس الاحتياطي الفيدرالي - وملتقو الهدايا السخية - مجهولين.

### ملاحظات ختامية

كانت سلسلة الجهود التي بذلت لإنقاذ النظام المصرفي معيبة جداً، ويرجع ذلك جزئياً إلى أن المسؤولين عن الفوضى إلى حد ما - كدعاة لإلغاء الرقابة، أو جهات رقابية فاشلة، أو كمصرفيين استثماريين - هم الذين عُهد إليهم بإصلاحها. وربما ليس من المفاجئ أنهم استخدموا جميعاً المنطق الذي أحدث الاضطراب في القطاع المالي لإخراجه منه. فقد انخرط القطاع المالي في معاملات عالية المديونية وعديمة الشفافية، وكثير منها خارج الميزانية العمومية، واعتقد أنه يستطيع أن يخلق القيمة بنقل الأصول وإعادة تغليفها. واستند نهج إخراج البلد من الفوضى إلى "المبادئ" نفسها. نُقلت الأصول الرديئة من المصارف إلى الحكومة - لكن ذلك لا يجعلها أقل رداءة. وأصبحت الضمانات غير الشفافة التي لا تظهر في الميزانيات العمومية السمة المألوفة لوزارة الخزانة والمؤسسة الفيدرالية لضمان الودائع ومجلس الاحتياطي الفيدرالي. وأصبحت نسبة المديونية المرتفعة (الظاهرة والمستترة) سمة للمؤسسات العامة فضلاً عن الخاصة.

بيد أن الأسوأ من ذلك هو تبعات ذلك على الحوكمة. فالدستور يمنح الكونغرس سلطة الرقابة على الإنفاق. لكن مجلس الاحتياطي الفيدرالي اتخذ إجراءات هو يعرف تمام المعرفة أن دافعي الضرائب هم الذين سيتحملون تكاليفها إذا تبين أن الضمان الذي يأخذه مقابلها رديء. المسألة لا تتعلق بما إذا كانت الإجراءات قانونية أم لا: إنها محاولة متمدة للالتفاف على الكونغرس، لأنهم يدركون أن الشعب الأميركي سيحجم عن الموافقة على مزيد من السخاء مع من تسببوا بكثير من الضرر وأقدموا على تصرفات سيئة جداً.

أقدمت الحكومة الأميركية على ما هو أسوأ من محاولة إعادة إنشاء النظام المالي السابق: قوّت المصارف الأكبر من أن تفشل، وأدخلت مفهوماً جديداً - أكبر من أن تحلّ مالياً، وفاقت مشاكل الخطر الأخلاقي، وحملت أجيال المستقبل بأعباء الدين، وألقت بظلال مخاطر التضخم على الدولار الأميركي، وقوّت شكوك كثير من الأميركيين بشأن العدالة الجوهرية للنظام.

المصارف المركزية، مثل البشر، ليست معصومة عن الخطأ. لذا يدعو بعض المراقبين إلى تُهَجّ بسيطة للسياسات قائمة على القواعد (مثل النظرية النقدية واستهداف التضخم)<sup>(55)</sup> لأنها تقلّل احتمال الخطأ البشري. لقد أدّى الاعتقاد بأن الأسواق تستطيع الاعتناء بنفسها ومن ثم يجب ألا تتدخل الحكومات إلى حدوث أكبر تدخل حكومي في السوق على مرّ التاريخ، ونتج عن اتباع القواعد المفرطة البساطة اضطرار مصرف الاحتياطي المركزي اتخاذ إجراءات استثنائية تتجاوز تلك التي اتخذها أي مصرف مركزي في التاريخ. اضطر إلى اتخاذ قرارات حياة أو موت بالنسبة إلى كل مصرف من دون الاسترشاد حتى بمجموعة واضحة من المبادئ.



أشار العديد من المعلقين<sup>(56)</sup> إلى عمليات الإنقاذ الهائلة والتدخلات الحكومية في الاقتصاد بأنها اشتراكية ذات خصائص أميركية، شيء مماثل لمسيرة الصين نحو ما تسمّيه "اقتصاد السوق بخصائص صينية". لكن هذا الوصف غير دقيق كما أشار أحد الأصدقاء الصينيين: يفترض بالاشتراكية الاهتمام لأمر الشعب. والاشتراكية على الطريقة الأميركية لم تفعل ذلك. لو أنفقت النقود على مساعدة من يفقدون بيوتهم، لكان ذلك التوصيف صحيحاً. أما بحالته الحاضرة فإنه لا يعدو أن يكون نسخة موسّعة من رعاية الشركات على الطريقة الأميركية.

تولّت الحكومة دوراً جديداً في الأزمة الراهنة - "الملجأ الأخير لتحمل المخاطر". فعندما بلغت الأسواق الخاصة نقطة الأزمة، نُقلت جميع المخاطر إلى الحكومة. إن شبكة الأمان يجب أن تركز على الأفراد، لكن وُسّعت هذه الشبكة

لتشمل الشركات ظناً بأن نتائج عدم القيام بذلك ستكون مهولة جداً. وعندما تتسع الشبكة يصبح من الصعب طيها: الشركات تدرك أنها إذا كانت كبيرة بالقدر الكافي ويشكل فشلها تهديداً كافياً للاقتصاد - أو إذا كانت تتمتع بنفوذ سياسي كافٍ - فإن الحكومة ستتحمل مخاطر الفشل. لذا لا بدّ من الحؤول دون أن تصبح المصارف كبيرة جداً.

لا تزال هناك فرصة ليستعيد النظام السياسي الأميركي القليل من الثقة في نفسه. صحيح أن وول ستريت استخدمت نفوذها ونقودها للحصول على إلغاء الرقابة، وتلا ذلك بسرعة أكبر عمليات الإنقاذ سخاء في تاريخ البشرية. وصحيح أن الحكومة فشلت في إعادة هيكلة النظام المالي بطرق تقلل احتمال حدوث أزمة مماثلة، وتقوّي أقسام النظام المالي التي تفعل ما يفترض بها أن تفعله - إدارة المخاطر وتوزيع رأس المال. لكن لا تزال هناك فرصة لإعادة الرقابة، وتصحيح أخطاء الماضي. ولا بدّ من القيام بذلك بسرعة: فقد يفقد أحد جانبي النضال، دافعوا الضرائب الذين اضطروا إلى تحمّل عبء تكاليف فشل القطاع المالي، الاهتمام عندما يتعافى الاقتصاد، فيما يمتلك الجانب الآخر، أي المصارف، جميع الحوافز التي تدفعه إلى مواصلة القتال لضمان أكبر قدر يستطيع الحصول عليه من الحرية في تحقيق الأرباح. لكن بما أن هيكل النظام المالي تردي وأنت الطريقة المتبعة في عمليات الإنقاذ إلى مفاقمة مشكلة الخطر الأخلاقي، فقد تعاظمت الحاجة إلى إعادة فرض الرقابة.

في الفصل التالي أتناول المعركة التالية في الحرب لإصلاح النظام المالي - معركة الرقابة.



## الفصل السادس

### انتصارات الجشع على حسن التدبير

**يتكرر** بروز ظواهر الإفراط في المخاطرة من قبل المصارف، وكثرة تضارب المصالح، وتفشّي السلوك الاحتياالي عندما ينقلب الازدهار إلى إفلاس، وهذه الأزمة ليست استثناء. في أعقاب آخر ازدهار كبير، وهو الازدهار الذي أفضى إلى الكساد العظيم، سعى مهندسو البرنامج الجديد (New Deal) (\*) إلى معالجة هذه المشاكل الخبيثة بإنشاء هيكل رقابي جديد<sup>(1)</sup>. غير أن الذاكرة قصيرة، ونصف قرن مدة طويلة. وعندما تولّى رونالد ريغان الرئاسة، لم يكن يوجد كثير ممن عاصروا الكساد العظيم ليرووا أخباره التحذيرية، ولم تُستوعب دروسه من كتب التاريخ. فقد تغيّر العالم، أو هكذا أقنع الخبراء الماليون الجدد أنفسهم. ظنّوا أنهم أنكى بكثير، وأكثر فهماً من الناحية التقنية. وأن التقدّم العلمي أفضى إلى استيعاب أفضل للمخاطر، ما مكّن من ابتكار منتجات جديدة لإدارة المخاطر.

كانت المصارف الأميركية تعاني من العديد من المشاكل، مثلما لم يكن

(\*) سلسلة من الإصلاحات الاجتماعية والاقتصادية والحكومية أطلقها إدارة الرئيس فرانكلين د. روزفلت رداً على الكساد العظيم في الثلاثينيات - [المترجم].

هناك غلطة كبيرة واحدة فقط في إنشاء القروض المضمونة برهن عقاري والتسديد، بل العديد من المشاكل. وأي من هذه المشاكل يكفي للتسبب بضرر خطير، لكن عندما تجتمع هذه المشاكل معاً يصبح المزيج متفجراً. في الوقت نفسه، لم يطلق أحد نفي التحذير - لا المستثمرون (الذين يُفترض بهم الإشراف على أموالهم)، ولا مديرو صناديق الأموال (الذين يُفترض بهم الإشراف على النقود التي ائتمنوا عليها)، ولا حتى الجهات الرقابية (التي نأتمنها على الإشراف على النظام المالي بأكمله).

لم يكن شعار السوق الحرة يعني التخلص من الرقابة والضوابط القديمة فحسب وإنما أيضاً عدم القيام بشيء لمعالجة تحديات القرن الحادي والعشرين الجديدة، بما في ذلك تلك التي تشكّلها المشتقات الجديدة. ولم تكتفِ وزارة الخزانة ومجلس الاحتياطي الفيدرالي بعدم اقتراح ضوابط رقابية، بل قاومت بشدة - وأحياناً بعنف - أي مبادرة للقيام بذلك. في التسعينيات (1990يات)، دعا رئيس هيئة الاتجار بعقود السلع الآجلة، بروكسلي بورن، إلى مثل هذه الرقابة - وهو أمر اتخذ طابعاً ملحاً بعدما صمّم مجلس الاحتياطي الفيدرالي لولاية نيويورك في سنة 1998 عملية إنقاذ صندوق إدارة رأس المال الطويل الأجل، وهو صندوق تحوّل تزيد أصوله على تريليون دولار، وكاد أن يُحدث فشله انهياراً للسوق المالية العالمية بأكملها. لكن وزير الخزانة روبرت روبين، ونائبه لاري سامرز، وآلن غرينسبان عارضوا ذلك بعناد ونجحوا في التصدي له<sup>(2)</sup>. ولضمان عدم عودة الجهات الرقابية إلى رشدها في المستقبل، مارس المتعاملون في الأسواق المالية ضغوطاً شديدة وناجحة لإصدار تشريع يحرص على بقاء الأوراق المالية المشتقة غير خاضعة للرقابة (قانون تحديث عقود السلع الآجلة لسنة 2000).

استخدم هؤلاء في قتالهم التكتيكات نفسها التي شاهدنا المصارف تستخدمها للحصول على حزم الإنقاذ الهائلة، وهو التكتيك الذي استخدم جزئياً لضمان إعادة تعيين غرينسبان قبل بضع سنوات<sup>(3)</sup>، أي تكتيك الخوف: إذا خضعت المشتقات للرقابة، فستنهار الرأسمالية التي عرفناها. وسيحدث اضطراب

نو أبعاد غير مسبوقه في السوق، ولن تدار المخاطر بكفاءة. ويبدو أن المؤمنين بقوة الأسواق الرأسمالية كانوا يعتقدون أيضاً أنها شديدة الهشاشة - لا تستطيع البقاء حتى عند الحديث همساً عن إجراء تغيير في القواعد<sup>(4)</sup>.

عند دفع هذا الكتاب للطباعة، بعد مرور سنتين تقريباً على بداية الركود، لم يكن قد نُفذ الكثير لإصلاح الرقابة المالية. سيتم القيام بشيء ما - لكن من المؤكد تقريباً أن يكون أقل مما تدعو إليه الحاجة: ربما يكفي لتحقيق النجاح بعد تخبُّط، لكنه ليس كافياً لتجنُّب أزمة جديدة. بل إن المساعي لإلغاء الرقابة لا تزال متواصلة: تمَّ إضعاف قانون سَرْبِينز - أوكسلي<sup>(5)</sup> الذي أقرَّ في أعقاب فضيحة شركة إنرون لضمان الحوكمة الرشيدة للشركات وحماية الاستثمارات. الصناعة ذكية - أياً تكن الضوابط الرقابية المفروضة، فستتوصَّل إلى طرق للالتفاف عليها. لذا يجب أن تكون الرقابة شاملة وديناميكية. الشيطان يكمن في التفاصيل. وبوجود ضوابط رقابية معقَّدة و"خضوع" السلطات الرقابية لسيطرة من يُفترض بها أن تراقبهم، ثمة خطر من أن تتيح التفاصيل للمصارف القدرة على القيام بكثير مما كانت تقوم به من قبل. ولذلك يجب أن تكون الضوابط الرقابية بسيطة وشفافة، وأن يُصمَّم الهيكل الرقابي لتجنُّب النفوذ المفرط للأسواق المالية.

### الحاجة إلى الرقابة

أوضحت الأزمة بجلاء أن الرقابة الذاتية - التي رَوَّجت لها الصناعة المالية والتي أراها تجمع بين تناقض الضدَّين - لن تنجح. لقد شهدنا فشل المصارف في تقييم مخاطرها. وعندما اعترف غرينسبان أخيراً بوجود خلل في موقفه من الرقابة، فإنه قال إن ذلك يرجع إلى أن أداء المصارف كان سيئاً جداً في رعاية مصالحها<sup>(6)</sup>. لم يكن يعتقد أنها ستقدم على مخاطر تعرَّض وجودها للتهديد، ويبدو أنه لم يدرك أهمية الحوافز - التي شجَّعت على الإفراط في المخاطرة.

لكن حتى لو كان مصرف ما يدير مخاطره بطريقة جيدة، فإن ذلك لا يعالج المخاطر المنظومية (systemic risk). يمكن أن توجد المخاطر المنظومية



من دون وجود أي مصرف ذي أهمية للنظام المالي إذا تصرّفت جميع المصارف على نحو متماثل - مثلما فعلت بالنظر إلى عقلية القطيع السائدة لديها. وتلك نقطة مهمة جداً، لأن جانباً كبيراً من النقاش الراهن يتركز على الرقابة على المؤسسات الكبيرة ذات الأهمية للنظام المالي. إن ذلك مهم لكنه ليس كافياً.

إذا استخدمت جميع المصارف نماذج معيبة، فإن العيب الموجود في النموذج سيقودها مثلاً إلى تقديم قروض رديئة - ثم محاولة بيع هذه القروض في الوقت نفسه. وذلك ما حدث بالضبط. فقد راهنت جميع المصارف على عدم وجود فقاعة عقارية حقيقية، وأن أسعار العقارات لن تهبط. وراهن جميعها على أن أسعار الفائدة لن ترتفع، وأن المقترضين سيتمكنون من تسديد قروضهم إذا ارتفعت. كانت تلك رهانات حمقاء، وعندما تبين أن العالم مختلف عما يأملون فيه، واجهت جميعها الاضطراب، من دون ذكر النظام نفسه.

إذا واجه أحد المصارف مشكلة واضطر إلى تسهيل أصوله، تكون تلك مسألة سهلة. لكن عندما تواجه عدة مصارف مشكلة ما، وتضطر جميعها إلى تسهيل أصول مماثلة، فستهبط أسعار الأصول. تحصل المصارف مقابل الأصول على أقل مما كانت تعتقد، وتتفاقم مشاكلها أسياً. لم تلتقط النماذج التي تستخدمها المصارف نفسها هذا النوع من "الترايط" - التكافل بين أفعال مختلف المصارف. فذلك ليس من الأمور التي تكشفها الرقابة الذاتية. لكنه من الأمور التي يمكن أن يكتشفها المراقب الجيد.

تعمل معظم الأسواق عادة بطريقة جيدة من تلقاء نفسها. لكن ذلك لا ينطبق عندما توجد عوامل خارجية، أي عندما تؤثر أعمال طرف ما تأثيراً معاكساً على الآخرين. وتشيع العوامل الخارجية في الأسواق المالية، التي كلّفت إخفاقاتها المجتمع والاقتصاد غالباً. إن وجود ضمان الودائع يعرّض دافعي الضرائب للخطر إذا أقدمت المصارف على الإفراط في المخاطر، لذا على الحكومة أن تحرص على أن تتصرّف المصارف التي تضمنها بحكمة. وقد اعتاد البروفيسور جيرالد كابرियो من كلية وليامز، كان يعمل معي في البنك الدولي، القول إن هناك نوعين من البلدان - من لديهم ضمان للودائع ويعرفون ذلك، ومن

لديهم هذا الضمان ولا يعرفون. في زمن الأزمة، تقوم الحكومات بإنقاذ المصارف، سواء أكان هناك ضمان للودائع أم لا - وتلك حقيقة ثابتة اتضحت في الأزمة الراهنة. لكن إذا كان على الحكومة التدخل للملزمة الأجزاء، فإن عليها أن تبذل ما في وسعها لتجنب الحوادث.

شدّدت في هذا الكتاب على أهمية "تقشير البصل" والتوصّل إلى معرفة ما يوجد تحت كل من هذه الأخطاء. لقد فشلت الأسواق، ومن أسباب ذلك وجود عوامل خارجية كبيرة. لكن هناك أسباباً أخرى. وقد أشرت بصورة متكرّرة إلى عدم التوافق بين الحوافز - لم تكن حوافز المسؤولين عن المصارف متسقة مع أهداف المساهمين والمجتمع على العموم. كما أن مشتري الأصول يفتقرون إلى المعلومات الكاملة دائماً: مع أن من الوظائف الاجتماعية للأسواق المالية جمع المعلومات وتقييمها وتعميمها، فإن لديها القدرة أيضاً على استغلال من يفتقرون إلى المعلومات، وقد فعلت ذلك بقسوة.

قبل الأزمة، اعتقد غرينسبان والآخرين ممن يدعون إلى الرقابة الدنيا أن على الحكومة، إلى جانب الرقابة الذاتية للمؤسسات المالية، التركيز على حماية صغار المستثمرين فحسب، وحتى عندئذ كان هناك اعتقاد متزايد بأن على المشتري أن يحترس<sup>(7)</sup>. بل عندما ظهرت أدلة على وجود إقراض نهبي فاحش، كان الرأي الشائع أن على الأفراد الاعتناء بأنفسهم. وبانحسار المدّ تبين أن تكاليف هذه النظريات المعيبة الداعية إلى إلغاء الرقابة هائلة، وأنها امتدّت إلى الاقتصاد العالمي بأكمله. ولم تكن المزايا المزعومة لحقبة الابتكارات سوى وهم وخيال. في هذا الفصل أبحث لماذا لم يعمل النظام المالي جيداً كما ينبغي وبعض الإصلاحات الأساسية للقطاع المالي - تحسين الحوافز والشفافية، والقيود على المخاطرة المفرطة، وخفض تهديد المصارف الأكبر من أن تفشل، والقيام بشيء بشأن بعض المنتجات المالية المثيرة للمشاكل، بما في ذلك المشتقات.

## الحوافز المعيبة

المصرفيون (بمعظمهم) لا يولدون أكثر جشعاً من الأشخاص الآخرين. بل ربما يحظون بفرصة أكبر وحوافز أقوى للمكر على حساب الآخرين. عندما تنسجم المكافآت الخاصة مع الأهداف الاجتماعية بصورة جيدة، تكون الأمور على ما يرام، وعندما لا تتوافق يمكن أن تصبح قبيحة. في اقتصاديات السوق، تكون الحوافز منسجمة عادة. على سبيل المثال، في السوق التنافسية، يكون العائد الإضافي لشركة تنتج طناً إضافياً من الفولاذ ثمن الفولاذ، وتنعكس قيمة الطن الإضافي من الفولاذ في السعر، كما أن تكلفة إنتاج الطن الإضافي من الفولاذ هي قيمة المدخلات الإضافية (خام الحديد والفحم، إلخ) المستخدمة في الإنتاج والتي تنعكس في تكاليف هذه المدخلات. لذا عندما تعظم الشركات أرباحها فإنها تعظم أيضاً الرفاه الاجتماعي من الناحية المثالية - الفارق بين قيمة ما أنتج في المجتمع وقيمة الموارد المستخدمة في الإنتاج. غير أن الحوافز في الأسواق المالية مشوّهة، وشديدة التشويه في الغالب.

من الأمثلة المهمة على تشوّه الحوافز كيفية دفع أجور بعض المديرين التنفيذيين: عن طريق خيارات شراء الأسهم. في القطاع المالي، يدفع الجزء الأكبر من المكافآت على شكل علاوات ذات صلة بالدخل (الرسوم) المتحقق. ويرى المؤيدون لنظام المكافآت أنها تقدّم حوافز قوية كي يجدّ المديرين التنفيذيون في العمل. وهذه المقولة مراوغة لأن المديرين التنفيذيين يجدون طرقاً للحصول على أجور جيّدة حتى عندما يتعثّر أداء الشركة. ويبدو أن العلاقة ضئيلة بين الأجر والأداء، وتلك حقيقة تجلّت عندما حصل المديرين التنفيذيون في شركات حققت خسائر قياسية على علاوات تبلغ عدة ملايين من الدولارات. بل إن بعض الشركات بلغت حدّ تغيير اسم الأجر من علاوات الأداء إلى علاوات الاحتفاظ بالموظفين. خلاصة القول هي أن الأجر مرتفع سواء أكان الأداء جيداً أو رديئاً<sup>(8)</sup>.

لقد تم التخلّي منذ مدة طويلة عن "الدفع مقابل الأداء" في العديد من القطاعات التي استخدمته. فإذا دُفع للعمال على أساس الأجر بالقطعة وكان لديهم

أي قدر من الحكمة - ومعظمهم يتمتع بها - فسيصنعون أردأ المنتجات التي يمكنهم صنعها من دون التعرّض لعواقب وخيمة. فهم يتلقّون الأجر على أساس الكمية لا النوعية. وقد حدثت هذه الظاهرة في السلسلة المالية، لا سيما في هذه الأزمة عندما أنتج سماسرة العقارات قدر ما يستطيعون من القروض - بصرف النظر عما إذا كان يمكن سداد القروض أم لا. وأنتجت المصارف الاستثمارية قدر ما تستطيع من المنتجات المعقّدة بضمان رهن عقاري رديء لأنهم يتقاضون أجراً على ذلك.

كان لدى المديرين التنفيذيين الذين يُدفع لهم بخيارات الأسهم حافزاً لبذل ما في وسعهم من أجل رفع سعر سهم شركتهم - بما في ذلك المحاسبة الخلاقية. فكلما ارتفع سعر السهم تحسّن دخلهم. وهم يعرفون أن أسعار الأسهم ترتفع كلما ارتفعت الأرباح المعلنة، ويعرفون أيضاً أن من السهل خداع الأسواق. ومن أسهل طرق زيادة الأرباح المعلن عنها التلاعب بالميزانية العمومية، وإبعاد الخسائر المحتملة عنها بيد وتسجيل الرسوم المربحة باليد الأخرى. وقد أُنذر المستثمرون والمراقبون مسبقاً، لكن يبدو أنهم لم يتعلّموا الدرس: المحاسبة الخلاقية تقف وراء العديد من الفضائح ذات الصلة بالفقاعة التقنية (الدوت كوم) في أواخر التسعينيات (1990يات)<sup>(9)</sup>.

في مخططات الحوافز الديناميكية في القطاع المالي، يشارك المصرفيون في الأرباح من دون الخسائر. وتستند العلاوات إلى الأداء على المدى القصير لا الطويل.

لا شك في أنه يوجد لدى القطاع المالي الحافز لركوب المخاطر التي تجمع بين احتمال كبير لتحقيق عائد غير عادي واحتمال ضئيل لوقوع الكارثة. فإذا أمكن تصميم الأمور بحيث تحدث الكارثة على الأرجح بعد وقت ما في المستقبل البعيد، فستكون الأمور على ما يرام. بل إن العائد الصافي يمكن أن يكون سلبياً من دون أن يعرف أحد إلا بعد فوات الأوان. فقد وفّرت الهندسة المالية الحديثة الأدوات التي تتلاءم تماماً مع هذا الوصف.

فيما يلي نقدّم مثلاً يوضح ذلك. لنفترض أن في استطاعة أحدهم الاستثمار في أصل آمن يعطي عائداً مقداره 5 بالمئة. وقد صمّم عباقة المالية منتجاً يعطي 6 بالمئة دائماً تقريباً - 90 بالمئة من الأحيان. وهكذا يبدو أنهم تفوّقوا على السوق بنسبة 20 بالمئة. لكن في نسبة 10 بالمئة المتبقية من الأحيان يخسر المرء كل شيء. لذا فإن متوسط العائد المتوقع سلبي - 4.5 بالمئة - وهو أقل بكثير من عائد 5 بالمئة على الأصل الآمن. وهكذا فإن المنتج المبتكر أكثر خطورة وذو عائد متوسط أدنى من عائد الأصل الآمن. لكن العوائد الرديئة لن تقع في المتوسط إلا في سنة واحدة كل عشر سنوات، وسيمرّ عقد من الزمن قبل أن تحدث النتيجة الكارثية - وهي فترة طويلة يستطيع أن يجني فيها عباقة المالية مكافآت كبيرة على قدرتهم المذهلة على التغلب على السوق.

يمكن أن تكون الكارثة التي نمت من هذه الحوافز المالية المعيبة مريحة إلى حدٍّ بالنسبة إلينا نحن الاقتصاديين: توقّعت نماذجنا حدوث إفراط في المخاطرة وسلوك قصير النظر، وما حدث أكّد هذه التوقّعات. غير أنه من الصعب العثور على أداء فوق العادي بكثير "للاقتصاد الحقيقي" المرتبط بابتكارات السوق المالية. وفي النهاية ثبتت صحّة النظرية الاقتصادية. لقد كان عدم التوافق بين العوائد الاجتماعية والخاصة واضحاً: حصل المتعاملون في السوق المالية على مكافآت كبيرة لكنهم ركبوا مخاطر فظيعة جداً عرضت الاقتصاد بأكمله للخطر من دون مكافأة.

### حوكمة الشركات

لم تقدّم مخططات الحوافز التي أنتجت حوافز غير متوافقة خدمة جيدة للمساهمين، ولم تقدّم خدمة جيدة للعالم. فقد كانت الأرباح الصافية للعديد من المصارف الكبرى سلبية في السنوات الخمس الماضية 2004 - 2008<sup>(10)</sup>. فقد حصل المساهم الذي استثمر 100 دولار في سيتي بنك في سنة 2005 على أسهم تبلغ قيمتها 90.13 دولار في سنة 2008.

غير أن مخطط الحوافز يفيد المديرين التنفيذيين للمصارف جيداً، ومع أن

بعضهم كان من الحمق بحيث احتفظ بكثير من ثروته في أسهم المصرف - حتى بعد أخذ "الخسائر" في أرباحهم الورقية في الحساب - فإن كثيراً منهم أثرياء الآن، وأثرياء جداً في بعض الأحيان.

أقلت المديرون التنفيذيون من العواقب بسبب رداءة حوكمة الشركات. فالمساهمون لا يديرون الشركات الأميركية (وكثير من شركات العالم) إلا بالاسم، بل تدار عملياً من قبل الإدارة ولصالحها<sup>(11)</sup>. في العديد من الشركات تتوزع ملكيتها بين مساهمين متباينين وشديدي التنوع، تعين الإدارة معظم أعضاء مجلس الإدارة بالفعل، ومن الطبيعي أن تعين الأشخاص الذين من المرجح أن يخدموا مصالحها. يقرّر المجلس بشأن أجور الإدارة، وتقدم "الشركة" مكافآت جيّدة لأعضاء مجلس الإدارة. إنها علاقة دافئة.

في أعقاب فضيحة شركة إنرون، أقرّ الكونغرس قانوناً جديداً يفترض أن يكون قاسياً لتحسين حوكمة الشركات، قانون سربينز - أوكسلي الذي تعرّض لكثير من الذمّ، وأصبح نافذاً في تموز/يوليو 2002. ادّعى مؤيدو قطاع الشركات أنه يخلق أعباء لا مبرر لها وخائفة للشركات. وقد انتقدته لأنه لم يذهب بعيداً بالقدر الكافي<sup>(12)</sup>. فهو لا يتعامل بطريقة ملائمة مع الحوافز المعاكسة التي أثارت جميع السلوكيات الرديئة التي سبقت الإشارة إليها. ولا يطلب من الشركات أن تظهر بطريقة واضحة وشفافة ما الذي توزّعه على شكل خيارات أسهم<sup>(13)</sup>. وتشجّع المحاسبة في الواقع على استخدام خيارات الأسهم لأنها طريقة لدفع أجور مرتفعة من دون أن يعرف المساهمون التكلفة الكاملة. ويقول قانون حفظ المادة إن ارتفاع أجور المديرين التنفيذيين يأتي على حساب أشخاص آخرين - تراجع مطالب المساهمين الآخرين في الملكية في حالة خيارات الأسهم.

من الواضح جداً أن للمديرين التنفيذيين الحافز - والأدوات - لتصميم حُرْم مكافآت تفيدهم على حساب الآخرين. لكن ما لا يزال غامضاً هو لماذا لم يدرك المساهمون ذلك. ربما صعبت العيوب التي تعاني منها حوكمة الشركات تغيير سلوك الإدارة بصورة مباشرة، لكن كان يجب على المستثمرين "معاقة"

الشركات التي لديها هياكل حوافز رديئة عن طريق دفع أسعار أسهمهم للهبوط. وكان في وسعهم إطلاق تحذير ربما يغيّر السلوك، لكنهم لم يفعلوا<sup>(14)</sup>.

### ما الواجب فعله؟

إن خفض نطاق تضارب المصالح والسلوك القصير النظر والمفرط الخطورة من أهم الإصلاحات لسبب بسيط: إذا كان لدى المصرفيين حوافز خاطئة، فسيبدلون قصارى جهدهم للالتفاف على أي ضوابط رقابية. وقد يحدث إصلاح بسيط تأثيراً كبيراً - جعل الأجر مستنداً إلى الأداء على المدى الطويل، والحرص على تقاسم المصرفيين الخسائر إلى جانب الأرباح. إذا كانت الشركات تستخدم "الأجر المحفّز" فيجب أن يكون محفّزاً حقاً - على الشركة أن تثبت أن هناك علاقة بين الأجر والأداء على المدى الطويل<sup>(15)</sup>.

لكن لمعالجة مشاكل هيكل الحوافز المشوّه والمسيء، لا بد من إدخال إصلاحات على حوكمة الشركات - لجعل المديرين مسؤولين أمام من يمتلك الشركات<sup>(16)</sup>. ويجب أن يكون للمساهمين رأي أقوى في تحديد المكافآت، وأن توضح حسابات الشركة على الأقل مقدار ما يدفع عن طريق خيارات الأسهم والأشكال الأخرى من المكافآت المستترة. ولعل أفضل ما يوضح الحالة العامة المزرية لحوكمة الشركات أن الشركات شنت حملة على القوانين التي تطلب أن يكون للمساهمين حق التصويت غير الملزم على مكافآت المديرين التنفيذيين<sup>(17)</sup>. ربما يمتلك المساهمون الشركة اسمياً، لكن لا يحقّ لهم إبداء الرأي في أجور من يفترض أن يعملوا لديهم.

### الافتقار إلى الشفافية

تبدأ انتقادات السوق المالية دائماً بالافتقار إلى الشفافية. الشفافية هي بطبيعة الحال كلمة أخرى تقابل "المعلومات". ويتضح الافتقار إلى المعلومات دائماً في أعقاب حدوث أزمة ما: ما كان أحد ليضع أمواله في وول ستريت لو عرف أنها تقوم بمثل هذه الاستثمارات الرديئة. لكن ثمة اختلاف كبير بين المعلومات التي

يوّد المرء لو كانت لديه بعد وقوع الحدث والافتقار الحقيقي للشفافية. ما من أحد يستطيع الحصول على المعلومات التي يريدها قبل أن يتخذ قراراً ما. إن دور الأسواق المالية هو اكتشاف المعلومات ذات الصلة، وإصدار أحكام على المخاطر والعوائد بناء على تلك المعلومات المحدودة.

إنني أرى أن مشكلة الشفافية تتعلّق بالخداع. فقد تورّطت المصارف بشدة في الخداع: رفعت المخاطر عن الميزانيات العمومية بحيث لا يستطيع أحد تقييمها. بل إن حجم الخداع الحاصل ترتعد له الفرائص: أفاد مصرف ليمان برانرز أن صافي موجوداته يبلغ نحو 26 مليار دولار قبيل اندثاره ومع ذلك كان يوجد فجوة في ميزانيته العمومية تقرب من 200 مليار دولار<sup>(18)</sup>.

لو كانت الأسواق تعمل جيداً، لتمكّنت المصارف (والبلدان) الأكثر شفافية من الحصول على رأس المال بتكلفة منخفضة. يجب أن يكون هناك حوافز في السوق لمثل هذا النوع من الشفافية - توازن تكاليف ومنافع جمع المعلومات الإضافية وتحليلها والكشف عنها. لكن يبدو أن الأسواق غير قادرة على توفير المقدار الملائم من الشفافية من تلقاء نفسها، لذا على الحكومة أن تتدخل وتطلب الكشف عن المعلومات<sup>(19)</sup>.

لا تستطيع الأسواق أن تعمل بصورة جيدة من دون الحصول على معلومات جيدة، ومن الأمور المهمة في توفير معلومات جيدة وجود أنظمة محاسبية جيدة تمكّن المشاركين في السوق من تفسير البيانات المقدّمة - بطريقة مفيدة. لكن ما من نظام محاسبي مثالي، لذا أثارت المحاسبة جدلاً واسعاً في هذه الأزمة<sup>(20)</sup>. اليوم يتركّز الجدل الرئيسي على "التسجيل وفقاً للقيمة في السوق": الإفادة عن قيمة أصول الشركة في ميزانيتها العمومية بالقيمة الحالية للسوق (عندما يكون هناك سوق).

يلقي بعض المتعاملين في السوق المالية جميع مشاكلهم على المحاسبة وفقاً للقيمة في السوق. فلو لم يكن عليهم الإفادة عن أن القروض التي لديهم بضمان رهن عقاري لن تسدّد على الأرجح، لبدت حساباتهم أفضل. فجأة فقد



دعاة أصولية السوق إيمانهم بعد أن كانوا يتحدثون عن فضائل "اكتشاف الأسعار" - معجزات نظام التسعير في السوق. فعندما هوت أسعار القروض بضمان رهن عقاري والأدوات القائمة عليها، رأوا أنها ليست "الأسعار الحقيقية" وأنها لا تعكس القيمة الحقيقية. لم يثيروا مثل هذه المخاوف في أثناء الفقاعة بطبيعة الحال، لكن الأسعار المرتفعة في ذلك الوقت كانت تعني المكافآت المرتفعة وتتيح مزيداً من الإقراض. ولم يعرضوا بالطبع ردّ المكافآت التي حصلوا عليها عندما تبين أن "الأرباح" التي تبرّرها لم تكن سوى أرباح مزيفة.

لم يكن على المصارف التجارية في الواقع أن تحدّد قيمة معظم الأصول التي تحتفظ بها على المدى البعيد بالقيمة الحالية في السوق. فقبل آذار/مارس 2009، لم يكن عليها سوى أن تخفّض قيمة القروض "المتعثّرة" المضمونة برهن عقاري - أي التي لن تسدّد على الأرجح. ثم في خطوة أخرى لزيادة عدم الشفافية، مُنحت المصارف سلطة تقدير عدم تخفيض قيمة هذه القروض المضمونة برهن عقاري<sup>(21)</sup>. فانتقلت من التسعير وفقاً لقيمة السوق إلى "التسعير وفقاً للرجاء". وسمح ذلك لبعض المصارف بالإفادة عن أرباح أعلى بكثير مما يتحقّق بخلاف ذلك، لكنه قلّل أيضاً الثقة في الأرقام التي تنتجها وأجلّ الوقت الذي يتعيّن فيه على المصارف إظهار ميزانياتها العمومية وفقاً للنظام.

(لم يكن ذلك المظهر الوحيد على "لوم" الرسول لأنه نقل الأخبار السيئة عن الحالة الرديئة للميزانيات العمومية للمصارف. فعندما تكشّفت الأزمة، كان المطلوب الآخر للمصارف - إلى جانب الابتعاد عن المحاسبة وفقاً لقيمة السوق - حظر البيع على المكشوف. في البيع على المكشوف، يراهن المستثمر على أن قيمة سهم الشركة ستنخفض. وعندما يعتقد العديد من المستثمرين أن أداء الشركة سيكون سيئاً ويبيعون على المكشوف، فإن أسعار الأسهم تهبط بطبيعة الحال. يوفرّ البيع على المكشوف حوافز مهمة كي يكتشف المشاركون في السوق التزوير والإقراض الطائش - ويعتقد بعض الأشخاص أنهم أدوا دوراً أكثر أهمية في لجم مثل هذا السلوك الرديء من الدور الذي أدته الجهات الرقابية

الحكومية. لكن في أثناء الأزمة فقدت المصارف كما أسلفت إيمانها - وهي المؤمنة عادة بفضائل السوق. وأرادت أن يتمكن المتفائلون بتوقعات المصارف من الإدلاء "بأصواتهم" دعماً للمصارف بشراء الأسهم، لكنها لم تشأ أن يتمكن منتقدوها من القيام بالأمر نفسه بالبيع على المكشوف).

لقد كانت المصارف مفرطة التفاؤل، ولديها حوافز للتصرف على هذا النحو. وعندما تكتشفت الأزمة أملت في أن تكون المشكلة الوحيدة وجود نوبة من "التشاؤم غير العقلاني". إذا شعر الناس بالثقة فسترتفع أسعار السوق. من المؤسف أن الاقتصاد لا يدعم مثل هذا الرأي كثيراً. الثقة مهمة، لكن ما تقوم عليه المعتقدات والمشاعر والرغبات والمكافئ عناصر مهمة من عناصر الحقيقة. وحقيقة هذه الأزمة واضحة لا لبس فيها: قُدمت قروض رديئة استناداً إلى الفقاعة، إلى أشخاص لا يستطيعون تسديدها. ومع أن أسعار السوق معيبة، فإنها لا تزال تمثل إلى حد كبير أفضل المعلومات المتاحة عن قيمة الأصول. ومن غير المنطقي بالتأكيد ترك التقييم للمصرفيين، إذ إن لديهم جميع الحوافز لتشويه المعلومات، وبخاصة عندما يمكن أن توهي المعلومات بأن المصرف فقد أمواله.

مع ذلك، في ظل الضوابط الرقابية غير الملائمة، يمكن أن تساهم المحاسبة وفقاً لقيمة السوق في حجم التقلبات الدورية. وهذه الأزمة كما أسلفت شبيهة جداً بالعديد من الأزمات التي حدثت في الماضي، رغم المنتجات الجديدة الحمقاء: توسع مفرط في الائتمان استناداً إلى ضمان عقاري. في الأوقات المواتية، تكون قيمة الأصول شديدة الارتفاع بدعم من الفقاعة. ويستطيع المصرف تقديم مزيد من القروض إلى المقترضين لأنهم يبدون أكثر ثراء. وفي أثناء الازدهار، يقل التخلف عن السداد وترتفع أرباح المصارف، لذا يصبح في وسعها تقديم مزيد من القروض. وعندما "تصحح" الأسواق نفسها، تنخفض الأسعار، ويرتفع التخلف عن السداد، ولا تعود المصارف قادرة على الإقراض كما في السابق أو راغبة في ذلك. وعندما تقلص المصارف الإقراض، يعاني الاقتصاد. وينجم عن ذلك تزايد القروض الرديئة وحدوث مزيد من التراجع في قيمة الأصول. المحاسبة وفقاً للقيمة في السوق تفرض مزيداً من الانضباط على

المصارف: عندما تهبط قيمة محفظة القروض بسبب ارتفاع معدلات التخلف عن السداد، فإن على المصرف الإقرار بأنه لم يعد ثرياً كما كان من قبل، ويعني ذلك أن عليه إجراء تقليص إضافي على الإقراض أو جمع مزيد من رأس المال. لكن الخيار الأخير غير وارد في حالة الركود. وهكذا يمكن أن تؤدي المحاسبة وفقاً للقيمة في السوق إلى مزيد من التقلبات في الإقراض.

مع ذلك لا تكمن المشكلة في المحاسبة وفقاً للقيمة في السوق، وإنما في طريقة استخدامها. كان يجب على الجهات الرقابية أن تخفّض الإقراض مقابل قيمة رأسمال المصارف في الأوقات المواتية لتقليل الفرص وتقليص الفقاعة، والسماح بالمزيد من الإقراض في الأوقات السيئة<sup>(22)</sup>.

ثمة مشاكل أخرى للمحاسبة وفقاً للقيمة في السوق من السهل تصحيحها. منها أن المتحمسين لها بالغوا في محاسنها ولم يدركوا حدودها - بما في ذلك الاستخدامات المختلفة للمعلومات المحاسبية. على سبيل المثال، في المحاسبة وفقاً للقيمة في السوق، تحدّد المصارف التزاماتها وفقاً للقيمة في السوق. عندما تعتقد السوق أن المصرف سيفلس، تتراجع قيمة سندات، ويتعيّن على المصرف تسجيل ربح رأسمالي. وذلك سخي - يبدو المصرف كأنه يحقق ربحاً لمجرد أن الجميع يعتقدون أنه سيفلس. بالنسبة إلى المصارف التي لديها ودائع تحت الطلب - حيث يستطيع من أقرضوا أموالهم للمصرف المطالبة باسترجاعها في أي وقت - يحتاج المرء إلى قيمة متحفظة لأصول المصرف. ويجب أن يعرف إذا كان المصرف يستطيع تلبية التزاماته. هل يكون لديه المال الكافي إذا باع أصوله (ويستطيع القيام بذلك بسعر السوق)<sup>(23)</sup>؟

في الفصل السابق رأينا كيف سمحت المحاسبة الرديئة باعتماد مشاكل مصارف الائحة والإقراض، وزيادة تكلفة الإنقاذ في نهاية المطاف. وفي أزمة سنة 2008، تقودنا الحكومة إلى الطريق نفسه بتليين معايير المحاسبة. الأمل اليوم يكمن في أن تحقّق المقامرة على إعادة الانبعاث نتائج طيبة. ربما يتحقّق ذلك، لكنه لن يتحقّق على الأرجح<sup>(24)</sup>.

كان للابتعاد عن المحاسبة وفقاً للقيمة في السوق تأثير معاكس محدّد في الأزمة الراهنة: لم يشجّع المصارف على إعادة هيكلة القروض المضمونة برهن عقاري، وأُخّر إعادة الهيكلة المالية التي يحتاج إليها الاقتصاد بشدّة<sup>(25)</sup>. إذا أُخّرت المصارف إعادة الهيكلة، فربما تتعافى الأسعار وتسدّد القروض المضمونة برهن عقاري. وربما لا. لكن ربما تستطيع في غضون ذلك أن تسترجع ما يكفي من الرسوم<sup>(26)</sup> وربما يمكّنها الهامش الكبير بين معدّلات الفائدة على الإقراض وما يجب عليها أن تدفعه مقابل النقود من إدارة الخسارة عندما يتعيّن عليها مواجهتها<sup>(27)</sup>.

### ما الواجب فعله؟

كان تليين معايير المحاسبة في نيسان/أبريل 2009 خطوة في الاتجاه الخطأ: يجب إعادة تأكيد الالتزام بالمحاسبة وفقاً للقيمة في السوق، ولكن مع توخّي مزيد من الحرص بشأن قواعدها وكيفية استخدامها. إذا أرادت المصارف أن توضح أنها أكثر تفاؤلاً من السوق، فإنها حرة في ذلك، وإذا اقتنع المستثمرون فليكن.

يجب أن يكون التلاعب في الدفاتر لإخفاء ما يجري عن المستثمرين - المبالغة في الدخل - غير قانوني بقدر ما يكون القيام بذلك تجاه السلطات الضريبية (التقليل من الدخل). ويجب عدم السماح بأي من الحيل السحرية التي استُخدمت في الماضي لإبعاد الحقائق عن الميزانيات العمومية. إذا لم يكن دفع مكافآت المديرين التنفيذيين بخيارات الأسهم ليس ممنوعاً صراحة، فإنه يجب أن يُطلب من المصارف التي تقوم بذلك زيادة رأسمالها ودفع أسعار تأمين أعلى على الودائع. ويجب على الأقل الكشف تماماً عن خيارات الأسهم - ليس هناك أي من الأوهام بأن مكافآت المديرين التنفيذيين تسقط كالمنّ من السماء من دون أن تخرج من جيوب المساهمين.

أخيراً، يجب أن تكون الشفافية شاملة إذا أُريد لها أن تكون ذات مغزى. وإذا سُمح ببقاء بعض القنوات في العتمة، فستذهب جميع الأنشطة الشريرة إلى

هناك. لذا يتدفق قسم كبير من رأس المال العالمي عبر ملاذات سرية مثل جزر كايمان - لم تصبح مركزاً مصرفياً تبلغ قيمته تريليوني دولار لأن الطقس هناك مواتٍ جداً للمصرفية<sup>(28)</sup>. إنها "منافذ" أنشئت عمداً في النظام الرقابي العالمي لتسهيل غسيل الأموال، والتهرب من الضرائب، والتهرب من الرقابة، وغير ذلك من الأنشطة غير المشروعة. في أعقاب 9/11، تمكنت الحكومة من إغلاقها لأنها توفر ملاذاً آمناً لأموال الإرهابيين، لكنها لم تفعل الكثير للجم استخدامها لأسباب كريهة أخرى<sup>(29)</sup>.

### التعقيد - تجاوز الشفافية

أدى التعقيد دوراً كبيراً في هذه الأزمة لا يقل عن الافتقار إلى الشفافية. فقد أنتجت الأسواق المالية منتجات شديدة التعقيد لا يستطيع أحد فهم عواقب خطورتها حتى لو عرفت جميع التفاصيل المتعلقة بها. كان يوجد في متناول المصارف جميع المعلومات والبيانات ذات الصلة، ومع ذلك لم تتوصل إلى معرفة مركزها المالي.

لم تكن الأسواق هي التي تقيّم المنتجات المعقدة. بل كان ذلك يتم عن طريق الحواسيب التي تستخدم نماذج لا تستطيع الإحاطة بجميع المعلومات ذات الصلة بصرف النظر عن مقدار تعقيدها<sup>(30)</sup>. وقد تبين فيما بعد أنه لم تدرج بعض المكونات المهمة جداً في النماذج، ومن المحتمل أن تتوقف "نتائج" النماذج على الافتراضات والبيانات الموضوعة فيها (انظر الفصل الرابع). على سبيل المثال، يمكن أن تولد النماذج التي لا تولي اهتماماً كبيراً بمخاطر هبوط الأسعار وما يرتبط بها من مخاطر التخلف عن السداد تقييماً بعيداً جداً عن الواقع - مع تغيرات ملحوظة في التقييم بسبب تزايد احتمالات التخلف عن السداد.

لم يتضح إذا ما كانت هذه الأدوات الجديدة ضرورية أم لا. فطالما أطلق النظام المالي منتجات توزع المخاطر وتديرها. إذا أراد أحد أصلاً آمناً جداً فإنه يشتري سندات الخزينة. ومن يريد استيعاب مزيد من المخاطرة، فإن في وسعه شراء سندات إحدى الشركات. وتوجد مزيد من المخاطر في الأسهم. يمكن

التأمين على بعض المخاطر - وفاة الموظفين الرئيسيين والحريق - من خلال شركات التأمين. بل إن المرء يستطيع حماية نفسه من خطر ارتفاع سعر النفط. وقد سوّقت مجموعة المنتجات الخطيرة الجديدة بأنها "تحسّن إدارة المخاطر". يمكن أن تحسّن هذه المنتجات الجديدة إدارة المخاطر من حيث المبدأ وأن تخفّض تكاليف المعاملات أيضاً. لكنها سمحت عملياً بالقيام بمقامرات أشدّ خطورة برأسمال متراجع.

يقوم جزء من أجندة النماذج الحاسوبية على تعظيم مقدار القروض الرديئة المضمونة برهن عقاري التي يمكن أن تحصل على تصنيف أ أو أ+، ثم تصنيف أ أو أ-، وهلمّ جرأً، لتعظيم المبلغ الذي يمكن جنيته من تقطيع وتوزيع القروض المضمونة برهن عقاري التي يمكن أن تحصل على تصنيف راسب من دون تلك السيمياء. سمّي ذلك التصنيف الأقل موثاقاة، والحل مزيد من التعقيد.

رأينا من قبل أن المصارف لا تحبّ الشفافية. السوق الشفافة تماماً تكون ذات تنافسية عالية، وعندما ترتفع التنافسية، تهبط الرسوم والأرباح. لذا تعمّدت الأسواق إنشاء منتجات معقّدة كطريقة لخفض الشفافية الفعالة ضمن القانون. وهكذا سمح التعقيد برفع الرسوم واستفادات المصارف من ارتفاع تكاليف المعاملات. وبإنشاء منتجات حسب الطلب، ازدادت مقارنات الأسعار صعوبة وقلّت المنافسة. وقد نجح ذلك مدة من الوقت، ولو في تحقيق مزيد من الأرباح للمصارف فحسب. لكن التعقيد أدّى إلى تخريب القطاع المالي أيضاً. ولم يثبت أحد قط أن ارتفاع كفاءة تحمّل المخاطر الناتجة ستعوّض الاقتصاد ودافعي الضرائب عن الأضرار التي وقعت.

### المخاطرة غير المكبوحه

في 12 تشرين الثاني/نوفمبر 1999، أقرّ الكونغرس قانون غرام - ليتش - بلايلي (أو قانون تحديث الخدمات المالية) - جاء تتويجاً لضغط طوال سنين مارسسته صناعات الخدمات المالية والمصرفية لتخفيض الرقابة في قطاعهم. قاد

مشروع القانون السناتور فيل غرام وحقق الهدف الذي كانت تسعى إليه المصارف الكبيرة منذ مدة طويلة - إبطال قانون غلاس - ستيغال.

في أعقاب الكساد العظيم، تعاملت الحكومة مع مسألتها ما الذي سبب الكساد، وكيف يمكن تجنب تكرره؟ وقد خدم الهيكل الرقابي الذي اعتمدته البلد والعالم أيضاً، فقاد فترة غير مسبوقة من الاستقرار والنمو. وكان قانون غلاس - ستيغال لسنة 1933 حجر الزاوية في ذلك الهيكل الرقابي، حيث فصل المصارف التجارية (التي تقرض النقود) والمصارف الاستثمارية (التي تنظم بيع السندات والأسهم) لتجنب تضارب المصالح الواضح الذي ينشأ عندما يُصدر المصرف نفسه الأسهم ويقترض النقود.

كان لقانون غلاس - ستيغال غرض آخر: ضمان عدم مشاركة من أوّتمن على رعاية نقود الناس في المصارف التجارية في أنواع المخاطر نفسها التي تقوم بها المصارف الاستثمارية - التي ترمي إلى تعظيم عوائد الأثرياء. كما أن المحافظة على الثقة في آلية الدفع كانت شديدة الأهمية في القانون نفسه بحيث قدّمت الحكومة في القانون نفسه ضماناً لودائع من يضعون نقودهم في المصارف التجارية. لذا أرادت الحكومة أن تكون المصارف التجارية متحفظة لأن الخزنة العامة قد تتضرر. وتلك ليست ثقافة المصارف الاستثمارية.

ربما لا تكون الضوابط الرقابية الموضوعة لحقبة الكساد ملائمة للقرن الحادي والعشرين، لكن المطلوب هو تكييف النظام الرقابي القائم مع الوقائع الجديدة، بما في ذلك المخاطر المتزايدة التي شكّلتها المشتقات والتسديد، لا تفكيكه. رداً على المنتقدين الذين أبدوا قلقهم بشأن المشاكل التي ظهرت في السنوات السابقة، وأدت إلى إقرار القانون، قال المؤيدون ما معناه "ثقوا بنا". فسينشئون أسواراً صينية - تفرّق بين الذراعين ولا يمكن تجاوزها - لضمان عدم تكرّر المشاكل المرتبطة بتضارب المصالح. وأظهرت فضائح المحاسبة بعد ذلك ببضع سنوات أن الأسوار الصينية التي أنشؤها كانت منخفضة جداً بحيث يسهل تخطيها<sup>(31)</sup>.

كانت النتيجة الأهم التي ترتبت على إبطال قانون غلاس - ستيغال غير مباشرة. عندما جمع الإبطال المصارف التجارية والاستثمارية معاً، طفت ثقافة المصرفية الاستثمارية على السطح. كانت هناك مطالبة بعوائد مرتفعة لا يمكن تحقيقها إلا من خلال ارتفاع نسبة المديونية وركوب المخاطر الكبيرة. وهناك نتيجة أخرى أيضاً: نظام مصرفي أقل تنافسية وأكثر تركّزاً تسيطر فيه المصارف المتعاضمة الحجم. وفي السنوات التي أعقبت إقرار مشروع قانون غرام، نمت حصة المصارف الخمس الكبرى في السوق من 8 بالمئة في سنة 1995 إلى 30 بالمئة اليوم<sup>(32)</sup>. لقد كان ارتفاع مستوى التنافسية إحدى السمات المميّزة للنظام المصرفي الأميركي، حيث توجد العديد من المصارف التي تخدم مختلف المجتمعات والبيئات في السوق. لكن تراجعت هذه القوة فيما ظهرت مشاكل جديدة. في سنة 2002، كانت نسبة مديونية المصارف الاستثمارية مرتفعة، 29 إلى 1، ما يعني أن تراجع قيمة الأصول بمقدار 3 بالمئة يمكن أن يمسحها. لم تفعل هيئة الأوراق والأسواق المالية شيئاً، ودافعت عن فضائل الرقابة الذاتية: الفكرة الغربية التي تفيد بأن المصارف قادرة على مراقبة نفسها بفعالية. ويبدو أنها منحتها بعد ذلك، في قرار مثير للجدل في نيسان/أبريل 2004، مزيداً من الحرية، إذ رفعت بعض المصارف الاستثمارية نسبة مديونيتها إلى 40 إلى 1. ويبدو أن الجهات الرقابية اقتنعت، على غرار المصارف الاستثمارية، بأن النماذج الحاسوبية الأفضل تدير المخاطر بشكل أفضل<sup>(33)</sup>.

### ما الواجب فعله؟

من السهل لجم المخاطرة المفرطة: تقييدها وتقديم حوافز للمصارف مضادة لها. كما أن عدم السماح للمصارف باستخدام هياكل الحوافز التي تشجّع الإفراط في المخاطرة، وفرض مزيد من الشفافية سيقطع شوطاً بعيداً على ذلك الطريق. وكذا إجبار المصارف التي تشارك في أنشطة عالية المخاطر رفع رأسمالها ودفع رسوم تأمين عالية على الودائع. لكن ثمة حاجة إلى مزيد من الإصلاحات: يجب تقييد نسبة المديونية (وتعديلها وفقاً للدورة الاقتصادية)، ويجب وضع قيود على



المنتجات الخطيرة جداً (مثل مبادلات الإعسار الائتماني credit default swaps التي نتناولها أدناه).

من الواضح أن على الحكومة الفيدرالية إعادة العمل بنسخة معدلة من قانون غلاس - ستيغال بالنظر إلى ما عانى منه الاقتصاد. ليس هناك أي خيار: يجب تقييد قدرة أي مؤسسة تحظى بمزايا المصارف التجارية - بما في ذلك شبكات الأمان الحكومية - على المخاطرة<sup>(34)</sup>. فهناك الكثير من تعارض المصالح وكثير من المشاكل الناجمة عن السماح بمزج أنشطة المصارف التجارية والاستثمارية. فقد تبين أن الفوائد المزعومة لإبطال قانون غلاس - ستيغال ليست سوى وهم وأن تكاليفها أعظم بكثير مما تخيله منتقدو الإبطال. وتزداد حدة المشاكل مع المصارف الأكبر من أن تفشل. ويوحي سلوك بعض المصارف الاستثمارية الحديث التي تبين بالنسبة إليها أن الاتجار مصدر رئيسي للأرباح بضرورة إعادة العمل بقانون غلاس - ستيغال بسرعة. فالهمة التي أبدتها جميع المصارف الاستثمارية الكبرى عندما قرّرت أن تصبح "مصارف تجارية" في خريف سنة 2008 تثير المخاوف - رأت الهدايا القادمة من الحكومة الفيدرالية، واعتقدت أن سلوكها المخاطر لن يقيّد كثيراً. لديها الآن طريق للوصول إلى النافذة الفيدرالية تمكّنها من الاقتراض بمعدل فائدة قريب من الصفر. إنها تعرف أنها محمية بشبكة أمان جديدة، لكنها تواصل الاتجار العالي المخاطر بلا هوادة. ويجب مراجعة ذلك باعتباره غير مقبول البتة.

### أكبر من أن تفشل

أصبحت جميع المصارف الأميركية الكبرى أكبر من أن تفشل كما رأينا. كما أنها عرفت أنها أكبر من أن تفشل، وبالتالي ركبت المخاطر كما توقّعت النظرية الاقتصادية منها أن تفعل. وكما أشرت في الفصل الخامس، أدخلت إدارتا بوش وأوباما مفهوماً جديداً: رأت أن بعض المصارف أكبر من أن تحلّ (أو تعاد هيكلتها مالياً) - أي أنها أكبر من استخدام الإجراءات المعتادة لإجبار المساهمين على تحمّل الخسائر وتحويل حملة السندات إلى مساهمين. بدلاً من

ذلك، تدخلت الحكومة وقدمت في الواقع تأميناً (من دون أقساط) لحملة السندات والمساهمين، وقوّضت انضباط السوق بأكمله.

هناك حلّ واضح للمصارف الأكبر من أن تفشل: تفتيتها. إذا كانت أكبر من أن تفشل، فإنها أكبر من أن توجد. المبرّر الوحيد للسماح باستمرار هذه المؤسسات الضخمة وجود اقتصادات للحجم الواسع النطاق يمكن أن تفقد بخلاف ذلك - أي إذا كانت هذه المؤسسات أكثر كفاءة بكثير من المؤسسات الصغيرة بحيث ينتج عن تقييد حجمها تكاليف مرتفعة. لكنني لم ألاحظ أي دليل على هذا التأثير. بل إن الدليل الموجود يفيد عكس ذلك، أن هذه المؤسسات الأكبر من أن تفشل وأكبر من أن تحل مالياً هي أكبر من أن تدار أيضاً. وتنبع ميزتها التنافسية من قدرتها الاحتكارية والإعانات الحكومية الضمنية.

إن هذه ليست فكرة راديكالية. فقد استخدم مارفين كنج، حاكم المصرف المركزي البريطاني الكلمات نفسها تقريباً: "إذا اعتُقد أن بعض المصارف أكبر من أن تفشل... فإنها تكون عندئذ كبيرة جداً"<sup>(35)</sup>. كما شارك بول فولكر، رئيس مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأسبق، في كتابة تقرير صدر في كانون الثاني/يناير 2009 وعبر عن ذلك بصورة جيدة:

إن تعقيد الكثير من أنشطة تداول الملاك في السوق الرأسمالية، والحاجة المدركة إلى سرية مثل هذه الأنشطة، تحدّ من الشفافية بالنسبة إلى المستثمرين والمقرضين على السواء... ومن الناحية العملية، يجب أن يقرّ أي نهج أن من الصعب قياس حجم مثل هذه المخاطر، والتقلّب المحتمل، وتضارب المصالح والسيطرة عليها. وتظهر الخبرة أن رأس المال وموارد الائتمان ستحوّل تحت الضغط لتغطية الخسائر، ما يضعف حماية مصالح العملاء. يمكن أن يكون تضارب المصالح المعقّد والذي لا يمكن اجتنابه بين العملاء والمستثمرين حاداً. وعندما تقوم الشركات التي تشرف عليها الحكومة وتحظى بحماية من احتمال الفشل بأنشطة تداول الملاك فثمة عنصر قوي من المنافسة غير العادلة بينها والمؤسسات "القائمة بذاتها"... وهل من الممكن، في ظل كل هذه التعقيدات والمخاطر والتعارضات

المحتملة، أن تدرك حتى أكثر مجالس الإدارة والإدارات العليا تفانياً مثل هذا المزيج المعقّد والمتنوّع من الأنشطة وتحافظ على الرقابة عليه؟<sup>(36)</sup>

يبرز فولكر أحد الإصلاحات الرئيسية للمصارف الكبيرة التي تضمنها الحكومة: تقييد تداول "الملاك" - أي المقامرة في التداول لحسابها الخاص وهي تعلم أن الحكومة تشكل لها ملاذاً أخيراً تلجأ إليه إذا ساءت الأمور. ليس هناك من سبب لخلط هذه المخاطر. أما وقد أصبحت المصارف الكبيرة أكبر حجماً الآن، فإن هناك مشاكل أخرى: يمتلك بعضها "معلومات داخلية" يمكن أن يستفيد منها. فهي تعرف تحديداً ما الذي يقوم به المشاركون الآخرون في السوق، ويمكنها استخدام تلك المعلومات كي تحقّق الربح لنفسها على حساب الآخرين. وبإنشاء ملعب لا تتكافأ فيه الفرص، فإنهم يشوّهون في الوقت نفسه السوق ويضعفون الثقة فيها. كما أن لديهم مزايا غير عادلة في بيع مبادلات العجز الائتماني وغيرها من المنتجات المماثلة الشبيهة "بالتأمين". وقد عمّق فشل المجموعة الأميركية الدولية (إيه آي جي) الوعي بأهمية "مخاطر الطرف الآخر"، أي احتمال تخلف من يشترون التأمين عن السداد. لكن ذلك يمنح المصارف الكبيرة ميزة كبيرة لأن الجميع يعلم أنها مضمونة من الحكومة. وقد لا يكون مصادفة أن الحصة التي اشترتها المصارف من مبادلات الإعسار الائتماني كبيرة جداً.

نتج عن ذلك حافز غير صحي: تمتلك المصارف الكبيرة ميزة تنافسية على الآخرين لا تستند إلى قوة اقتصادية حقيقية وإنما إلى التشوّهات الناجمة عن الضمان الحكومي الضمني. وثمة خطر بمرور الوقت من تزايد تشوّه القطاع المالي.

المصارف الكبيرة غير مسؤولة عن الحيوية الموجودة في الاقتصاد الأميركي. وما التفاعلات التي يُتَبَجَّح بها كثيراً بجمع الأجزاء المختلفة للصناعة المالية معاً سوى خيال، بل إن ما يظهر بجلاء هو الإخفاقات الإدارية وتضارب المصالح. باختصار، لن يُخسر الكثير وسيُربح الكثير من تفكيك هذه المؤسسات الهائلة. وثمة حاجة إلى الفصل بين أنشطتها المختلفة - التأمين،

والمصرفية الاستثمارية، وكل ما ليس ضرورياً جداً لأداء وظيفة المصرفية التجارية.

ربما تكون عملية تفكيكها بطيئة، وقد تواجه مقاومة سياسية. بل حتى إذا تم الاتفاق على الحد من حجمها فقد يحدث تأخير في إنفاذه. ولذلك ثمة حاجة إلى شن هجوم ثلاثي الشعب: تفكيك المؤسسات الأكبر من أن تفشل، والحد من الأنشطة التي يمكن أن يشارك فيها ما تبقى من المؤسسة الكبيرة، ومعايرة ضمان الودائع وقيود كفاية رأس المال لتوفير تكافؤ الفرص. ونظراً لأن هذه المؤسسات تشكّل مخاطر كبيرة على المجتمع، فيجب أن يطلب منها مزيد من رأس المال وأن تدفع أقساط تأمين مرتفعة على الودائع<sup>(37)</sup>. ويجب تطبيق جميع الأنظمة التي بحثناها سابقاً على هذه المؤسسات بمزيد من الشدة. ويجب عدم السماح لها على وجه الخصوص بوجود هياكل حوافز للموظفين (وبخاصة الإداريين) تشجّع على الإفراط في المخاطرة والسلوك القصير النظر<sup>(38)</sup>. ربما تؤدي القيود على أنشطتها إلى انخفاض عوائد المصارف الكبيرة - لكن ذلك ما يجب أن تكون عليه الأمور. لقد كانت العوائد المرتفعة التي حققتها في الماضي ناتجة عن المخاطرة على حساب دافعي الضرائب الأميركيين.

يجب إجبار المصارف الأكبر من أن تفشل على العودة إلى الأعمال المملة لممارسة المصرفية التقليدية. هناك العديد من المؤسسات الأخرى - شركات أصغر وأكثر همّة، ومؤسسات غير إيداعية ليست كبيرة جداً بحيث يمكن أن يؤدي فشلها إلى انهيار الاقتصاد بأكمله - القادرة على أداء الأدوار الخطيرة الأخرى التي تولتها هذه المصارف.

عندما دعا تيودور روزفلت إلى تشريع مكافحة الاحتكار في كانون الأول/ديسمبر 1901، كان دافعه المخاوف من السلطة السياسية فضلاً عن تشوّه الأسواق. ليس هناك دليل كبير على أنه كان يدرك تحليل الاقتصاديين القياسي للدور الذي تؤديه السلطة الاحتكارية في تشويه توزيع الموارد. يجب تفكيك المصارف الكبيرة حتى إذا كانت لا تمتلك سلطة رفع الأسعار (الشرط الحاسم في تحليل مكافحة الاحتكار الحديث). فالقدرة التي أظهرتها المصارف الكبيرة في

منع العديد من الإصلاحات الرقابية اللازمة دليل ذاتي على السلطة التي تتمتع بها، كما أنها تبرز أهمية اتخاذ الإجراءات.

من الأعداء اللاحقة للحدث التي قدّمها مجلس الاحتياطي الفيدرالي ووزير الخزانة هنري بولسون للسماح بفشل مصرف ليمان برانرز أنه لم يكن لديهم السلطة القانونية للقيام بأي شيء. ادّعوا في ذلك الوقت أن مصرف ليمان برانرز كان يواجه أخطاراً كبيرة منذ مدة طويلة، وقد كان لدى الأسواق الكثير من الوقت لحماية نفسها. لكن إذا لم يكن لديهم السلطة القانونية المطلوبة، فقد كان لديهم بالمثل الكثير من الوقت للتوجّه إلى الكونغرس وطلب الحصول عليها. توحى الإجراءات غير المسبوقة التي اتخذوها في حالة المجموعة الدولية الأميركية (إيه آي جي)، بعد ذلك بيومين فقط، أن "الافتقار إلى السلطة القانونية" هو الدفاع الأقوى الذي تمكّنوا من الإتيان به عندما فشل خط الدفاع الأول - أن وفاة ليمان برانرز لا تمثل أي خطر منظومي. لقد كانت الشائعات بشأن انهيار ليمان برانرز تتداول منذ أشهر، لكن النظام لم يلقّح نفسه ضدّ ذلك الاحتمال، والملفت أيضاً أن مجلس الاحتياطي الفيدرالي ووزارة الخزانة لم يلحظا ذلك.

مع ذلك من الإصلاحات اللازمة منح مجلس الاحتياطي الفيدرالي ووزارة الخزانة سلطة أوضح "لحلّ" المؤسسات المالية التي يمكن أن يعرّض فشلها الاقتصاد للخطر. لكن مع أن ذلك إصلاح لا بدّ منه، فإنه لا يصنع شيئاً للمشكلة الأساسية - وجود هذه المؤسسات الأكبر من أن تحلّ - ومنح مجلس الاحتياطي الفيدرالي ووزارة الخزانة سلطة اتخاذ إجراء ما لا يجيب عن سؤال، **ما الواجب فعله؟** إذا كانت هذه المؤسسات المالية أكبر من أن تحلّ، أو إذا كانت في موقف يتيح لها إقناع إدارة يسهل خداعها بأنها كبيرة جداً، فستضع الحكومة في مأزق أياً تكن السلطة القانونية التي لديها. وسيكون "الحل" الوحيد تقديم أموال دافعي الضرائب للمحافظة على استمراريتها.

مع ذلك فإن المشاكل أكثر عمقاً. فليس الحجم وحده المهم، وإنما ترابط المؤسسات فيما بينها. لقد ساد خوف من أن فشل مؤسسة صغيرة نسبياً (مثل بير ستيرنز) يمكن أن يؤدي إلى تأثيرات متعاقبة لأن النظام المالي متشابك جداً.

وتتمتع المؤسسات الأكثر تشابكاً من أن تحلّ بالأفضلية التنافسية نفسها التي تتمتع بها المؤسسات الأكبر من أن تحلّ. (ولعل المشتقات أو الأدوات المالية المشتقة من ابتكارات النظام المالي التي أدت إلى جعل المؤسسات شديدة التشابك. انظر أدناه).

ليس هناك حاجة إلى سلطة "اتخاذ القرار" فحسب، وإنما اتخاذ إجراء وقائي أيضاً. يجب أن تكون الحكومة قادرة على منع نشوء مؤسسات أكبر من أن تفشل وأكبر من أن تحلّ ومواقف أكثر تشابكاً من أن تحلّ. يجب أن يكون لدى الحكومة خيارات ذات مغزى - بحيث لا "تضطر" إلى القيام بما تدّعي أنه لم يكن منه بدّ في هذه الحالة، أي منح المصارف أموالاً غير محدودة، وحماية المساهمين وأصحاب السندات على السواء<sup>(39)</sup>.

### ابتكارات خطيرة: الأدوات المالية المشتقة (المشتقات)

لقد كانت السوق المالية مبتكرة، لكن ابتكاراتها لا تؤدي إلى زيادة استقرار الاقتصاد وإنتاجيته على الدوام. كان لديها حوافز لإنشاء منتجات معقدة وغير شفافة، مثل أدوات الدين بضمان شرائح من الأوراق المالية (collateralized debt instruments) وتقسيم القروض المضمونة برهن عقاري وتجزئتها إلى أوراق مالية، ثم تقسيم الأوراق المالية وتجزئتها إلى منتجات متزايدة التعقيد<sup>(40)</sup>. عندما لم تعد المقامرة - المضاربة - على الذرة أو الذهب أو النفط وسواها توفر ما يكفي من الفرص للمخاطرة، ابتكروا منتجات "مركبة"، أي أوراق مالية مشتقة قائمة على هذه السلع. ثم في شطحة من الإبداع الغيبي، ابتكروا المنتجات المركبة القائمة على منتجات مركبة. لم يتضح البتة إذا كانت هذه المنتجات الجديدة تساعد الاقتصاد في إدارة المخاطر جيداً، لكن كان من الواضح أنها وفّرت فرصاً جديدة للمخاطرة وجني رسوم كبيرة.

هذه المشتقات هي من الابتكارات التي يباهي بها المتعاملون في الأسواق المالية. واسمها يشي بكثير من جوهرها: تشتق قيمتها من أصل آخر. الرهان

على أن سعر سهم ما سيزيد على عشرة دولارات يوم الاثنين القادم أداة مشتقة. والرهان على أن القيمة السوقية لرهان بأن سعر السهم سيزيد على عشرة دولارات يوم الاثنين القادم مشتق قائم على مشتق. وهناك عدد لا متناهِ من هذه المنتجات التي يمكن أن يبتكرها المرء. المشتقات سيف ذو حدين، إذ يمكن استخدامها لإدارة المخاطر من جهة. إذا كانت شركة طيران ساوث وست قلقة من ارتفاع أسعار الوقود، ففي وسعها التأمين ضدّ ذلك الخطر بشراء النفط في سوق العقود المستقبلية، بتثبيت سعر النفط اليوم على أن يسلم بعد ستة أشهر. وباستخدام المشتقات، تستطيع ساوث وست استصدار "بوليصة تأمين" ضدّ خطر ارتفاع السعر. ربما تكون تكاليف المعاملة أدنى من التحوط بالطريقة القديمة، مثل شراء أو بيع النفط في أسواق العقود المستقبلية.

من جهة أخرى، يمكن أن تكون المشتقات، كما قال وارن بافيت، سلاح دمار مالي شامل، وقد تبين أنها كذلك بالنسبة إلى المجموعة الدولية الأميركية (إيه آي جي)، لأنها دمّرتها إلى جانب قسم كبير من الاقتصاد. فقد باعت إيه آي جي "تأميناً" ضد انهيار المصارف الأخرى، وهو نوع من المشتقات يدعى مبادلة الإعسار الائتماني. يمكن أن يكون التأمين عملاً مربحاً جداً، ما دام على المؤمن ألا يدفع في الغالب. ويمكن أن يكون مربحاً على المدى القصير على وجه الخصوص: يجمع المؤمن الأقساط، ويبدو كل شيء وريداً طالما لم يقع الحدث المؤمن عليه. وهكذا حسبت إيه آي جي أنها تجني المال. ما فرصة إفلاس شركة كبيرة مثل بير ستيرنز أو ليمان براندرز؟ حتى إذا كان هناك احتمال أن يسيئاً إدارة المخاطر، فلا بدّ أن تتدخل الحكومة لإنقاذهما.

تعرف شركات التأمين على الحياة كيف تقدّر مخاطرها بدقة. ربما لا تعرف العمر الذي سيعيشه شخص معين، لكن الأميركيين يعيشون سبعة وسبعين سنة في المتوسط (العمر المتوقع الحالي عند الولادة). فإذا أمّنت شركة تأمين شريحة واسعة من الأميركيين، يمكنها أن تكون على ثقة إلى حدّ ما من أن متوسط عمر وفاتهم سيكون قريباً من ذلك الرقم. وتستطيع الشركات أيضاً أن تجمع البيانات عن العمر المتوقع وفقاً للمهنة والجنس والدخل وما إلى هنالك،

وتحسن تقدير العمر المتوقع للشخص الذي يريد الحصول على تأمين<sup>(41)</sup>. كما أن الأخطار "مستقلة" مع بعض الاستثناءات القليلة (مثل الحروب والأوبئة)، حيث ليس لاحتمال وفاة شخص ما ارتباط بوفاة شخص آخر.

غير أن تقدير خطر إفلاس شركة ما لا يشبه تقدير العمر المتوقع. فهو لا يحدث كل يوم، وقد رأينا أنه يمكن أن يكون الخطر الذي تتعرض له شركة ما مرتبطاً ارتباطاً شديداً بمخاطر شركة أخرى<sup>(42)</sup>. ظننت شركة إيه آي جي أنها تدرك إدارة المخاطر، لكنها لم تكن كذلك. فقد اشترت مبادلات إعسار ائتماني تتطلب منها تسديد دفعات ضخمة في الوقت نفسه - أموال تزيد على ما تمتلكه حتى أكبر شركة تأمين في العالم. وبالنظر إلى أن من اشترى "التأمين" يريد التيقن من أن الطرف الآخر قادر على الدفع، فقد طلبوا من شركة التأمين دفع المال (ضمان) إذا هبط سعر السند المؤمن عليه مثلاً - ما يوحي بأن السوق تعتقد أن مخاطر الإفلاس ارتفعت. وهذه الضمانات هي التي عجزت إيه آي جي عن الوفاء بها وأدت إلى انهيارها في النهاية.

أدت مبادلات الإعسار الائتماني دوراً خبيثاً في الأزمة الراهنة لعدة أسباب. عندما يشتري الناس التأمين من دون إجراء تقييم صحيح لما إذا كان بائع التأمين قادراً على الوفاء بوعده، فإن ذلك يكون مقامرة. كانت بعض المقامرات غريبة جداً وأدت إلى حوافز منحرفة. في الولايات المتحدة ومعظم البلدان الأخرى، لا يستطيع المرء شراء تأمين على الحياة من شخص آخر إلا إذا كان لديه مصلحة اقتصادية في ذلك (تسمى المصلحة التأمينية). تستطيع زوجة ما شراء تأمين ضد وفاة زوجها، والشركة ضد وفاة الموظفين الكبار. لكن إذا استصدر بوب بوليصة تأمين ضد جيم، الذي لا تربطه به أي صلة، فإن ذلك ينشئ حافزاً شديداً للانحراف: يكون لبوب مصلحة في التأمين على وفاة جيم المبكرة.

إذا أصدرت مؤسسة مالية بوليصة تأمين ضد وفاة مصرف ليمان برانرز، فسيكون لديها حافز أيضاً في وفاة ليمان برانرز المبكرة<sup>(43)</sup>. وهناك كثير من الأسلحة المتاحة لأي لاعب أو مجموعة من اللاعبين الكبار القادرين على التلاعب



بالسوق، حيث يتزايد مستودع الأسلحة بتزايد تعقيد الأسواق المالية. كانت أسواق مبادلات الإعسار الائتماني رقيقة، ومن ثم من السهل دفع الأسعار إلى الهبوط - ما يوحي بارتفاع احتمال حدوث حالات إفلاس. ويمكن أن يطلق ذلك سلسلة كاملة من العواقب. من المرجح أن يهبط سعر السهم. لذا سيربح من لديه مركز "قصير" في السهم - رهان على أن سعر السهم سيهبط، وسيخسر الطرف الموجود في الجانب الآخر. قد تكون هناك عقود متنوعة (مماثلة لعقود إيه آي جي) تتطلب من ليمان تقديم مزيد من الضمانات. وقد يطلق ذلك اندفاع من لديهم ودائع غير مؤمن عليها نحو المصرف (وفي حالة ليمان، كانوا جميعاً غير مضمونين). ربما يواجه المصرف عندئذ أزمة سيولة. فيرتفع احتمال الإفلاس: يصبح الهجوم على الشركة من خلال مبادلات الإعسار الائتماني نبوءة ذاتية التحقق إلى حد ما.

لعبت المشتقات دوراً مهماً في تضخيم الأزمة بطريقة أخرى مهمة. فشلت المصارف الكبيرة في معادلة مراكز المشتقات التي لديها. ربما تراهن المصرف (أ) مع المصرف (ب) على 1,000 دولار بأن سعر النفط سيتجاوز 15 دولاراً في السنة القادمة. وفي الأسبوع التالي، قرّر المصرف (أ) أن يلغي الرهان. الطريقة المباشرة للقيام بذلك هي دفع رسم لإنهاء الالتزام. لكن ذلك بسيط جداً. لذا يقوم المصرفان بترتيب اتفاق آخر، حيث يوافق المصرف (ب) على أن يدفع للمصرف (أ) 1,000 دولار إذا تجاوز سعر النفط 15 دولاراً في السنة المقبلة. إذا ارتفع سعر النفط لا يحدث شيء، كأن الاتفاق ألغي، شرط ألا يفلس أي من الطرفين. فشل اللاعبون في إدراك أهمية مخاطر الطرف الآخر - مخاطر إفلاس أي من المصرفين. إذا أفلس المصرف (أ)، يبقى المصرف (ب) مدينًا للمصرف (أ) إذا تجاوز سعر النفط 15 دولاراً. لكن المصرف (أ) ليس مدينًا للمصرف (ب) بأي شيء - أو بمزيد من الدقة يدين بذلك المال لكنه قد لا يسدّده. لذا لا يعادل الاتفاقان أحدهما الآخر بالضرورة.

عندما طُرح سؤال لماذا لم يلغوا الاتفاقات مباشرة بدلاً من الاشتراك في هذه المعاملات التصفوية - ما أدّى إلى التعرّض لمخاطر بتريليونات الدولارات -

كانت الإجابة، "لم نتصور حدوث إعسار أو تخلف عن السداد". مع ذلك كانوا يتاجرون بمبادلات الإعسار الائتماني لدى المصارف الكبيرة، وهي تقوم على مفهوم وجود مخاطر إعسار. إن ذلك مثال آخر على نوع عدم الاتساق الفكري الذي نفذ إلى الأسواق.

كان يُفترض بالمصارف أن تدير المخاطر بصورة جيدة، ومن المخاطر التي يفترض أن تديرها مخاطر الطرف الآخر. لكن بعضها على الأقل لم يفعل ذلك. ولذلك فإن إفلاس المجموعة الأميركية الدولية (إيه آي جي) هدّد بانهيار النظام المالي بأكمله. اعتقد الكثير من المصارف أنه مؤمن - من قبل إيه آي جي - ضد مختلف أخطار السوق، ما سمح لها بأن تخاطر أكثر مما كانت لتفعل بخلاف ذلك. ولو انهارت إيه آي جي لثُركت مكشوفة إلى حد كبير. لقد سمح لها المراقبون بركوب مزيد من المخاطر لأنهم اعتقدوا (مخطئين) أنه يمكن إدارة مخاطرها الإجمالية، وأن شراء التأمين يضعها في موقف جيد للقيام بمزيد من المخاطرة. ولولا تأمين إيه آي جي (و"التأمين" المماثل الذي توفّره مؤسسات مالية أخرى)، لطلب المراقبون من المصارف أن تظهر أن لديها ما يكفي من رأس المال للتصدّي للأخطار التي تواجهها. وإذا لم تستطع إيجاد رأس المال فإن عليها أن تجمعها بالاقتراض، ما يفاقم التراجع الاقتصادي.

عندما تشتري تأميناً على الحياة، فإنك تريد التيقّن من أن الشركة التي تبتاع منها التأمين ستكون موجودة عندما تموت. وثمة رقابة قوية جداً على التأمين على الحياة في الولايات المتحدة، لكن ليس هناك رقابة على نوع التأمين الذي تشتريه المؤسسات المالية لإدارة مخاطرها. بل إن الأسواق المالية الأميركية قاومت مثل هذه الرقابة كما رأينا من قبل<sup>(44)</sup>.

الآن، في أعقاب الأزمة، هناك بعض المحاولات لتصفية شيء من تريليونات الدولارات من المخاطر المكشوفة، لكن تواجه ذلك بعض المشاكل. فكثير من المشتقات "مفصلة حسب الطلب"، حيث تختلف كل منها عن الأخرى. في بعض الأحيان، يوجد سبب وجيه لذلك - يريد طرف تأميناً ضدّ مخاطر خاصة جداً. وفي كثير من الأحيان، يبدو أن السبب الحقيقي للاعتماد على هذه

المنتجات المفصلة حسب الطلب هو زيادة الرسوم. يمكن أن تكون المنافسة في المنتجات القياسية حادة - ما يعني قلة الأرباح. إذا تمكنت المصارف من إقناع عملائها بأن المنتجات المفصلة حسب الطلب هي ما تحتاج إليه بالضبط، فثمة فرصة لتعزيز الإيرادات. ولم يتم التفكير كثيراً في مصاعب "تفكيك" هذه المنتجات المعقدة.

لا يزال الجدل قائماً بشأن ما الدافع وراء هذه التريليونات من الدولارات على شكل أدوات مالية مشتقة. الحجة الظاهرية هي "تحسين إدارة المخاطر". على سبيل المثال، أراد من يشترون سندات الشركات رفع خطر الإفلاس عن الشركة. وهذه الحجة غير مقنعة كما تبدو عليه. إذا أردت شراء سند من دون خطر ائتماني، عندئذ عليك شراء سند حكومي ذي استحقاق مماثل. الأمر بهذه البساطة. كل من يشتري سنداً لمدة عشر سنوات في شركة يشارك، افتراضياً، في القيام بتقييم ائتماني، فيحكم على ما إذا كان معدل الفائدة المدفوع فوق معدل فائدة سندات الحكومة لعشر سنوات يكفي للتعويض على المخاطر الإضافية للإعسار أو التخلف عن السداد<sup>(45)</sup>.

هناك بضع إجابات عما كان يجري على الأرجح - وكلها لا تطمئن بشأن مساهمة المشتقات في الأداء الإجمالي للاقتصاد. إحداها الرسوم، كما أسلفت. وثانيها المراجعة الرقابية: يتمكن المصرف من استيعاب مزيد من المخاطر عن طريق رفع المخاطر عنه على ما يزعم وتحميلها للآخرين. وقد كانت منافع إبعاد المخاطر (وبخاصة المنافع الرقابية) أكبر من التكاليف الظاهرية. هل كانت المصارف غبية جداً بحيث لم تدرك مخاطر الطرف الآخر؟ ربما أدركت الخطر، لكنها فهمت أن المراقبين بخسوا تقديره، وكانت فرص الربح على المدى القصير من المراجعة الرقابية أكبر من أن تقاوم، مع أن المراهنات تعرض مستقبل الشركة للخطر.

ثمة تفسير ثالث: وُصفت وول ستريت بأنها كازينو الأثرياء. ينطوي القسط المدفوع مقابل سندات شركة ما على إصدار حكم على احتمال إعسارها. إذا اعتقدت أنني أذكى من السوق، فسأراهن على قيمة ذلك الحكم. اعتقد الجميع في

وول ستريت أنهم أنكى من الآخرين - أو أنكى من المتوسط على الأقل. وقد فتحت مبادلات الإعسار الائتماني طاولة جديدة للمراهنات في كازينو المقامرة. يجب السماح للراشدين الراغبين بالمقامرة - حتى إذا كانت على الأساس غير العقلاني الذي يعتقد فيه الجميع أنهم أنكى من الآخرين. لكن يجب عدم السماح لهم بالمقامرة على حساب ما تبقى منا - وذلك ما يحصل عندما تحدث المقامرة داخل المؤسسات المالية، وبخاصة داخل المؤسسات الأكبر من أن تفشل.

### ما الواجب فعله؟

يجب عدم حظر المشتقات لأنها يمكن أن تكون أداة مفيدة لإدارة المخاطر، لكن يجب تنظيمها لضمان استخدامها بطريقة ملائمة. ويجب أن تكون هناك شفافية كاملة ومنافسة فعّالة، و"هامش" كافٍ لضمان تمكّن من يراهنون من الوفاء بالتزاماتهم بموجب الاتفاق، والأهم من ذلك عدم السماح للمشتقات بتعريض النظام المالي بأكمله للخطر. ولتحقيق هذه الأغراض، لا بدّ من القيام بعدة أمور: يجب حصر مبادلات الإعسار الائتماني وبعض المشتقات الأخرى بالمعاملات المتداولة في البورصة وبالأوضاع التي تكون فيها المخاطر مؤمنة. وما لم تكن هناك شفافية كاملة - لا مجرد معلومات عن حجم التعرّض الإجمالي مثلاً، وإنما بيانات عن كل مركز، بحيث تتمكن السوق من تقييم خطر الطرف الآخر - فقد لا تكون الكوارث المماثلة لكارثة إيه آي جي شيئاً من الماضي. لكن لا يكفي مجرد الإصرار على تداول المشتقات القياسية في البورصة (أو المقاصات). يجب أن تكون البورصات ذات رسملة كافية وإلا عندما يقع حدث خارجي - مثل انفجار فقاعة عقارية - فسيتعيّن على الحكومة ثانية أن تلمم الأجزاء ثانية. غير أن بعض المنتجات معقّد وخطير جداً بحيث من الصعب حتى على الجهات الرقابية ذات النوايا الجيدة التيقّن من وجود ما يكفي من رأس المال - وثمة خطر من أن تكون الجهات الرقابية في المستقبل مماثلة للجهات الرقابية الماضية، أي أن تركز على رفاه الأسواق المالية أكثر من التركيز على رفاه الاقتصاد أو على دافعي الضرائب. هناك علاج بسيط: طلب التزام مشترك أو متعدّد من جميع

المشاركين في البورصات، بحيث يتعين على جميع من يستخدمون البورصة دفع كل ما يملكون قبل أن يقدم دافعو الضرائب أي فلس. (أعتقد أن مثل هذا الحكم قد يؤدي إلى نهاية السوق - ما يثبت أن السوق غير موجودة إلا للاستفادة من الأموال العامة لدعمها.)

ثمة جدال مثير للخلاف يتعلق بالسماح للمنتجات المفصلة حسب الطلب في السوق الموازية. الاعتقاد السائد حالياً يرى وجوب تشجيع المصارف على التعامل بالمنتجات القياسية المتداولة في البورصات، لكن للمنتجات المفصلة حسب الطلب دور مهم. غير أنه عندما تستخدم المنتجات خارج البورصة (في السوق الموازية)، يجب أن تكون مدعومة بمستويات عالية من رأس المال ويجب أن يكون هناك ما يكفي من الشفافية. لكن الخوف من أن يخضع المراقبون للضغوط من أجل تقليل الشفافية ("أسرار الأعمال" مقولة قياسية). إذا كان الخيار بين بيع مشتقات شفافة تُتداول في البورصة ومشتقات أقل شفافية تُتداول في السوق الموازية، فإن المصارف ستختار الأخيرة ما لم يكن رأس المال الإضافي الذي تتطلبه عالياً. وسيخضع المراقبون للضغوط لضمان ألا يكون رأس المال الإضافي عالياً. باختصار، إذا سُمح بالمشتقات التي تُتداول في البورصة وخارجها، فإننا نخاطر بالوصول إلى وضع لا يختلف كثيراً عن ذلك الذي أوصلنا إلى الفوضى الراهنة.

### الإقراض المتوحش

أظهر النظام المالي أنه لا يمكن الوثوق به لبيع المنتجات الملائمة لاحتياجات من يشترونها. المخاطر معقدة، بل إن المصرفيين لا يستطيعون إدارتها جيداً. كيف يمكن إذاً أن نتوقع من الأفراد القيام بذلك؟ علينا أن ندرك في العديد من المجالات أنه لا يكفي افتراض أن على المشتري الاحتراس. والسبب بسيط - ليس لدى المشتري معلومات جيدة، وهناك عدم تماثل كبير في المعلومات. لذلك لدينا على سبيل المثال رقابة حكومية على سلامة الأغذية ورقابة حكومية على الأدوية<sup>(46)</sup>. وقد استغلت المصارف والمؤسسات المالية الأميركيين ذوي التعليم

المتدنّي على وجه الخصوص، وسلبوهم بالعديد من الطرق التي أشرت إلى بعضها وسأبحث بعضها بإيجاز. كان من الواضح أنها تقوم بذلك، وحاول المدافعون عن المستهلكين مراراً إقرار تشريع لوقف هذه الممارسات. لكن المؤسسات المالية المتوحّشة نجحت في التصدي لها حتى الآن.

إننا بحاجة إلى هيئة للرقابة على سلامة المنتجات المالية<sup>(47)</sup>. ومن مهام مثل هذه الهيئة تحديد ما هي المنتجات الآمنة التي يمكن أن يحتفظ بها الأفراد وفي أي ظروف.

### المنافسة غير الكافية وكبح الابتكار

مع أن المصارف أمضت العقدين الأخيرين وهي تحاول كسب المال في أسواق المشتقات، فإنها صرفت أيضاً الكثير من الطاقة لتشجيع الإدمان الأميركي على الدين. لقد رأينا كيف أغرت المصارف غير الحذرين بقروض مضمونة برهن عقاري تفوق قدرتهم على السداد، لكن ممارسات بطاقات الائتمان الخادعة، التي نمت بسرعة في السنوات التي تلت سنة 1980، ربما كانت أكثر خبثاً<sup>(48)</sup>. ابتكرت المصارف كثيراً من الطرق الجديدة لزيادة أرباحها. وإذا تأخّر أحدهم في التسديد، فإنها لم تكن تكتفي برسم تأخير، بل غالباً ما يرتفع معدل الفائدة ويبدأ المصرف بفرض رسوم على حامل بطاقة الائتمان قبل الاستحقاق.

غير أن أنكى الرسوم هي رسوم "المبادلة" التي تُفرض على التجار الذين يقبلون بطاقات الائتمان. عندما اتسع استخدام البطاقات بعرض مختلف المغريات والمكافآت على حملة البطاقات لاستخدام البطاقات في الشراء، شعر مالكو المتاجر أن عليهم قبولها، وإلا فقدوا كثيراً من المبيعات أمام المنافسين الذين يقبلونها. عرفت شركتنا فيزا وماستر كارد ذلك - وعرفنا أنه يعني أن في وسعهما استغلال التاجر. إذا تقاضت المصارف 2 أو 3 بالمئة من تكلفة منتج ما، فإن معظم التجار سيقبلون البطاقتين بدلاً من فقدان المبيعات. لكن الحواسيب الحديثة جعلت التكاليف الفعلية زهيدة، وذلك لا صلة له بالموضوع. لم يكن هناك

منافسة فعلية، لذا استطاعت المصارف النجاة بفعلتها. وللتحقّق من أن الأسواق لا تعمل، أُصرّت على ألاّ يبلغ التاجر الزبائن بالتكلفة الحقيقية لاستخدام البطاقة وعلى ألاّ يفرض رسماً على استخدامها. وتطلب فيزا وماستر كارد أيضاً من التّجار "عدم التمييز" بين البطاقتين. إذا قبل تاجر ما بطاقة من فيزا، فإن عليه قبول جميع البطاقات، حتى إذا كانت الرسوم التي يدفعها مختلفة<sup>(49)</sup>. باختصار، كانت سلطتهما الاحتكارية كبيرة جداً بحيث تضمنان ألاّ يعمل نظام الأسعار. إذا تمكّن التجار من تمرير الرسوم، فإن من يستخدمون البطاقات الأكثر تكلفة سيعرفون التكلفة النسبية، وسيختار الزبائن البطاقة الأفضل - حيث المنافع التي تعكسها البطاقة تعكس الرسوم المفروضة على أفضل نحو<sup>(50)</sup>. لكن فيزا وماستر كارد حرصتا على أن تكون آلية الأسعار محصورة في دائرة مغلقة.

ما كان أيّ من ذلك ممكناً لو طُبِّقت أنظمة المنافسة تطبيقاً فعلاً. فقد زاد إلغاء الرقابة المالية من جاذبية ممارسات بطاقات الائتمان غير التنافسية. كانت هناك قوانين تحدّ من معدّلات الفائدة - تسمّى قوانين الربا. وتعود مثل هذه القيود إلى الكتاب المقدّس، ولها تاريخ طويل في معظم الأديان - نشأت من التاريخ الأطول لمقرضي الأموال (غالباً ما يوصف عملهم بأنه ثاني أقدم مهنة) الذين يستغلّون المقرضين الفقراء. لكن أميركا الحديثة رمت دروس مخاطر الربا جانباً. فمع الارتفاع الشديد لمعدّلات الفائدة، يحقّق الإقراض أرباحاً عالية حتى إذا لم تسدّد نسبة من حملة بطاقات الائتمان ما تدين به. لذا كان تسليم بطاقات الائتمان لكل من يتنفّس أسهل من الكدّ في تقييم الائتمان وتقرير من لديه الجدارة الائتمانية ومن ليس لديه.

بما أن المصارف تمتلك نظامي بطاقات الائتمان/الخصم الرئيسيين، فيزا وماستر كارد، ويتمتّعان بالأرباح الإضافية التي يولّدها النظام المكلف، فقد كان لديها كل الحوافز لمنع تطوير آلية دفع إلكترونية تتسم بالكفاءة، وقد فعلت ذلك. يمكن أن يتصوّر المرء ما الذي يبدو عليه النظام الكفء. يتم عند نقطة الشراء التحقّق الفوري (كما هو الحال اليوم) من أن البطاقة غير مسروقة، وأن هناك أموالاً كافية في "حساب" حامل البطاقة لتسديد المبلغ. وبعد ذلك تحوّل الأموال

على الفور من حساب حامل البطاقة إلى التاجر. يمكن تنفيذ كل ذلك مقابل قروش معدودة. ربما يرتّب بعض حملة البطاقات خطّ ائتمان مع مصرفه يسمح له بالسحب على المكشوف إلى حدّ معيّن بمعدّل فائدة تنافسي. وربما يفضل آخرون أن تكون أيديهم مكبّلة إذ لا يريدون تسهيل "السحب على المكشوف - لمعرفتهم بالرسوم الاستغلالية التي تحصلها المصارف. تعمل آلية الدفع هذه بسلاسة، سواء أكان هناك خط ائتمان أم لا. كما تخدم هذه الآلية التي تتسم بالكفاءة عندما ترتبط بنظام ائتماني الجميع جيداً - باستثناء المصرفيين الذين ستخفض الرسوم التي يحصلونها<sup>(51)</sup>.

لقد كان النظام المالي الأميركي ذكياً في التوصل إلى كيفية استغلال الأميركيين الفقراء، لكنه لم يتمكن من التوصل إلى كيفية تقديم خدمة جيدة لهم. في بوتسوانا، وهي إحدى أنجح البلدان في أفريقيا، شهدت كيف تتواصل المصارف مع القرى الفقيرة لتقديم الخدمات المالية الأساسية إلى أشخاص لا يعدو أن يكون دخلهم كسراً صغيراً من دخل أفقر الأميركيين. (لا يزال متوسط الدخل الفردي في بوتسوانا 13,604 دولاراً).<sup>(52)</sup> لكن في الأنحاء الفقيرة من الولايات المتحدة، يلجأ الأفراد إلى خدمات صرف الشيكات لأخذ سلفة على شيكات الرواتب مقابل رسم يصل إلى 20 بالمئة من قيمة الشيك<sup>(53)</sup>. إنها صناعة كبيرة - وطريقة أخرى لاستغلال الفقراء<sup>(54)</sup>.

لا يتضح الجشع الصارخ للأسواق المالية الأميركية مثلما يتضح في الضغط السياسي الذي مارسه للمحافظة على برنامج قروض طلاب الجامعات. وذلك مثال آخر على الشراكة العامة - الخاصة التي تتحمّل فيها الحكومة المخاطر، ويجني القطاع الخاص الجوائز. تضمن الحكومة قروض الطلاب بحيث لا تكون هناك أي مخاطر، لكن يستطيع منشئوها فرض معدلات فائدة عالية كما لو أنها معرضة لخطر عدم السداد. والواقع أن تكلفة تشارك الحكومة مع القطاع الخاص مقارنة بتكلفة تقديم القروض بنفسها تقدّر في فترة عشر سنوات بنحو 80 مليار دولار - وتلك هدية سخية للصناعة المالية<sup>(55)</sup>. إن تقديم مثل هذه المبالغ الكبيرة هو بمثابة دعوة للفساد - وذلك ما حدث بالضبط. يتوجّه



المقرض إلى المسؤولين عن إدارة الكليات ويقدم رشوة لهم لعرض برنامج إقراضى. بل إن الجامعات المرموقة مثل جامعة كولومبيا لم تسلم من الفساد<sup>(56)</sup>. لكن الفساد بدأ في العملية السياسية التي أنشأت البرنامج ولا تزال تسمح باستمراره.

### إنجاح الرقابة

يحتاج القطاع المالي إلى رقابة، لكن الرقابة الفعالة تتطلب أن يؤمن المراقبون بها. ويجب اختيارهم ممن يمكن أن يتأثروا لا ممن يستفيدون من فشل الرقابة<sup>(57)</sup>. ومن حسن الحظ أن هناك عدداً كبيراً من الخبراء الماليين في النقابات والمنظمات غير الحكومية والجامعات. فليس على المرء التوجه إلى وول ستريت للحصول على هذه الخبرات.

رأينا عند بحث الأدوات المالية المشتقة كيف أن المصرفيين أرادوا التحقق ألا تكون السلطة لأمثال بروكسلي بورن، حتى عندما يحققون الفوز في المعارك التي يخوضونها: فاستأثروا بالسلطة على الرقابة. وعلينا أن ندرك الضغط الذي يتعرض له المراقبون كي لا يمارسوا الرقابة - وندرك خطورة تعيين غرينسبان آخر، أي رجل لا يؤمن بالرقابة. علينا تثبيت تعزيز النظام برقابة شفافة لا تسمح بمنافذ للتهرب من التنفيذ. وربما يكون من المرغوب وجود درجة من التكرار، كما في مجال المنافسة<sup>(58)</sup>: فتكاليف الأخطاء أكبر بألاف المرات من التكاليف الإضافية لتطبيق النظام. ومن الواضح أيضاً أن إيجاد نظام رقابة ناجح يحتاج إلى وجود مراقبين متعددين: من لديهم الخبرة في كل من الأسواق (أسواق التأمين، وأسواق الأوراق المالية، والمصارف)، ومراقب يراقب الاستقرار العام للنظام المالي، ومراقب يتفحص سلامة المنتجات التي يبيعها النظام.

من الواضح أن تصميم هيكل رقابي للمستقبل أمر مثير للخلاف، على الرغم من أن الجدل سادته نزاع على النفوذ. وقد انطوى العرض الذي قدمته إدارة أوباما على منح مزيد من الصلاحيات لمجلس الاحتياطي الفيدرالي - الذي

فشل فشلاً ذريعاً قبل الأزمة. كان ذلك وسيلة أخرى للتستر على العيوب على أساس مكافأة الفشل: لدى المصارف مشكلة "صغيرة"، لذا امنحوها مزيداً من المال لتفعل به ما تشاء، مع أنها فشلت في استخدام النقود التي كانت لديها؛ وكان لدى مجلس الاحتياطي الفيدرالي مشكلة صغيرة، لذا امنحه مزيداً من السلطات، مع أنه فشل في استخدام السلطة التي كانت لديه جيداً.

### ما وراء المالية والرقابة المالية

في هذا الفصل والذي سبقه تناولت الطرق العديدة التي أساء النظام المالي التصرف من خلالها، وكيف أفلت من العواقب. وعددت المشاكل الكثيرة التي يعاني منها النظام المالي لأنها شاملة بطريقة معقدة. لكن المشاكل في الاقتصاد تتجاوز القطاع المالي، وكذا إخفاقات نظام الرقابة.

لقد ذكرت الإخفاقات في تصميم سياسة المنافسة وحوكمة الشركات وإنفاذها، لكن ثمة إخفاقات أخرى أيضاً. ففي سنة 2005، أقرّ الكونغرس قانون عدم إساءة استعمال الإفلاس وحماية العملاء. وكانت الشركات قد قاتلت بشدة من أجل هذا القانون لأنه يمنحها صلاحيات جديدة لاستخلاص الأموال من المقترضين. وفي حين أن المصارف دافعت عن عمليات الإنقاذ العامة التي استهدفتها، فإنها عارضت منح أي مهلة للفقراء. كما أنها وضعت المخاوف بشأن الخطر الأخلاقي جانباً، لكنها رأت أن أي تسامح مع الأفراد العاديين الذين ضلّوا لحملهم على الاقتراض سيؤدي إلى حوافز معاكسة. وقد حدث ذلك، لكن ظهر التأثير في نوعية تقييم المصارف للجدارة الائتمانية.

بعد صدور قوانين الإفلاس الجديدة، شعرت المصارف بالثقة أن باستطاعتها إقراض الجميع. وأطلق أحد المصارف البارزة التي تتلقّى الدعم من الحكومة الآن إعلاناً مفاده، "جديرون بالولادة". وكثرت عروض بطاقات الائتمان لجميع المراهقين. واقتترضت كثير من العائلات مبالغ هائلة ألزمتها بالعمل للتسديد للمصارف. وذهبت أجزاء متزايدة من مداخيلهم لدفع الرسوم الجزائية

والفوائد الفاحشة، والفوائد على الفوائد والرسوم، من دون أن يكون لديهم فرصة للبدء بداية جديدة. ربما ودَّ الممولون العودة إلى أيام أوليفر تويست وسجون المقرضين، لكن مشروع قانون سنة 2005 كان أفضل ما يمكن القيام به في ظل الظروف، إذ يمكن اقتطاع ربع أجر الفرد. كما شجّع القانون الجديد المقرضين على الموافقة حتى على أسوأ القروض بضمان رهن عقاري، وربما يفسّر ذلك عملياً لماذا منحت الكثير من القروض الرديئة بضمان رهن عقاري في أعقاب إقرار مشروع القانون.

إن مشروع قانون جديد للإفلاس، قانون يتناسب مع القيم الأميركية، لا يقدم مهلة للأسر المتعثرة فحسب وإنما يحسّن أيضاً كفاءة السوق ويحثّ المصارف على تحسين أدائها في تقييم الائتمانات. لكن المصارف تشكو من أن إبطال قانون سنة 2005 قد يؤدي إلى ارتفاع معدلات الفائدة. إذا كان الأمر كذلك فليكن: لقد أفرط الأميركيون في الاقتراض وكلفوا المجتمع والعالم غالياً. ومن الأفضل أن يكون هناك حافز للائتمان.

لعب نظام الضرائب أيضاً دوراً في الوضع الحالي. يقال إن أنظمة الضرائب تعكس قيم المجتمع. ومن المظاهر الغربية لنظام الضرائب الأميركي أنه يعامل المضاربين الذين يقامرون أفضل من معاملة من يكدّون لكسب لقمة العيش. فمعدّل الضريبة على الأرباح الرأسمالية أدنى من معدّل الضرائب على الأجور. وليس لذلك تبرير اقتصادي جيد، مع أن المجتمع ربما يريد تشجيع بعض أنواع الاستثمارات الخطيرة بسبب فوائدها الواسعة. على سبيل المثال، ربما يريد تشجيع الابتكارات التي تفتح دروباً جديدة، وبخاصة في مجالات المصلحة العامة كتغيّر المناخ أو الصحة. وفي تلك الحالة، يجب أن تفرض الحكومة معدّل ضريبة منخفضاً على عوائد هذه الاستثمارات (أيّاً يكن الشكل، سواء أكانت مكاسب رأسمالية أم فوائد). لكن المضاربة العقارية ليست حتماً من فئات الاستثمار التي يريد المجتمع منحها معاملة تفضيلية. فستكون الأرض موجودة سواء دُعمت مشترياتها أم لم تدعم.

## الابتكار

يقول منتقدو النظام الرقابي الشديد أنه سيخلق الابتكار. لكننا رأينا أن كثيراً من ابتكارات النظام المالي صُممت للالتفاف على المعايير المحاسبية المصممة لضمان شفافية النظام المالي، والضوابط الرقابية المصممة لضمان استقراره وعدالته، والقوانين التي تحرص على أن يدفع المواطنون حصتهم العادلة من الضرائب. في غضون ذلك، لم يفشل النظام المالي في ابتكار ما يحسّن قدرة المواطنين العاديين على إدارة المخاطر التي يواجهونها فحسب، وإنما قاوم أيضاً الابتكارات التي تعزّز الرفاه.

عندما كنت عضواً في مجلس المستشارين الاقتصاديين في حكومة الرئيس كلينتون، ضغطت مثلاً من أجل ربط السندات بمؤشّر التضخّم. فالناس الذين يَدخرون للتقاعد بعد ثلاثين أو أربعين سنة من الآن يخشون التضخّم، وهم محقّقون. التضخّم منخفض الآن، لكن ثمة فترات شهدت تضخّماً مرتفعاً، ويتوقّع كثيرون فترة أخرى من التضخّم المرتفع. يودّ الناس الحصول على تأمين ضدّ هذا الخطر، لكن السوق تقدّمه. فاقترح المجلس أن تباع الحكومة سندات مرتبطة بمؤشّر التضخّم وبالتالي تقدّم في الواقع تأميناً ضدّ التضخّم على المدى الطويل. فالحكومة مسؤولة عن المحافظة على استقرار الأسعار عند مستوى معقول. وعليها أن تتحمّل النتائج إذا فشلت في المحافظة على استقرار الأسعار.

عارض بعض العاملين في وول ستريت هذه المبادرة لأنهم اعتقدوا أن الأشخاص الذين يشترون هذه السندات المرتبطة بمؤشّر التضخّم سيحتفظون بها إلى أن يتقاعدوا. واعتقدت أن ذلك أمر جيد - لم تهدر الأموال على تكاليف المعاملات المتصلة بالبيع والشراء؟ لكن ذلك لا يناسب وول ستريت التي تُعنى بتعظيم عائداتها المتأتمية من تعظيم تكاليف المعاملات.

في مثال آخر، لم تكن الأرجنتين، بعد أزمتها المالية، تعرف ما يجب أن تسدّه لدائنيها، لذا اقترحت حلاً مبتكراً. بدلاً من محاولة دفع أكثر مما تستطيع، ما يؤدي إلى أزمة دين أخرى بعد بضع سنوات، اقترحت سنداً مرتبطاً بالنواتج

المحلي الإجمالي. يدفع هذا السند مبلغاً أكبر إذا ارتفع دخل الأرجنتين وأصبح في وسع البلد أن يدفع أكثر. وبهذه الطريقة تنسجم مصالح الدائنين مع المصالح الأرجنتينية، وسيعملون على مساعدة الأرجنتين على النمو. وقد قاومت وول ستريت أيضاً السندات ذات المؤشر المرتبط بالنتائج الإجمالي المحلي<sup>(59)</sup>.

النظام المالي الجيد أكثر ابتكاراً في الواقع بطرق ذات مغزى - حيث توجّه الطاقات الخلاقة للأسواق المالية نحو التنافس لإنتاج مخرجات تعزّز رفاه المواطنين. ربما يطرّوّر نظام الدفع الإلكتروني الكفاء الذي ذكرته سابقاً في هذا الفصل، أو النظام الأفضل للقروض بضمان رهن عقاري الذي أشرت إليه في الفصل الرابع. إن إنشاء نظام مالي يلبي في الواقع الوظائف التي يفترض أن يؤديها خطوة مهمة نحو إعادة هيكلة الاقتصاد. ويمكن أن تكون هذه الأزمة نقطة انعطاف - لا للقطاع المالي فحسب، وإنما لبقية الاقتصاد أيضاً.

لم نؤدّ عملاً جيداً كما ينبغي لإعادة هيكلة النظام المالي وإعادة تصميم الهيكل الرقابي الذي يعمل النظام المالي بموجبه. ولن يزدهر بلدنا إذا عاد إلى النظام المالي الذي كان قائماً قبل الأزمة. لكن ذلك ليس سوى أحد التحديات الكثيرة التي تواجه البلد في عالم ما بعد الأزمة. وفي الفصل التالي نبحث ما الواجب فعله - والدروس العديدة المستقاة من الأزمة والتي يمكن أن تساعدنا في القيام بما يجب القيام به على نحو أفضل.

## الفصل السابع

### نظام رأسمالي جديد

**في** خريف سنة 2008، كان الاقتصاد العالمي، أو أسواقه المالية المعقدة على الأقل، على شفير الانهيار التام. فقد دخل في حالة السقوط الحرّ. وبما أنني شهدت الكثير من الأزمات الأخرى، فقد كنت على يقين من أن هذا المغزى للسقوط الحرّ سيصل إلى نهاية ما. فهذا ما يحدث في كل أزمة. لكن ماذا بعد؟ لا نستطيع العودة إلى العالم كما كان من قبل، ويجب ألا نعود إليه. لقد شهدت الطبقة الوسطى الأميركية أوقات عصيبة قبل الأزمة، فما الذي سيحدث لها بعدها؟

صرفت الأزمة انتباه الولايات المتحدة وقسم كبير من العالم عن المشاكل الطويلة الأمد التي تجب معالجتها. والقائمة مألوفة: الرعاية الصحية، والطاقة والبيئة، وبخاصة تغيّر المناخ، والتعليم، والمسنون، والتراجع في الصناعة، والخلل الوظيفي للقطاع المالي، وانعدام التوازنات العالمية، والعجز التجاري والمالي الأميركي. لم تتبدّد هذه المشاكل فيما تكافح الأمة للتعامل مع الأزمة الراهنة. لكن الموارد المتوافرة للتعامل معها تقلّصت كثيراً بسبب الطريقة التي أساءت بها الحكومة إدارة الأزمة - لا سيما بتبذير الأموال في إنقاذ النظام المالي. ارتفعت

نسبة الدين الأميركي إلى الناتج المحلي الإجمالي من 35 بالمئة في سنة 2000 إلى نحو 60 بالمئة في سنة 2009 - وسترثف تلك النسبة إلى 70 بالمئة بحلول سنة 2019 حتى مع التوقعات المتفائلة لإدارة أوباما التي توحى بأن الدين سيرثف بمقدار 9 تريليونات دولار في العقد التالي<sup>(1)</sup>.

لن تحدث إعادة هيكلة الاقتصاد من تلقاء نفسها، وعلى الحكومة أداء دور مركزي في ذلك. وتلك هي المجموعة الرئيسية الثانية من المشاكل التي تنتظرها: أظهرت الأزمة المالية أن الأسواق المالية لا تعمل جيداً بصورة تلقائية، وأن الأسواق لا تصحّ نفسها بنفسها. لكن الرسالة أكثر عمومية وتتجاوز الأسواق المالية. ثمة دور مهم للحكومة، لكن "ثورة" ريغان - تاتشر شوّهت ذلك الدور. وأدت المحاولة الخاطئة لتقليص دور الدولة إلى أن تؤدّي الحكومة دوراً أكبر مما توقعه أحد حتى في "البرنامج الجديد" (New Deal). وعلينا الآن إعادة بناء مجتمع يكون فيه توازن أفضل بين دور الحكومة ودور السوق. فالمزيد من التوازن يمكن أن يؤدي إلى اقتصاد أكثر كفاءة واستقراراً.

في هذا الفصل، أتناول هاتين الأجننتين التوأمين والمترابطين: ما الواجب فعله لاستعادة التوازن بين الحكومة والسوق وإعادة هيكلة الاقتصاد - بما في ذلك دور الحكومة في إعادة الهيكلة. إذا كنا نريد النجاح في إدخال تغيير على الولايات المتحدة، فيجب أن تكون لدينا رؤية أكثر وضوحاً عن الوجهة التي نقصدها، ورؤية أوضح عن دور الدولة.

إن المشاكل التي تواجه الولايات المتحدة مماثلة لتلك التي تواجه العديد من البلدان الصناعية المتقدّمة، إن لم يكن معظمها. وفي حين أن بعضها أدى عملاً أفضل في إنقاذ مصارفه، فإنها لا تزال تواجه تزايداً ملحوظاً في نسبة المديونية إلى الناتج المحلي الإجمالي من محاولات (الناجحة بمعظمها) لتحفيز الاقتصاد. كما أن المشاكل المرتبطة بتقدّم سنّ السكان أكثر سوءاً بالنسبة إلى بعضها. ولن يكون التعامل مع تحديات تغيير المناخ سهلاً لأي منها. وجميعها تقريباً تواجه تحديات كبرى في إعادة هيكلة اقتصاداتها.

## الحاجة إلى إعادة هيكلة الاقتصاد

### تقييم صادق لما ينتظرنا

مع أن من المرجح أن يبقى اقتصاد الولايات المتحدة الأكبر في العالم في السنوات القادمة، فمن غير المحتوم أن يتواصل ارتفاع مستوى معيشة معظم الأميركيين كما ارتفع مثلاً في السنوات التي تلت الحرب العالمية الثانية<sup>(2)</sup>. لقد كان العديد من الأميركيين يعيشون في وهم عالم الائتمان السهل، وقد انتهى ذلك العالم، ولن يعود، بل يجب ألا يعود. وسيكون عليهم، وعلى البلد بأكمله، أن يواجهوا هبوطاً في مستويات المعيشة. فلم يكن البلد فقط يصرف أكثر من موارده، وإنما العديد من الأسر أيضاً.

أخفت الفقاعة أن حالة الاقتصاد ليست جيدة كما يمكن أو يجب أن تكون. وقد كان التركيز على الناتج المحلي الإجمالي مضللاً - كما أوضحنا بالتفصيل في الفصل العاشر. إن التوقعات الاقتصادية المستقبلية ضعيفة بالفعل بالنسبة إلى العديد من الفئات: تراجع الدخل الوسطي للذكور في سن الثلاثينيات اليوم عما كان عليه قبل ثلاثة عقود<sup>(3)</sup>. وشهد معظم الأميركيين ركوداً في الدخل منذ عقد من الزمن. في السنوات الأولى لهذا العقد، شهد الكثيرون ركوداً أو تراجعاً في دخلهم، لكنهم كانوا يستهلكون كما لو أنهم جزء من الحلم الأميركي. ومع ظهور فقاعة الإسكان، صار في وسعهم زيادة استهلاكهم اليوم والادعاء أن باستطاعتهم التطلع إلى تقاعد مريح وتأمين تعليم أطفالهم ما يمكنهم من رؤية مزيد من الازدهار. لكن تبخّرت هذه الأحلام عند انفجار الفقاعة، وواجه الأميركيون في الوقت نفسه تعاظم انعدام الأمان الاقتصادي والصحي - ليس لدى نحو 15 بالمئة من الأميركيين أي تأمين صحي على الإطلاق<sup>(4)</sup>. وثمة مؤشرات أخرى على وجود خطأ ما: في سنة 2007، سجّلت الولايات المتحدة أعلى نسبة للمسجونين - 10 أضعاف النسبة المسجلة في البلدان الأوروبية<sup>(5)</sup>.

هناك كثير من المشاكل الأخرى المستمرة. الاحترار العالمي يحتم إعادة تجهيز الاقتصاد، وذلك يتطلب استثمارات هائلة. وعلى البلد الآن تعويض الوقت



الضائع في عهد بوش. لقد تآكلت البنية التحتية - يشير إلى ذلك انهيار حواجز الفيضان في نيوأورلينز وجسر منيسوتا. وفي حين أنه يوجد في الولايات المتحدة نظام جامعي من الطراز الأول - الأفضل في العالم - فإن متوسط أداء الطلاب في النظام التعليمي الابتدائي والثانوي دون المتوسط. كما أن أداء الطلاب في العلوم والرياضيات أقل من المتوسط في معظم البلدان الصناعية<sup>(6)</sup>. والنتيجة أن العديد من العمال ليسوا معدّين جيداً لمواجهة تحديات المنافسة العالمية في القرن الحادي والعشرين.

يجب إعادة هيكلة الاقتصاد الأمريكي في اتجاهات لم تتضح بعد. لكن الواضح أن ذلك يتطلب موارد وإنفاقاً عاماً. ويجب نقل الموارد من بعض القطاعات الكبيرة جداً (مثل المالية والعقارات) وبعض القطاعات الضعيفة (مثل الصناعة) إلى قطاعات أخرى يُتوقع أن تحقق نمواً مستداماً أفضل.

### أمر خاطئ: أكبر من أزمة مالية

بيّنت في فصول أخرى أن الأميركيين استفادوا من فقاعة إثر أخرى لمدة سنوات. كما أن هناك انعدام توازنات عالمية - الولايات المتحدة تقترض ما يصل إلى 6 بالمئة من ناتجها المحلي الإجمالي من بلدان أخرى فيما كان يجدر بها أن تدّخر الأموال لتقاعد جيل ازدهار الولادات في السنوات القليلة القادمة<sup>(7)</sup>.

سعى ما تبقى من العالم إلى محاكاة الولايات المتحدة، لكن العالم لن يبقى إذا نجح في محاكاتها. فلا يمكن أن يدوم الأسلوب الاستهلاكي من الناحية البيئية، ومع ذلك يواصل الأميركيون شراء السيارات الكبيرة التي تلتهم الوقود - وتتوقّف ربحية صناعة السيارات بأكملها على افتراض أن استهلاك الأميركيين سيستمر إلى الأبد.

يعتمد أيضاً قسم كبير من الاقتصاد، بما في ذلك بعض أنجح القطاعات، على أسس غير مستدامة. ومن أكثر القطاعات ربحية في الاقتصاد الطاقة والنفط والفحم التي تطلق غازات الدفيئة في الجو، حتى بوجود أدلة لا تقبل النقاش على أن ذلك يؤدّي إلى تغيّر المناخ<sup>(8)</sup>.

ينطوي قسم مركزي من إعادة هيكلة الاقتصاد على الانتقال من اقتصاد صناعي إلى اقتصاد قطاع الخدمات. في أوائل التسعينيات (1990يات)، ثار نقاش بشأن نوعية أعمال قطاع الخدمات الجديد المستحدثة. هل يقوم الاقتصاد باستحداث وظائف قلالة الهمبرغر ليحلّوا محل العمال الصناعيين المهرة؟ يبيّن تفحص البيانات أن قسماً كبيراً من وظائف قطاع الخدمات ووظائف جيدة، ذات رواتب مرتفعة، وأن العديد من وظائف قطاع الخدمات المجزية جداً موجود في قطاع المالية - ما أريد أن يكون الأساس الجديد للاقتصاد الأميركي. لكن كيف يمكن أن يصبح شيء كان وسيلة لغاية مركز الاقتصاد الجديد؟ كان يجب أن ندرك أن النسب المضخّمة للقطاع المالي - استأثر ذلك القطاع بنحو 40 بالمئة من أرباح الشركات في سنوات ما قبل الأزمة - تشير إلى وجود أمر خاطئ<sup>(9)</sup>.

### أميركا في سياق عالمي

يجب التعبير عن أي رؤية لتقدّم الولايات المتحدة كجزء من رؤية عالمية. فنحن متشابكون معاً، كما ذكرنا هذا الركود العالمي بقوة. والعالم يواجه اليوم ستة تحديات اقتصادية رئيسية على الأقل، بعضها مترابط. ويشكل استمرارها وعمقها شهادة على المصاعب التي يواجهها نظامنا الاقتصادي والسياسي في التعامل مع المشاكل وصياغة رؤية لكيفية حلّها، ناهيك عن اتخاذ إجراءات ملموسة وملائمة.

لعل المشكلة الأكثر أهمية الفجوة بين الطلب العالمي والعرض العالمي. فالطاقة الإنتاجية للعالم لا تُستغل كما يجب في عالم لديه احتياجات ضخمة لا تلبّى. ومن أكثر المجالات التي لا تُستغل الاستغلال الأمثل للموارد البشرية - إلى جانب المشكلة الملحة لوجود ما يصل إلى 240 مليون عاطل عن العمل في العالم بسبب الركود، فإن مليارات البشر ليسوا متعلّمين بالقدر الكافي لاستخدام طاقتهم الإنسانية استخداماً تاماً، وحتى عندما يكون لديهم التعليم فإنهم لا يعملون بطاقتهم الكاملة<sup>(10)</sup>. العمل اللائق جانب مهم من جوانب تقدير الذات لدى الفرد، والخسارة الاجتماعية أكبر بكثير من النقص في الإنتاج.

لا شك في أن التحدي البيئي الأكبر هو ذلك الذي يشكّله تغيّر المناخ.

وتعامل الموارد البيئية الشحيحة كما لو أنها مجانية. ونتيجة لذلك فإن جميع الأسعار مشوّهة، وبطريقة سيئة جداً في بعض الحالات. في الفصول السابقة رأينا كيف شوّهت أسعار المساكن المشوّهة الاقتصاد، وأظهرت الأزمة المعاناة الناجمة عن "تصحيح" أسعار المساكن - وقد كانت أشدّ بسبب تأخّر حدوث التصحيح كثيراً. ولا يقلّ تشوّه الأثمان البيئية حجماً عن ذلك، إذ أدّت إلى استهلاك الموارد الرئيسية بطريقة غير مستدامة. ولا بدّ من تصحيح ذلك، ومن المرجّح أن يكون التأخير مكلفاً أكثر.

يشكّل ما أصبح يعرف بانعدام التوازنات العالمية مشكلة للاستقرار العالمي. هناك قسم من العالم يصرف أكثر من دخله بكثير، وينتج القسم الآخر أكثر مما يستهلك. ليس هناك ما يقلق بشأن استهلاك بعض البلدان أكثر من دخلها، وبعضها الآخر أقل منه: فذلك جزء من اقتصاد السوق. المقلق، كما أشرت في الفصل الأول، أن حجم ما تقترضه الولايات المتحدة من بقية العالم، أكثر من 800 مليار دولار في سنة 2006 وحدها، غير مستدام. فقد يحدث تصحيح غير منظم لهذه التوازنات المنعدمة، وربما يصاحب ذلك تغيّرات مدمّرة في أسعار الصرف<sup>(11)</sup>. من الواضح أن ما حدث في هذه الأزمة كان مشوّشاً، لكن انعدام التوازن استمرّ. ومما يثير المشاكل على وجه الخصوص كما ورد آنفاً أن على الولايات المتحدة أن تدّخر لتقاعد جيل ازدهار الولادات لا أن تقترض.

لقد اقترحت مجموعة العشرين رداً اقتصادياً كلياً متنسقاً - تزيد الولايات المتحدة مدّخراتها فيما تخفّضها الصين - كي ينخفض انعدام التوازن بطريقة تحافظ على قوة الاقتصاد العالمي. إن هذا الطموح نبيل، لكن من المرجّح أن تكون سياسات كل بلد مدفوعة بأجندتها المحلية.

من المرجّح أن تخفّض الولايات المتحدة استهلاكها بسرعة تفوق سرعة توسّع الصين في الاستهلاك. ويبدو أن ذلك ما يحدث في الواقع، مع أن الارتفاع السريع في أنّخار الأسر في سنة 2009 عادله ارتفاع أكثر سرعة في الاقتراض العام<sup>(12)</sup>. وسيضعف ذلك الطلب الكلي العالمي - ما يزيد من صعوبة التعافي العالمي القوي.

ثمة خطر من حدوث ارتفاع كبير في معدلات الفائدة على المدى الطويل، إذ إن العديد من البلدان اقترضت كثيراً لتمويل برامجها للتعافي الاقتصادي. وربما تواجه بعض البلدان أزمة مالية بسبب ارتفاع مديونيتها العالية ومحدودية قدرتها على رفع الضرائب. أما البلدان التي لا تواجه أزمة فإنها ستواجه خيارات صعبة: لئلا تأخذ الولايات المتحدة، ببلوغ دينها الوطني نحو 70 بالمئة من ناتجها الإجمالي المحلي عما قريب، فإن خدمة الدين بافتراض أن معدل الفائدة 5 بالمئة سيبلغ 3.5 بالمئة من الناتج الإجمالي المحلي، أي نحو 20 بالمئة من إيرادات الحكومة الضريبية. لذا يجب رفع الضرائب و/أو خفض النفقات. وفي هذه الظروف، يتراجع الاستثمار عادة - ما يؤدي إلى تراجع المخرجات في المستقبل.

من ناحية أخرى، فإن ارتفاع معدلات الفوائد تجعل البلدان ذات المدّخرات المرتفعة في موقف جيد. لئلا تأخذ الصين التي لديها الآن أكثر من تريليوني دولار من الاحتياطيات النقدية. إذا أصبحت الفائدة 5 بالمئة، فسيولّد لها ذلك 100 مليار دولار من الدخل. وبالتركيز على الدفعات التي تسدّها الولايات المتحدة للصين، فإن الأولى تحوّل 15 مليار دولار للأخيرة سنوياً فيما تبلغ معدلات الفائدة 1 بالمئة. وعندما ترتفع إلى 5 بالمئة، فإن على الولايات المتحدة أن ترسل 75 مليار دولار سنوياً إلى الصين كفائدة على 1.5 تريليون دولار من السندات الأميركية التي تحتفظ بها.

عند انهيار الاستثمارات بسبب الأزمة، من الطبيعي الاعتقاد أن هناك تخمة من المدّخرات. لقد كان الازدحام فضيلة تقليدياً، وأعتقد أنه لا يزال كذلك. ولذلك فإن تركيز مجموعة العشرين على تشجيع الاستهلاك قد يكون مضللاً<sup>(13)</sup>. المرء يأمل بطبيعة الحال أن يتمكن المواطنون في البلدان النامية من رفع مستويات معيشتهم، وذلك ينطوي على مزيد من الاستهلاك، ومزيد من الخدمات الصحية، ومزيد من التعليم، وما إلى هنالك. لكن العالم يواجه احتياجات اقتصادية ضخمة: كما لاحظت سابقاً، يجب إعادة تجهيزه لمواجهة التحديات التي يشكّلها الاحترار العالمي؛ وهناك نحو 40 بالمئة من سكّان العالم لا يزالون يعيشون بأقل من

دولارين في اليوم، وهناك حاجة هائلة إلى الاستثمارات لتحسين فرصهم. المشكلة تتعلق بالمالية: إعادة توجيه الاستثمارات إلى الأماكن التي نحن بأمس الحاجة إليها.

التحدّي الرابع أسمّيه أحجية الصناعة. فقد مثّلت الصناعة منذ مدّة طويلة قمة مرحلة محدّدة من مراحل التطوّر، والطريق الذي يجب أن تسلكه البلدان النامية للخروج من المجتمعات الزراعية التقليدية. وكانت الوظائف في هذا القطاع تحظى بأجور جيدة وتوفّر العمود الفقري لمجتمعات الطبقات الوسطى في القرن العشرين في أوروبا وأميركا الشمالية. وفي السنوات الأخيرة، أدّت النجاحات في زيادة الإنتاجية إلى تقلّص العمالة حتى مع نموّ القطاع، ومن المرجّح أن يستمرّ هذا الوضع.

التحدّي الخامس هو انعدام المساواة. فقد أحدثت العولمة تأثيرات معقّدة في توزيع الدخل والثروة في جميع أنحاء العالم. الصين والهند على الطريق لإغلاق الفجوة مع البلدان الصناعية المتقدّمة، فيما لا تزال الفجوة تزداد مع أفريقيا منذ ربع قرن - لكن الطلب الصيني على السلع ساعد أفريقيا (وأميركا اللاتينية أيضاً) في تحقيق مستويات نموّ قياسية تصل إلى 7 بالمئة. أنهت هذه الأزمة تلك الحقبة القصيرة من الازدهار المعتدل. بل إن الفقر المدقع ظلّ مشكلة حتى في هذه الفترة من الازدهار المعتدل: نصيب أفقر الفقراء في العالم مختلف اختلافاً ملحوظاً عن نصيب أغنى الأغنياء في كل شيء يمكن تصوّره. ولا يزال هناك ما يقرب من مليار نسمة يعيشون بأقلّ من دولار في اليوم.

هناك تنام لانعدام المساواة في معظم بلدان العالم، والعولمة من العوامل التي ساهمت في هذا النمط<sup>(14)</sup>. وذلك ليس شاغلاً إنسانياً فحسب. فقد أدّى دوراً في التراجع الاقتصادي الراهن: ساهم تنامي انعدام المساواة في مشكلة الطلب الكلي العالمي - المال ينتقل ممن ينفقه إلى من لديه أكثر مما يحتاج إليه.

التحدّي الأخير هو الاستقرار. فقد أصبح تنامي انعدام الاستقرار المالي مشكلة متزايدة. وعلى الرغم من التحسينات المزعومة التي أدخلت على

المؤسسات المالية العالمية وتزايد المعرفة بشأن الإدارة الاقتصادية، فقد ازداد تواتر الأزمات الاقتصادية وحدتها.

هناك تفاعلات قوية بين هذه العناصر المتنوعة - بعض المشاكل تفاقم بعضها الآخر، في حين أن الاستراتيجيات المصممة لعلاج مشكلة ما قد تقلل في الوقت نفسه تأثير البرامج المصممة لعلاج مشاكل أخرى. على سبيل المثال، إن تزايد البطالة الناجمة عن الأزمة المالية سيضغط نزولاً على الأجور في جميع أنحاء العالم، ومن المرجح أن يفقد العمال الأقل مهارة وظائفهم. في الولايات المتحدة، توجد معظم ثروة النصف السفلي في البيوت - وقد تبددت تلك الثروة. ومن أسباب عدم التوازن العالمي الطلب المرتفع على الاحتياطيات في العديد من البلدان النامية في أعقاب أزمة بلدان شرق آسيا. فقد جعلت هذه الأزمة البلدان النامية حريصة على الاحتفاظ بمزيد من الاحتياطيات، ما فاقم مشكلة انعدام التوازن العالمي. وربما يزيد هذان الأمران معاً - تنامي انعدام المساواة وتنامي الطلب على الاحتياطيات - مشكلة عدم كفاية الطلب الكلي العالمي ويضعف الاقتصاد العالمي.

إن وجود رؤية واسعة وطويلة المدى - تركّز على محنة الفقراء وتحدي الاحترار العالمي - سيضمن وجود طلب أكثر من كافٍ لاستيعاب كل الطاقة الإنتاجية للعالم<sup>(15)</sup>. فارتفاع استهلاك الفقراء، بما في ذلك فقراء الصين، وتراجع استهلاك الأغنياء (وبخاصة في الولايات المتحدة) سيقوّض حجم انعدام التوازنات العالمية.

يتطلب تحقيق الرؤية الجديدة نموذجاً اقتصادياً جديداً - تتطلب الاستدامة تقليل التشديد على السلع المادية بالنسبة إلى المفرطين في الاستهلاك، وإدخال تغيير على اتجاه النشاط الإبداعي. فعلى المستوى العالمي، توجّه كثير من إبداعات العالم نحو تقليل الأيدي العاملة وتوجّه القليل جداً نحو تقليل استهلاك الموارد الطبيعية وحماية البيئة - وهو أمر غير مفاجئ نظراً لأن الأسعار لا تعكس ندرة هذه الموارد الطبيعية. وقد تحقّق نجاح كبير في تقليل الأيدي العاملة بحيث يشهد قسم كبير من العالم مشكلة استمرار البطالة. لكن لم

يتحقق نجاح كبير في تقليل استهلاك الموارد الطبيعية بحيث إننا نخاطر بحدوث انهيار بيئي.

### التحديات التي تواجه الولايات المتحدة على المدى الطويل

إن المشاكل التي يواجهها العالم تواجه الولايات المتحدة أيضاً، لكن بعضها حاد جداً في أميركا: البلد لا يعاني من "أحجية الصناعة" العامة ومشكلة العمالة التي تشكّلها النجاحات المتحقّقة في زيادة الإنتاجية فحسب، وإنما أيضاً المشاكل الأكثر تحديداً لانتقال الشركات إلى الخارج، وتحول الإنتاج من هنا إلى الصين وأماكن أخرى، ما يعكس تحول الميزة النسبية. إن التكيّف مع هذا التحول في هيكل الاقتصاد لن يكون سهلاً: غالباً ما يكون فقدان الوظائف في المجالات التي فقدت التنافسية أسهل من استحداث وظائف جديدة في مجالات جديدة، كما شاهدت في العديد من البلدان النامية التي تواجه العولمة. واستحداث الوظائف صعب جداً من دون قطاع مالي قوي يركّز على إقراض المشاريع الصغيرة والمتوسطة والشركات الجديدة - وهي مصدر معظم الأعمال المستحدثة. وتواجه الولايات المتحدة اليوم صعوبة إضافية: تتطلّب إعادة الهيكلة انتقال الأشخاص. لكن معظم الأميركيين فقدوا جزءاً كبيراً من ملكية بيوتهم - وفقد قسم كبير منهم الملكية بأكملها. وإذا باعوا بيوتهم الحالية، فلن يكون لديهم المال الكافي لتسديد دفعة أولى مقابل بيت جديد مماثل في الحجم. وهكذا ستتراجع القدرة على الحركة، وهي من سمات النجاح الأميركي في الماضي.

تواجه الولايات المتحدة، على غرار بقية بلدان العالم، تزايد انعدام المساواة في الدخل، لكن ذلك بلغ في أميركا مستويات لم تشاهد منذ ثلاثة أرباع القرن<sup>(16)</sup>. وعلى البلد أيضاً التكيّف مع الاحترار العالمي، لكنه لا يزال حتى عهد قريب أكبر مصدر لغازات الدفيئة، إجمالياً ومن حيث نصيب الفرد، وبالتالي فإن خفض الانبعاثات يتطلّب مزيداً من التكيّف<sup>(17)</sup>.

وتواجه أميركا تحديين إضافيين. الأول هو تقدّم سنّ السكان، ما يعني أنه

كان على الأميركيين أن يدّخروا من أجل التقاعد في حين أنهم ينفقون أكثر من دخلهم.

وتواجه الولايات المتحدة أيضاً سلسلة من المشاكل القطاعية: تسود الفوضى أقساماً كبيرة من الصناعة. كما تضخّم أحد أكثر القطاعات نجاحاً، المالية، واستند إلى افتراضات زائفة، وقسم كبير من قطاع آخر، الطاقة، ليس مستداماً من الناحية البيئية. وحتى عندما توجّه القطاع نحو سوق الطاقة المتجدّدة - الإثنول - فقد تعرّض لتشويش كبير بسبب ضغوط الشركات بحيث لم يستطع المنافسة مع الأبحاث التي تجريها بلدان الأسواق الناشئة مثل البرازيل. وللمنافسة، جمعت الحكومة الأميركية الإعانات التي زادت في بعض الأحيان على دولار للغالون مع فرض تعريفات على الإثنول البرازيلي القائم على السكر تزيد على خمسين سنتاً للغالون!<sup>(18)</sup> وكان يجدر بصناعة الطاقة أن تركز على الحفاظ على البيئة، لكنها ضغطت بدلاً من ذلك للحصول على حقوق الحفر في البحر.

يتكلّف قطاع الرعاية الصحية غير الكفاء لتحقيق نتائج صحية ضعيفة أكثر مما تتكلّفه نظم الرعاية الصحية في البلدان الصناعية المتقدّمة. وفي بعض الحالات، تنافس بلدان العالم الثالث جودة الرعاية الصحية في الولايات المتحدة - مع أن الرعاية الصحية الأميركية في قمة الهرم لا مثيل لها<sup>(19)</sup>.

القطاع التعليمي في الولايات المتحدة غير كفء، حيث تنافس بلدان الأسواق الناشئة أدائه - مع أن الجامعات الأميركية في قمة الهرم لا نظير لها<sup>(20)</sup>.

عندما نفكر في رؤية للولايات المتحدة على المدى الطويل، من الطبيعي أن يبدأ الاقتصادي التفكير في الميزة التنافسية الأميركية على المدى الطويل، وكيف يمكن تحقيقها. إنني أرى أن الميزة التنافسية على المدى الطويل تكمن في مؤسسات التعليم العالي والتقدّم التكنولوجي المستمدّ من المزايا التي توفرها هذه المؤسسات. لا يوجد قطاع آخر في الاقتصاد لديه حصة أكبر في السوق



من القادة العالميين. فقد اجتذبت الجامعات الأميركية أفضل المواهب من جميع أنحاء العالم، وكثير منهم يبقى ويتخذ من الولايات المتحدة وطناً له. ليس هناك أي من الجامعات الأميركية الرائدة - تلك التي تتمتع بميزة تنافسية - مؤسسات تتوخى الربح - ما يوحي بأن الإيمان في المؤسسات التي لا تتوخى الربح قد يكون في غير محله.

لكن التعليم العالي بمفرده لا يكسو الاستراتيجية الاقتصادية الأميركية باللحم تماماً - علينا التوصل إلى طريقة لاستحداث وظائف الطبقة المتوسطة ذات الأجور المرتفعة التي كانت تشكّل العمود الفقري للاقتصاد وأخذت تختفي مع ضعف قاعدتها الصناعية. هناك بلدان أخرى، مثل ألمانيا، أنشأت قطاعاً صناعياً وتصنيعياً تنافسياً عالي التقنية، قائم على تدريب تمهني قوي. ربما يكون ذلك اتجاهاً يجب أن يفكر فيه الأميركيون.

ربما تختلف إجابات الأشخاص العقلانيين عن هذه الأسئلة، لكن في غمرة الخوف من الاستجابة للأزمة، ارتكبت الولايات المتحدة غلطة. وقبل أن تخصص من النقود "للسياسات الصناعية" (السياسات الحكومية التي تشكّل هيكل الاقتصاد) ما يزيد عما خصّصه أي بلد من قبل - مثلما فعلت في عمليات إنقاذ صناعة السيارات والقطاع المالي - فإن هذه هي أنواع الأسئلة التي كان يجب طرحها. إن حجم المهمة المنتظرة هائل: القطاعات المعتلة - أو التي تسبب المعاناة للأميركيين - ولديها حاجة ماسة إلى إعادة الهيكلة (المالية والصناعة والطاقة والتعليم والصحة والنقل) تمثل أكثر من نصف الاقتصاد. ولا يستطيع ما تبقى من البلد العيش على أمجاد قطاع التقنية المتقدمة، أو حتى إنجازات التعليم العالي ومؤسسات الأبحاث.

### بدايات زائفة

توجد معظم هذه التحديات على جدول أعمال الولايات المتحدة والعالم. غير أن بعض المحاولات للتعامل معها - بما في ذلك في أثناء الركود الحالي - كانت خطوات في الاتجاه الخاطئ. وقد بحثت واحدة بالفعل - الفشل في خفض حجم

القطاع المالي بطريقة تعزّز قدرته على تلبية احتياجات المجتمع. وبدلاً من ذلك قدّمت الحكومة النقود لمن تسبّب في المشاكل.

حاولت الأسواق المالية أيضاً إقناع الحكومة باتّباع حلّ زائف لمشكلة المعمرين: خصخصة الضمان الاجتماعي. بما أنها تحصل على 1 بالمئة أو أكثر في السنة من الأموال التي تديرها، فقد رأت في الخصخصة مصدراً جديداً للرسوم، وفرصاً جديدة للإثراء على حساب المعمرين. في المملكة المتحدة، أظهرت دراسة عن تأثير الخصخصة الجزئية لمعاشات التقاعد العامة أن المعاشات ستخفض 40 بالمئة نتيجة تكاليف هذه المعاملات<sup>(21)</sup>. القطاع المالي يريد تعظيم تكاليف المعاملات، في حين يتطلّب رفاه المتقاعدين تقليصها إلى الحد الأدنى. واليوم يشعر معظم الأميركيين بالرضا لأنهم رفضوا مبادرة الرئيس بوش التي تقضي بالخصخصة الجزئية للضمان الاجتماعي. ولو حدث ذلك لكانت محنة الأميركيين المسنين أكثر قتامة.

قدّمت الولايات المتحدة المواعظ بشأن العولمة والمنافسة العالمية. ويحدّد علم الاقتصاد الابتدائي ما يعنيه ذلك: على الولايات المتحدة التخصّص في ميزتها النسبية، في المجالات التي تعكس قوّتها النسبية. لقد تفوّقت الصين على الولايات المتحدة في المنافسة في العديد من المجالات، لا بسبب انخفاض أجور العمال غير المهرة فحسب - هناك كثير من البلدان التي يحصل فيها العمال غير المهرة على أجور أدنى. الصين تجمع بين الوفورات العالية وتزايد تعليم القوّة العاملة (تضاعف عدد المتخرّجين في جميع مستويات التعليم العالي في الصين أربع مرات بين سنتي 2002 و2008، في حين تضاعف عدد الطلاب الإجمالي خمس مرات)<sup>(22)</sup>، والاستثمارات الواسعة في البنية التحتية مع الإنتاج المنخفض التكلفة والخدمات اللوجستية الحديثة لضمان تسليم الكميات الهائلة من السلع المادية التي يريدها المستهلكون الأميركيون. لم تعد الولايات المتحدة الرائد التكنولوجي في العديد من المجالات، بما في ذلك مجالات الاقتصاد "القديم" مثل الفولاذ والسيارات، مع أن من الصعب على معظم الأميركيين الاعتراف بذلك. ولم تعد المنتج الأكثر كفاءة، ولم تعد تصنع أفضل المنتجات. لم تعد أميركا

تمتلك ميزة نسبية في العديد من المجالات الصناعية. يمكن أن تتغير الميزة النسبية للبلد، لكن المهم هو الميزة النسبية الديناميكية. وقد أدركت بلدان شرق آسيا ذلك. فقبل أربعين عاماً، لم تكن الميزة النسبية لكوريا الجنوبية في إنتاج السيارات، بل في الأرز. فقررت حكومتها الاستثمار في التعليم والتكنولوجيا لتحويل ميزتها النسبية ورفع مستوى معيشة سكانها. ونجحت في القيام بذلك، وتحويل مجتمعتها واقتصادها. وتوحي تجربة كوريا والبلدان الناجحة الأخرى بدروس وأسئلة للولايات المتحدة: ما الميزة النسبية الديناميكية التي يجب أن نمتلكها على المدى الطويل وكيف يمكننا الوصول إلى ذلك؟

### دور الدولة

السؤال الكبير في الاقتصاد العالمي للقرن الحادي والعشرين هو، ماذا يجب أن يكون دور الدولة؟ إن تحقيق إعادة الهيكلة الذي ذكرته سابقاً في هذا الفصل يتطلب من الحكومة القيام بدور أكبر. وهذه التغييرات لا تحدث من تلقاء نفسها، ومن غير المحتمل أن تحدث تلقائياً في المستقبل. لكن آليات السوق يمكن أن تؤدي دوراً مركزياً في تحقيق إنشاء اقتصاد أخضر جديد على سبيل المثال. ويمكن أن يقطع التغيير البسيط شوطاً طويلاً - مع الحرص على أن تعكس الأسعار الندرة البيئية بصورة صحيحة.

إن مما يؤسف له أن العديد من الشعارات القديمة، لا سيما في الولايات المتحدة، منعت من التوصل إلى الدور الصحيح للدولة. ومن الأقوال المأثورة الشائعة، ما تؤكد هذه الترجمة الحرفية لقول لتوماس باين، "الحكومة التي تحكم أفضل هي الحكومة التي تحكم أقل". وثمة اعتقاد سائد في الحملات الجمهورية هو أن التخفيضات الضريبية تستطيع علاج أي علة اقتصادية - كلما انخفض معدل الضرائب، ارتفع معدل النمو. مع ذلك فإن لدى السويد الدخل الفردي أحد أعلى المداخل الفردية في العالم، كما أنها تتقدم مرتبة على الولايات المتحدة بهامش كبير في المعايير الأوسع للرفاه (مثل مؤشر برنامج الأمم المتحدة الإنمائي)<sup>(23)</sup>. العمر المتوقع فيها يبلغ 80.5 سنة مقارنة بـ 77 سنة في

الولايات المتحدة. وقد أوضح لي وزير ماليتها السابق أساس نجاحها: "لدينا معدلات ضريبية أعلى".

لم تكن معدلات الضريبة العالية التي أدت إلى ارتفاع النمو وارتفاع مستويات المعيشة بطبيعة الحال. لكن السويد أدركت أن على البلد أن يعيش في إطار دخله. وإذا أرادت أن تكون الصحة والتعليم والطرق والحماية الاجتماعية جيدة فيها، فيجب الدفع مقابل هذه الخدمات العامة، وذلك يتطلب ضرائب مرتفعة. من الواضح أن على البلد أن ينفق أمواله بطريقة جيدة، وينطبق ذلك عند الحديث عن القطاع الخاص أو القطاع العام. وقد تدبر القطاع العام السويدي إنفاق أمواله بصورة جيدة، فيما كان أداء القطاع المالي الأميركي مخيباً للآمال. على البلد الاهتمام بالحوافز، ربما تكون معدلات الضرائب السويدية مرتفعة قليلاً أحياناً وأنظمة الدعم لديها سخية، ومن ثم فإن الاثنين يعدّان أحدهما الآخر. لكن السويد اكتشفت أن نظام الدعم الاجتماعي الجيد يمكن أن يساعد الأفراد في التكيف مع التغير - وبالتالي يجعلهم أكثر استعداداً لقبول التغيير والقوى التي تحدثه، مثل العولمة. تمكّن السويديون من الحصول على حماية اجتماعية من دون نزعة حمائية، واستفادوا من انفتاح اقتصادهم ومجتمعهم الناجم عن ذلك. وإذا اجتمعت الحماية الاجتماعية الجيدة مع التعليم الجيد والاحتفاظ بالوظائف، فإن ذلك يعني أن اقتصادهم يمكن أن يكون أكثر مرونة ويتكيف مع الصدمات بسرعة، ويحافظ على مستويات توظيف مرتفعة. ويعني اجتماع ارتفاع معدلات التوظيف والحماية الاجتماعية الجيدة أن الأفراد سيكونون أكثر استعداداً للمخاطرة. لذا فإن "دولة الرفاه" ذات التصميم الجيد دعمت "مجتمعاً مبدعاً".

ليس من المحتم أن تكون الحال كذلك. "الدولة الراعية" يمكن أن تُضعف الحوافز، بما في ذلك الحوافز على المخاطرة والإبداع. وقد لا يكون التوصل إلى التوازن الصحيح سهلاً. من أسباب نجاح البلدان الإسكندنافية أنها لم تواجه إعاقة من بعض الافتراضات الإيديولوجية، مثل أن الأسواق تتسم بالكفاءة دائماً والحكومات تتسم بعدم الكفاءة دائماً. إن هذه الأزمة المالية، بما تتسم به من سوء توزيع هائل للموارد بقيادة القطاع الخاص، يجب أن تشفي الجميع من

مثل هذه التحيزات. مع ذلك، كما رأينا في الفصل الخامس، أعاق الخوف من "تأميم" المصارف المفلسة التدخّلات الحكومية الصحيحة في الوقت الملائم، في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة على السواء، ما كلف دافعي الضرائب مليارات الدولارات من دون طائل. في الولايات المتحدة، تحمل كلمات مثل "اشتراكية" و"خصخصة" و"تأميم" شحنة عاطفية تجعل التفكير الواضح صعباً.

أشار هربرت سايمون، الفائز بجائزة نوبل في سنة 1978 عن عمله الرائد الذي درس كيف تعمل الشركات الحديثة، إلى أن الاختلافات بين الرأسمالية الحديثة والمشاريع التي تديرها الحكومة مبالغ فيها جداً. ففي الحالتين، يعمل الجميع لآخرين. وهياكل الحوافز التي يمكن استخدامها لدفع المديرين والعمال متماثلة. وقد عبّر عن ذلك بقوله:

معظم المنتجين موظفون لا مَلاك للشركات... وعند النظر إليهم من موقع النظرية الكلاسيكية [الاقتصادية]، فإنه ليس لديهم ما يدفعهم إلى زيادة أرباح الشركات، إلا بمقدار ما يستطيع مالكوها السيطرة عليهم... وليس هناك اختلاف من هذه الناحية بين الشركات التي تحقّق الربح والمؤسسات التي لا تتوخّى الربح، والمؤسسات البيروقراطية. فكلها تواجه مشكلة حثّ موظفيها على العمل لتحقيق الأهداف المؤسسية. وليس هناك سبب، مثبت بالمعرفة السابقة، لماذا يكون إنتاج هذا الدافع في المؤسسات التي تهدف إلى تعظيم أرباحها أسهل (أو أصعب) مما هو عليه في المؤسسات ذات الأهداف المختلفة. والاستنتاج بأن المؤسسات التي تدفعها الأرباح أكثر كفاءة من المؤسسات الأخرى لا يتأتى في الاقتصاد المؤسسي من الافتراضات الكلاسيكية المحدثة. ولو كان صحيحاً من الناحية التجريبية، فإنه يجب إدخال مسلمّات أخرى لتفسير ذلك<sup>(24)</sup>.

في الفصل الأول، لاحظتُ أن نموذج الرأسمالية في القرن التاسع عشر لا ينطبق على القرن الحادي والعشرين. فمعظم الشركات الكبيرة ليس لها مالك واحد، بل لديها كثير من المساهمين. الفارق الرئيسي اليوم هو أن المالكين النهائيين ("المساهمين") في إحدى الحالتين مواطنون يعملون من خلال العديد

من الوكالات العامة، وفي الأخرى مواطنون يعملون من خلال العديد من الوسطاء الماليين، مثل صناديق معاشات التقاعد وصناديق الاستثمار المشترك، وليس لديهم سوى رقابة قليلة عليهم<sup>(25)</sup>. وثمة مشاكل "وكالة" كبيرة في كلا الترتيبين ناجمة عن انفصال الملكية عن الرقابة: من يتخذون القرارات لا يتحملون تكاليف الأخطاء ولا يجنون مكاسب النجاح.

هناك أمثلة على الشركات التي تتسم بالكفاءة وانعدام الكفاءة في القطاعين العام والخاص. مصانع الفولاذ الكبيرة التي تمتلكها الحكومة في كوريا الجنوبية وتايوان أكثر كفاءة من المصانع ذات الملكية الخاصة في الولايات المتحدة. ومن القطاعات التي لا تزال الولايات المتحدة ناجحة جداً فيها التعليم العالي، وكما أشرت أنفاً فإن جميع الجامعات من الطراز الأول مملوكة للولايات أو لا تتوخى الربح<sup>(26)</sup>.

شهدت الأزمة الراهنة اضطلاع الحكومة الأميركية بأنوار غير مسبوقة في الاقتصاد. وقد لاذ بالصمت تجاه ذلك العديد ممن كانوا تقليدياً من أكبر منتقدي قيام الحكومة بدور نشيط - وبخاصة الاقتراض الحكومي الكبير. لكن آخرين اعتبروا عملية الإنقاذ الهائلة للمصارف التي اضطلعت بها إدارة بوش خيانة للمبادئ الجمهورية المحافظة. وتبدو بالنسبة إليّ توسيعاً آخر (وإن يكن كبيراً) لما كان يجري منذ أكثر من ربع قرن: إنشاء دولة رفاه للشركات، بما في ذلك توسيع شبكة أمان الشركات وتقويتها، مع أن الحماية الاجتماعية للأفراد العاديين أضعفت في بعض المجالات على الأقل.

مع أن التعريفات (الضرائب على السلع المستوردة) خُفّضت في العقود الماضية، فإن هناك مجموعة كبيرة من الحواجز غير الجمركية التي تحمي الشركات الأميركية. فبعد أن وعدت الحكومة الأميركية بتخفيض الإعانات التي تقدّمها للزراعة، قام الرئيس بوش بمضاعفتها في سنة 2002: قُدّمت إعانات للزراعة بمليارات الدولارات كل عام. وفي سنة 2006، تقاسم سبعة وعشرون ألف مزارع قطن ميسور 2.4 مليار دولار في السنة، في برنامج يخالف قانون التجارة الدولية ويضرّ بملايين المزارعين الفقراء في أفريقيا وأميركا الجنوبية والهند<sup>(27)</sup>.

وقُدِّمت إعانات إلى صناعات أخرى، بعضها على نطاق محدود، وبعضها على نطاق واسع، بعضها علناً، وبعضها بطريقة مستترة من خلال نظام الضرائب. وفي حين أننا في الولايات المتحدة دعونا إلى عدم السماح للبلدان النامية بإعانة صناعاتها الوليدة، فقد برّنا إعاناتنا الهائلة لصناعة الإثانول القائمة على الذرة التي أُدخلت في سنة 1978 بناءً على حجة "الصناعة الوليدة" - مساعدتها إلى أن تتمكن من المنافسة بمفردها. لكن تبين أنها طفل يرفض أن يكبر.

ربما اعتقد أحدهم أن صناعة النفط، بأرباحها غير المحدودة في الظاهر، لن تلجأ إلى الحكومة طلباً للمساعدة. لكن ليس للجشع حدود، والمال يحقق النفوذ السياسي، لذا تلقت إعانات ضريبية كبيرة. وقد أشار جون ماكين، المرشح الجمهوري لانتخابات الرئاسة في سنة 2008، إلى مشروع قانون الطاقة الأول لبوش بأنه المشروع الذي ضغط الجميع لإقراره<sup>(28)</sup>. وتتلقى صناعة التعدين أيضاً مليارات من الإعانات المستترة. وهي تأخذ خامات المعادن من الأرض التي تملكها الحكومة مجاناً تقريباً. وفي سنتي 2008 و2009، انضمت صناعات السيارات والمالية إلى القائمة الطويلة للصناعات التي تتلقى الإعانة.

تشعر كثير من الصناعات الأميركية الناجحة بحضور الحكومة أيضاً. فقد أنشئت الإنترنت، التي نهض عليها الكثير من الازدهار مؤخراً، بتمويل حكومي - بل إن الحكومة مولت النموذج الأولي لبرنامج التصفّح "موزاييك". وقد أُنزلته نتسكيب إلى السوق، لكن ميكروسوفت استخدمت قوتها الاحتكارية لسحق نتسكيب فيما تعتبره المحاكم في جميع أنحاء العالم إساءة استعمال صارخة للقوة الاحتكارية.

بلغت الإعانات المقدّمة إلى الشركات الأميركية على مر السنين مئات المليارات من الدولارات<sup>(29)</sup>، لكن هذه المبالغ تبهت مقارنة بالإعانات التي قدّمت مؤخراً للصناعة المالية. في الفصول السابقة، بحثت عمليات الإنقاذ المتكررة والكبيرة للمصارف، وعملية الإنقاذ الحالية هي أكبرها حجماً. وكما توقّعت عندما بدأت عملية الإنقاذ، تبين أنها واحدة من أكبر عمليات إعادة توزيع الثروة

في مثل هذه الفترة القصيرة في التاريخ. (لا شك في أن خصخصة أصول الدولة في روسيا عملية أكبر).

لم يكن آدم سميث مصيباً تماماً عندما قال إن الأسواق تقود، كما لو كان ذلك بيد خفية، إلى رفاه المجتمع. لكن لا يستطيع أحد القول إن نظام الرأسمالية البديلة الذي تطوّر في الولايات المتحدة يتسم بالكفاءة أو العدالة أو يقود إلى رفاه المجتمع.

### ماذا يجب على الحكومة أن تفعل؟

في السنوات الخمس والثلاثين الماضية، أصبح الاقتصاديون يدركون على نحو أفضل متى تعمل الأسواق أو لا تعمل جيداً. ويرجع كثير من ذلك إلى الحوافز: متى تقدّم الأسواق الحوافز الصحيحة؟ ومتى تتوافق المكافآت الخاصة مع العائدات الاجتماعية؟ وكيف تستطيع الحكومة المساعدة في التوفيق بين الاثنين؟ الفصول الستة الأولى من هذا الكتاب روت كيف أن هذه الحوافز لم تكن متوافقة في الأسواق المالية.

وضع الاقتصاديون قائمة قصيرة بالحالات التي تفشل فيها الأسواق - حيث لا تتوافق الحوافز الاجتماعية والخاصة بصورة جيدة - وتفسّر قسماً كبيراً من الإخفاقات التي وقعت. تشمل القائمة الاحتكارات، والعوامل الخارجية، ونقص المعلومات. ومن المفارقات في الجدل السياسي الراهن أن "اليسار" اضطر إلى القيام بدور فاعل في محاولة حمل الأسواق على العمل كما ينبغي لها، من خلال إقرار قوانين منع الاحتكارات مثلاً وتنفيذها لضمان حصول المشاركين في الأسواق على معلومات أفضل؛ ومن خلال إقرار وتنفيذ قوانين بشأن التلوّث والرقابة على القطاع المالي (من النوع الذي تم تناوله في الفصل السادس)، للحدّ من عواقب العوامل الخارجية.

يدّعي اليمين أن كل ما يجب فعله هو ضمان حقوق الملكية وإنفاذ العقود. وكلاهما لازمان لكن لا يكفیان - ويثيران بعض المشاكل الرئيسية المتعلقة مثلاً



بتعريف حقوق الملكية ونطاقها. الملكية لا تعطي حقوقاً مطلقة للعمل كما يحلو للمرء. فتملك قطعة أرض لا يمنحني الحق بتلويث المياه الجوفية تحتها، أو حتى حرق أوراق الشجر الذي يمكن أن يلوث الهواء.

### المحافظة على العمالة الكاملة واستقرار الاقتصاد

وهكذا فإن جعل الأسواق تعمل بنجاح من مسؤوليات الدولة، ومن أوضح مظاهر فشل الأسواق في العمل كما يفترض بها الحوادث الدورية للبطالة ونقص استغلال الطاقة الإنتاجية، والركود والكساد الذي ميّز الرأسمالية. أقرّ قانون العمالة لسنة 1946 أن المحافظة على العمالة الكاملة في الاقتصاد هدف وطني، وعلى الحكومة أن تتحمل المسؤولية عن ذلك.

إن كيفية تحقيق ذلك على الوجه الأفضل أمر مثير لبعض الخلاف. فقد بذل المحافظون قصارى جهدهم لتقليل دور الحكومة إلى الحد الأدنى. وبعد أن اعترفوا على مضض بأن الأسواق قد لا تضمن العمالة الكاملة من تلقاء نفسها، حاولوا تضيق نطاق تدخل الحكومة. وحاول الفكر النقدي لميلتون فريدمان تقييد المصارف المركزية بقاعدة ميكانيكية - زيادة النقد المتداول بمعدل ثابت. وعندما فشل ذلك، بحث المحافظون عن قاعدة بسيطة أخرى - استهداف التضخم.

غير أن الأزمة الراهنة أظهرت أن إخفاقات السوق قد تكون معقدة ومنتشرة وليس من السهل تصحيحها، وقد تزيد الأمور سوءاً وفقاً للقواعد الميكانيكية. ومن المشاكل التي تسهم في هذه الأزمة تقليل تقييم المخاطر. ربما يتعذر على الحكومة إجبار الأسواق على تسعير المخاطر بشكل صحيح، لكن باستطاعتها، كما أوضحت في الفصل السادس، أن تصمم أنظمة تحدّ من الضرر الناجم عن سوء تسعير السوق<sup>(30)</sup>.

### تعزيز الابتكار

هناك بعض السلع التي تقلل السوق عرضها من تلقاء نفسها. وتشمل هذه السلع العامة، التي يتمتع بمزاياها جميع أعضاء المجتمع - ومن بينها بعض الابتكارات

الرئيسية. أشار الرئيس الأميركي الثالث، توماس جفرسون، إلى أن المعرفة مثل الشمعة: عندما تشعل شمعة شمعة أخرى فإن ضوءها لا يتقلص. ويعني ذلك أن تقييد استعمال المعرفة لا يتسم بالكفاءة<sup>(31)</sup>. وتكون تكاليف مثل هذه القيود كبيرة جداً في حالة العلوم الأساسية. لكن إذا كانت المعرفة توزع مجاناً، فإن على الحكومة أن تتحمل مسؤولية تمويل منتجاتها. ولذلك تضطلع الحكومة بدور مهم في تعزيز المعرفة والابتكار.

نبعت بعض أعظم نجاحات الولايات المتحدة من الأبحاث التي تدعمها الحكومة، في جامعات الولايات أو الجامعات التي لا تتوخى الربح عادة - من الإنترنت إلى التكنولوجيا البيولوجية الحديثة. وفي القرن التاسع عشر، اضطلعت الحكومة بدور كبير في التقدم الرائع المتحقق في الزراعة - فضلاً على الاتصالات، تمديد أول خط تلغراف بين بلتيمور وواشنطن. بل لعبت الحكومة دوراً مهماً في الابتكارات الاجتماعية - امتدت برامجها إلى ملكية البيوت، من دون الممارسات التي شابت المساعي الحديثة الخاصة للقيام بذلك.

من الممكن حث القطاع الخاص على الابتكار بتقييد استخدام المعرفة من خلال نظام براءات الاختراع، على الرغم من أن ذلك يعرّز العوائد الخاصة فإنه يقلص العوائد الاجتماعية. إن نظام براءات الاختراع المصمم جيداً يحاول الوصول إلى التوازن الصحيح، ويوفّر حوافز للابتكار من دون تقييد استعمال المعرفة أكثر مما يجب. وكما سأشرح لاحقاً في هذا الفصل، يبقى هناك مجال واسع للتحسين في نظام الملكية الفكرية القائم.

لكن المشكلة في حالة الأسواق المالية هي غياب الطرق الفعّالة لحماية الملكية الفكرية. فكل منتج جديد ناجح يمكن تقليده بسرعة. ومن ثم إذا كان المنتج الجديد غير ناجح لن يقلد، لكن الشركة ستخسر المال؛ وإذا كان ناجحاً فسيقلد، وسرعان ما ستتآكل الأرباح.

ترتب على ذلك أن البحث لم يعد عن الابتكارات التي تحسّن رفاه العملاء أو كفاءة الاقتصاد، بل عن الابتكارات التي لا يسهل تقليدها، أو التي تواصل

تحقيق الأرباح حتى إذا تم تقليدها. وهكذا كانت القروض الكاذبة، ورسوم بطاقات الائتمان الربوية "ابتكارات" قلّدت بسرعة، ومع ذلك حقّقت أرباحاً ضخمة. من ناحية أخرى، لم يكن من السهل تقليد المشتقات والمنتجات المالية المعقّدة الأخرى - كلما ازداد التعقيد ازدادت صعوبة التقليد. كما أن المؤسسات التي تصدر قسماً كبيراً من المشتقات غير المدرجة في البورصة قليلة نسبياً. وقلة المنافسة تعني ارتفاع الأرباح. بعبارة أخرى، أدّت قوى السوق دوراً رئيسياً في دفع التعقيد الذي ساهم كثيراً في إضعاف عمل الأسواق.

### تقديم الحماية والتأمين الاجتماعي

تلعب الحكومة دوراً مهماً في الحماية الاجتماعية - في توفير التأمين من المخاطر التي يواجهها الأفراد، مثل البطالة والعجز. وفي بعض الحالات، مثل المعاشات الدورية، هذا القطاع الخاص حنو الحكومة، لكنه أنفق بذلك موارد كبيرة على محاولة إيجاد الأشخاص الأقل خطورة - وهي نفقات قد لا يُنظر إليها بأنها منتجة اجتماعياً. ربما يشعر المجتمع أن الشخص الذي يولد ولديه حالة قلبية يجب مساعدته ("كان يمكن أن يصيبني لولا لطف الله")، بما في ذلك دفع تكاليف جراحة القلب المفتوح. لكن شركة التأمين الخاصة تحرص على ألا تتكبّد مثل هذه التكاليف، لذا ستبذل كل ما في وسعها لمعرفة من المعرض للخطر<sup>(32)</sup>. وذلك من الأسباب التي تفسّر لماذا ستواصل الحكومة أداء دور رئيسي في أسواق التأمين.

### منع الاستغلال

مع ذلك تستطيع الأسواق التي تتسم بالكفاءة إنتاج مخرجات غير مقبولة اجتماعياً. ربما يحصل بعض الأفراد على دخل قليل جداً بحيث لا يمكنهم البقاء. ففي الأسواق التنافسية، تحدّد الأجور بتقاطع الطلب والعرض، وليس هناك ما يقول إن الأجر "المتوازن" هو الأجر الذي يكفل العيش. وتحاول الحكومات "تصحيح" توزيع الدخل في السوق بصورة روتينية.

ليس هناك في الأسواق ما يضمن أن تكون إنسانية، بأي معنى من معاني الكلمة. ولن يتردد المشاركون في الأسواق من استغلال قوتهم الراهنة - أو الضعف الراهن للمشاركين الآخرين - بأي طريقة ممكنة. في أثناء حدوث إعصار، يستطيع من يملك سيارة مساعدة الآخرين في الهرب من الفيضان، لكن يمكن أن يطلب "ما تحتمله السوق" مقابل هذه الخدمة. وسيقبل العمال الذين يحتاجون إلى وظيفة العمل في شركات يقل فيها الأمان والظروف الصحية عن المستوى المعياري. الحكومة لا تستطيع منع كل أشكال الاستغلال، لكنها تستطيع خفض نطاقه: ولذلك اعتمدت معظم حكومات البلدان الصناعية المتقدمة وأنفذت قوانين الربا (قوانين تحدّد الفائدة التي يمكن دفعها) وقوانين تعيّن الحد الأدنى للأجور وساعات العمل القصوى، وتحدّد الشروط الصحية الأساسية وشروط الأمان في العمل، وتسعى إلى الحدّ من الإقراض المتوحّش.

تحاول الشركات الخاصة، عندما تستطيع، تقييد المنافسة وتبرع أيضاً في استغلال الأنماط اللاعقلانية و"ضعف" المستهلكين. فشركات التدخين تبيع منتجات تعرف أنها إدمانية وتسبّب السرطان والكثير من العلل الأخرى - حتى عندما تنكر وجود أي دليل علمي على ذلك. وتعرف أن المدخّنين سيتقبّلون رسالتهم التي تفيد بوجود شكوك علمية.

استغلّ مصمّمو القروض المضمونة برهن عقاري وشركات البطاقات الائتمانية أن العديد من الأشخاص سيتأخّرون عن الدفع، مرة واحدة على الأقل. لذا فإنهم يجذبونهم بمعدّلات فائدة منخفضة جداً، وإذا ارتفع المعدّل كثيراً في أعقاب التأخّر في الدفع، فإنه يفوق ما يعوّض عن تدنّي المعدّل في البداية. وتشجّع المصارف العملاء على التوقيع على تسهيلات السحب على المكشوف، مقابل رسوم مرتفعة، وهي تعرف أنهم لن يتحقّقوا مما إذا كانوا قد تجاوزوا أرصدتهم في المصارف<sup>(33)</sup>.

## الدور المتغيّر للحكومة

يختلف الدور الملائم للدولة من بلد إلى آخر ومن حقبة إلى أخرى. الرأسمالية في القرن الحادي والعشرين مختلفة عن رأسمالية القرن التاسع عشر. والدرس المستفاد من القطاع المالي ينطبق على القطاعات الأخرى: في حين أن الضوابط الرقابية "للبرنامج الجديد" ربما لا تصلح اليوم، فإن ما نحتاج إليه ليس إلغاء الرقابة جملة وإنما خفضها كثيراً في بعض المجالات وقليلًا في بعضها الآخر. لقد فتحت العولمة والتقنيات الجديدة احتمال قيام احتكارات عالمية جديدة ذات ثروة وقوة تتجاوز كل ما كان يحلم به أقطاب المال في أواخر القرن التاسع عشر<sup>(34)</sup>. وكما أشرت في الفصل الأول، فإن مشاكل الوكالة الناجمة عن فصل الملكية عن السيطرة وعن أن ثروة الأشخاص العاديين يديرها أشخاص آخرون، لحسابهم على ما يفترض، زادت الحاجة إلى وجود ضوابط رقابية أفضل على حوكمة الشركات.

هناك تغيّرات أخرى في الاقتصاد الأميركي ربما تتطلب دوراً أكبر للحكومة. فقد خلّف تحوّل العديد من الاقتصادات الصناعية المتقدّمة إلى اقتصادات إبداعية تأثيرات عميقة على طبيعة السوق. لناخذ قضية المنافسة على سبيل المثال، وهي أمر حيوي لديناميكية أي اقتصاد. يمكن بسهولة التحقق مما إذا كانت هناك منافسة في سوق الفولاذ مثلاً أم لا، وثمة طرق جيدة للتعامل مع هذه المشكلة.

لكن إنتاج الأفكار مختلف عن إنتاج الفولاذ. فحتى عندما تكون العوائد الشخصية والاجتماعية لإنتاج سلع تقليدية للابتكار منسجمة جيداً، فإن العوائد الشخصية والاجتماعية للابتكار قد تختلف اختلافاً ملحوظاً. بل إن هناك ابتكارات ذات عوائد اجتماعية سلبية - مثل السجائر المسبّبة لمزيد من الإدمان.

القطاع الخاص يشعر بالقلق بشأن المقدار الذي يستطيع أن يصادره لنفسه من قيمة الفكرة، وليس بشأن العوائد الإجمالية للمجتمع. والنتيجة أن السوق ربما تنفق الكثير من المال في بعض مجالات الأبحاث - لتطوّر عقّاراً

محاكياً لعقار ناجح جداً ويحظى ببراءة اختراع - والقليل على المجالات الأخرى. وهكذا من دون دعم الحكومة، ستقل الأبحاث الأساسية كثيراً، وربما تنعدم الأبحاث في أمراض الفقراء.

العائد الخاص يتعلّق بمن يصل أولاً في نظام براءات الاختراع، ويتعلّق العائد الاجتماعي بتوافر الابتكار في وقت أبكر مما سيكون عليه بخلاف ذلك. وتقدّم الأبحاث بشأن الجينات ذات الصلة بسرطان الثدي إيضاحاً مهماً للاختلاف بين الاثنين. فقد بُذلت جهود عالمية منهجية لفك رموز المجين (الجينوم) الإنساني بأكمله، لكن كان هناك سباق للتغلّب على هذا الجهد في حالة الجينات التي قد تكون لها قيمة في السوق. حصلت الشركة الأميركية ميريا على براءة اختراع جينات سرطان الثدي، وأصبحت المعلومات متوافرة قبل وقت قليل من توافرها بخلاف ذلك - لكن بما أن الشركة تصرّ على فرض سعر مرتفع مقابل الاختبارات التي أجريت لكشف الجينة، فربما تموت آلاف النساء من غير طائل في الأماكن التي تعترف بسلطة براءة الاختراع تلك<sup>(35)</sup>.

باختصار، ربما يتعيّن على الحكومة في الاقتصاد الإبداعي للقرن الحادي والعشرين أن تضطلع بدور مركزي أكبر - في توفير الأبحاث الأساسية التي يقوم عليها صرح الأبحاث بأكمله؛ وفي تحديد اتجاه الأبحاث، من خلال المنح والجوائز التي تحفز الأبحاث الموجهة نحو الاحتياجات الوطنية مثلاً؛ وفي تحقيق توازن أفضل في نظام الملكية الفكرية بحيث يحصل المجتمع على مزيد من منافع الحوافز التي تستطيع توفيرها من دون التكاليف المرتبطة بها، بما في ذلك تلك المتعلقة بالاحتكار<sup>(36)</sup>.

في نهاية القرن الماضي، ساد أمل (كاذب) في أن الحاجة إلى العمل الحكومي في مجال ما آخذة في التناقص: اعتقد بعضهم أن الدورات الاقتصادية أصبحت شيئاً من الماضي في ظل الاقتصاد الإبداعي الجديد. فتقنيات المعلومات الجديدة تعني أن الشركات تستطيع السيطرة على المخزون بشكل أفضل. وكثير من الدورات السابقة ذات صلة بتقلّبات المخزون. كما أن هيكل الاقتصاد تغيّر مبتعداً عن الصناعة - حيث المخزونات مهمة - إلى الخدمات، حيث لا أهمية

لها. وكما أشرت سابقاً، تشكّل الصناعة 11.5 بالمئة من الناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة<sup>(37)</sup>. غير أن ركود سنة 2001 أظهر أن البلد يستطيع الإفراط في الإنفاق على الألياف الضوئية والاستثمارات الأخرى، وأظهر هذا الركود أنه يستطيع الإفراط في الإنفاق على المساكن. الفقاعات ونتائجها موجودة في القرن الحادي والعشرين، مثلما كانت في القرنين التاسع عشر والعشرين.

الأسواق ليست كاملة، وكذلك الحكومات. لذا يرى بعضهم أن لا مفرّ من التخلّي عن الحكومة. الأسواق تفشل، لكن إخفاقات الحكومات أسوأ منها (كما يقول بعضهم). ربما تُحدث الأسواق انعدام المساواة، لكن انعدام المساواة الناجم عن الحكومة قد يكون أسوأ من ذلك. وقد تكون الأسواق عديمة الكفاءة، لكن انعدام كفاءة الحكومات أشدّ. إن هذا التفكير خادع وي طرح خيارات زائفة. ليس هناك من خيار سوى وجود بعض أشكال العمل الجماعي. وآخر مرة جرّب فيها بلد المصارف غير الخاضعة للرقابة (الحرّة) هو تشيلي في عهد الدكتاتور بينوشيه، فأدى ذلك إلى كارثة. على غرار الولايات المتحدة، انفجرت فقاعة الائتمانات في تشيلي، ولبث البلد ربع قرن لتسديد الديون التي ترتّبت على تلك التجربة الفاشلة.

سيكون هناك رقابة في الولايات المتحدة، مثلما ستنفق الحكومة على الأبحاث والتكنولوجيا والبنية التحتية وبعض أشكال الحماية الاجتماعية. وستدير الحكومات السياسة النقدية وتنفق على الدفاع الوطني والشرطة والحماية من الحرائق، والخدمات العامّة الضرورية الأخرى. وعندما تفشل الأسواق، ستتدخل الحكومات للملمة الحطام. ولأن الحكومة تعرف ذلك، فإن عليها أن تبذل ما في وسعها لتجنّب الكوارث.

وهكذا فإن الأسئلة المطروحة هي، ماذا يجب على الحكومة أن تفعل؟ وما مقدار ما يجب أن تفعله؟ وكيف تفعله؟

لكل مباراة قواعد وحكّام، وهكذا المباراة الاقتصادية. ومن الأدوار الرئيسية للحكومة وضع القواعد وتوفير الحكّام. القواعد هي القوانين التي تحكم اقتصاد

السوق. ويضمّ الحكّام المراقبين والقضاة الذين يساعدون في إنفاذ القوانين وتفسيرها. القواعد القديمة، سواء كان أداؤها جيداً في الماضي أم لا، ليست القواعد الصحيحة للقرن الحادي والعشرين.

يجب أن يثق المجتمع بأن القواعد عادلة وأن الحكام نزيهون. وفي الولايات المتحدة، وُضع العديد من القواعد من قبل القطاع المالي ومن أجله، وكان الحكّام متحيّزين. لذا ليس من المفاجئ أن تأتي النتائج متحيّزة. كان هناك ردود بديلة [على الأزمة] لديها حظوظ مساوية في النجاح على الأقل، لكنها تقلّل المخاطر التي يتعرّض لها دافعوا الضرائب: لو أن الحكومة اتبعت القواعد، بدلاً من الانتقال في منتصف الطريق إلى استراتيجية تنطوي على هبات غير مسبوقه للقطاع المالي.

في النهاية، العمليات الديمقراطية هي الضابط الوحيد لهذه الإساءات. لكن فرص تغلب العمليات الديمقراطية تتوقّف على إدخال إصلاحات على المساهمات المالية في الحملات والعمليات الانتخابية<sup>(38)</sup>. فلا تزال بعض العبارات المبتذلة صحيحة: من يدفع الأجر بيده الأمر. هل نستطيع نحن المواطنون أن نتوقّع إقرار أنظمة تفكّك المصارف الأكبر من أن تفشل، أو الأكبر من أن تُحلّ، أو الأكبر من أن تُدار إذا استمرّت المصارف المساهم المالي الأكبر من يُتجاهل في الحملات الانتخابية؟ بل هل نتوقّع أن نضع قيوداً تمنع المصارف من اتباع سلوك مفرط المخاطرة؟<sup>(39)</sup>

التعامل مع هذه الأزمة - وتجنّب حدوث أزمات في المستقبل - مسألة سياسية بقدر ما هي مسألة اقتصادية. إذا لم نُدخل كبداية هذه الإصلاحات، فإننا نخاطر بالشلل السياسي، بالنظر إلى مطالب المصالح الخاصة التي لا تتوافق مع مصالح البلد على العموم. وإذا تجنّبنا الشلل السياسي، فقد يكون ذلك على حساب مستقبلنا: الاقتراض من المستقبل لتمويل عمليات الإنقاذ اليوم، و/أو القيام بالحد الأدنى من الإصلاحات اليوم، وتمرير المشاكل الكبرى إلى تاريخ لاحق.



إن إنشاء رأسمالية جديدة هو التحدي الذي نواجهه اليوم. وقد شهدنا إخفاقات الرأسمالية القديمة. لكن إنشاء هذه الرأسمالية الجديدة يتطلب الثقة - بما في ذلك الثقة بين وول ستريت وبقية المجتمع. لقد خذلتنا أسواقنا المالية، لكننا لا نستطيع العمل من دونها. استند جدول أعمال إلغاء الرقابة في عهدي ريغان وبوش إلى سوء الثقة في الحكومة، واستندت محاولة بوش وأوباما على إنقاذنا من فشل إلغاء الرقابة إلى الخوف. إن الظلم الذي يصبح ظاهراً عندما تنخفض الأجور وترتفع البطالة، فيما تشهد مكافآت المصارف زيادة حادة، أو عندما يتعزز رفاه الشركات وتتوسع شبكة أمانها، فيما تنقلص شبكة أمان المواطنين العاديين، يولد المرارة والغضب. والبيئة التي تسودها المرارة والغضب، والخوف وانعدام الثقة، لا يمكن أن تكون البيئة الأفضل لبدء مهمة إعادة الهيكلة الطويلة والصعبة. لكن لا خيار أمامنا: إذا أردنا استعادة الازدهار المستدام، فإننا بحاجة إلى مجموعة جديدة من العقود الاجتماعية القائمة على الثقة بين جميع عناصر مجتمعنا، بين المواطنين والحكومة، وبين هذا الجيل والجيل الذي يليه.

## الفصل الثامن

### من التعافي العالمي إلى الازدهار العالمي

**عندما** انتشرت الأزمة الاقتصادية بسرعة من الولايات المتحدة إلى بقية العالم، اتضحت الحاجة إلى ردّ عالمي منسّق وخطة للتعافي، ومع ذلك فكّر كل بلد في مصلحته في المقام الأول. لقد فشلت المؤسسات الدولية المسؤولة عن المحافظة على استقرار النظام الاقتصادي العالمي في تجنّب الأزمة. وما هي الآن تفشل ثانية: لم تكن تملك القدرة على تصميم الردّ المنسّق الضروري. لقد جعلت العولمة الاقتصادية العالم أكثر اعتماداً بعضه على بعض، وزادت الحاجة إلى العمل معاً وبصورة تعاونية. لكن لا توجد حتى الآن وسائل فعّالة للقيام بذلك.

أثرت مواطن القصور في العولمة في حجم الحوافز الاقتصادية، وإدارة السياسة النقدية، وتصميم عمليات الإنقاذ والضمانات، ونموّ نزعة الحماية، والمساعدات المقدّمة إلى البلدان النامية. وستواصل المشاكل التأثير أيضاً في المصاعب التي يواجهها العالم في إنشاء نظام رقابي عالمي.

توفّر الأزمة الراهنة المخاطر والفرص على السواء. من المخاطر أنه إذا لم يُتخذ إجراء لإدارة المالية العالمية والنظام الاقتصادي العالمي بصورة أفضل،

فسيكون هناك مزيد من الأزمات في المستقبل، وربما أكثر سوءاً. وفيما تسعى البلدان إلى حماية نفسها من العولمة غير الجامحة وغير المقيدة، فإنها ستتخذ إجراءات لخفض انفتاحها. وربما يؤدي التجزؤ الناجم للأسواق المالية العالمية إلى إضعاف المزايا التي تم الحصول عليها من التكامل العالمي. إن طريقة إدارة العولمة بالنسبة إلى كثير من البلدان - لا سيما عولمة الأسواق المالية - تشكل مخاطر ضخمة ولا تعطي سوى مكافآت محدودة.

هناك خطر آخر ذو صلة يتعلّق بمعركة الأفكار المتواصلة داخل مهنة علم الاقتصاد بشأن كفاءة الأسواق (تُبْحَثُ بتفصيل أوسع في الفصل التالي). وهذه المعركة ليست مجرد مسألة أكاديمية في العديد من أنحاء العالم وإنما مسألة بقاء: ثمة نقاش ناشط بشأن نوع النظام الاقتصادي الأفضل بالنسبة إليها. لا شك في أن الرأسمالية على الطريقة الأميركية أظهرت أنها يمكن أن تواجه مشاكل ضخمة، لكن الولايات المتحدة تستطيع تحمّل إنفاق مئات المليارات من الدولارات لرفع الحطام أما البلدان الفقيرة فلا تستطيع ذلك. وما حدث سيؤثّر على المناقشات في السنوات القادمة.

ستبقى الولايات المتحدة أكبر اقتصاد، لكن طريقة نظر العالم إليها قد تغيّرت، وسينمو نفوذ الصين. لم يعد الدولار، حتى قبل الأزمة، يُنظر إليه بمثابة مخزن جيد للقيمة، لأن قيمته متقلّبة ومتراجعة. والآن ازداد تآكل الثقة فيه مع انتفاخ الدّين الأميركي واستمرار مجلس الاحتياطي الفيدرالي بطباعة النقود من دون توقّف. وسيكون لذلك تأثير طويل المدى على الولايات المتحدة ومركزها، لكنه أثار بالفعل المطالبة بنظام مالي عالمي جديد. إذا أمكن إنشاء نظام احتياطي عالمي جديد، وأطر جديدة أوسع لحكم النظام الاقتصادي العالمي، فسيكون ذلك من المنافع القليلة لهذه الغمّة.

منذ بداية الأزمة، أقرّت البلدان الصناعية المتقدّمة أنها لا تستطيع معالجة المشكلة بمفردها. وطالما بدت لي مجموعة الثماني، وهي البلدان الصناعية المتقدّمة التي تجتمع سنوياً لحل مشاكل العالم، أنها مجموعة رائعة. فقد اعتقد ما يسمّى بقيادة العالم أن في وسعهم حلّ المشاكل الواسعة النطاق مثل الاحترار

العالمي وانعدام التوازنات العالمية من دون دعوة قادة البلدان الأخرى - التي تمثل نصف الناتج المحلي الإجمالي العالمي تقريباً و80 بالمئة من سكان العالم - للمشاركة بنشاط في هذه المناقشات. في اجتماع مجموعة الثماني في ألمانيا في سنة 2007، دعي قادة البلدان الأخرى - للغذاء - بعد صدور الإعلان الذي يوجز آراء البلدان الصناعية المتقدمة. كان ذلك كما لو أن آراء البلدان الأخرى بمثابة فكرة لاحقة، شيء يجب التعامل معه بأدب من دون إدراجه في القرارات المهمة. وعندما اندلعت الأزمة الاقتصادية، اتضح أن النادي لا يستطيع حلّها بمفرده. ومع انعقاد مجموعة العشرين في واشنطن - تضمّ البلدان الناشئة مثل الصين والهند والبرازيل - في تشرين الثاني/نوفمبر 2008، تبين أن المؤسسات القديمة تُحتضر<sup>(1)</sup>. ربما لن يتضح ماذا سيكون شكل النظام الجديد للحكومة الاقتصادية العالمية قبل سنوات. لكن من الواضح أن الأسواق الناشئة الجديدة ستضمن مقعدها على الطاولة التي تتخذ فيها جميع القرارات الاقتصادية العالمية، وبخاصة بعدما دعا إلى ذلك رئيس الوزراء البريطاني غوردون براون، الذي استضاف قمة مجموعة العشرين في نيسان/أبريل 2009. وذلك تغيير كبير بحدّ ذاته.

## ردّة عالمي فاشل

البلدان النامية هي محرّك النموّ العالمي منذ أوائل التسعينيات (1990يات) على الأقل - تستأثر بأكثر من ثلثي الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي<sup>(2)</sup>. لكن البلدان النامية تعرّضت لضربة موجعة من جراء الأزمة. ولم يكن لدى معظمها، باستثناء الصين، الموارد لتنفيذ عمليات إنقاذ هائلة أو إعداد حزم حوافز ضخمة. وقد أدرك المجتمع العالمي أن العالم عالق في الأزمة معاً: أوقعت الولايات المتحدة بالبلدان الأخرى، لكن مواطن الضعف في بقية العالم تهدّد قدرة الولايات المتحدة على التعافي.

إن صناعة السياسات تتمّ على المستوى الوطني، حتى في العالم المعولم. فكل بلد يزنّ منافع إجراءاته وتكاليفها بصورة مستقلة عن تأثيراتها على ما تبقى

من العالم. في حالة الإنفاق التحفيزي، المنافع هي زيادة الوظائف أو توسع الناتج المحلي الإجمالي، في حين أن التكاليف هي زيادة الدين والعجز. في الاقتصادات الصغيرة، يتوجّه قسم كبير من الإنفاق المتزايد الناجم عن زيادة الدخل (نتيجة برنامج حكومي ما مثلاً) إلى خارج الحدود لشراء السلع المستوردة، لكن جزءاً كبيراً من الإنفاق يذهب إلى البلدان الأخرى حتى البلدان الكبيرة<sup>(3)</sup>. بعبارة أخرى، "المضاعف العالمي" - مقدار زيادة مخرجات الاقتصاد العالمي مقابل كل دولار من الإنفاق - أكبر بكثير من "المضاعف الوطني". ونظراً لأن المنافع العالمية تفوق المنافع الوطنية، ما لم تنسّق البلدان ردودها على الأزمات، فإن حجم حوافز كل بلد ومن ثم الحوافز العالمية، ستكون صغيرة جداً. ولن يكون للبلدان الصغيرة على وجه الخصوص، مثل أيرلندا، ما يدفعها إلى إنفاق الأموال على حزم الحوافز الاقتصادية. وبدلاً من ذلك ستفضّل الاستفادة مجاناً من حوافز الإنفاق في البلدان الأخرى<sup>(4)</sup>.

والأسوأ من ذلك أن لكل بلد دافعاً لتصميم الحوافز الاقتصادية للاستحواذ على أقصى قدر من المنافع لنفسها. وستسعى البلدان وراء أنواع من الإنفاق التي لا يتسرّب منها سوى أقلّ قدر إلى الخارج، أي الإنفاق على السلع والخدمات المنتجة محلياً. والنتيجة أن الحوافز الاقتصادية العالمية لن تكون أصغر مما هو مرغوب فيه فحسب، وإنما ستكون الفعالية أدنى، ومن ثم مكبوحة أكثر مما لو كانت الحوافز الاقتصادية أفضل تنسيقاً على الصعيد العالمي.

فوق ذلك كله، ستتخذ العديد من البلدان تدابير حمائية لتشجيع الإنفاق في الداخل. فقد أدخلت الولايات المتحدة على سبيل المثال بند "شراء ما هو أميركي" في مشروع قانون الحوافز الاقتصادية، ويطلب هذا البند الإنفاق على السلع المصنوعة في الولايات المتحدة، لكنه يُقيّد بعد ذلك - بطريقة بدت عقلانية - بالنصّ على عدم تطبيقه إذا كانت هناك اتفاقيات دولية تمنع مثل هذا التمييز. لكن للولايات المتحدة مثل هذه الاتفاقيات بشأن المشتريات الحكومية ومعظمها مع البلدان النامية. وذلك يعني أن أموال الحوافز الاقتصادية يمكن

استخدامها لشراء السلع من البلدان الغنية لكن ليس من البلدان الفقيرة التي كانت الضحايا البريئة لهذه الأزمة التي "صُنعت في أميركا"<sup>(5)</sup>.

من أسباب عدم نجاح سياسات إفقار الجار أنها تؤدي إلى الانتقام، وذلك ما يحدث بالفعل، عندما تعتمد مدن كندية مثلاً أحكام "عدم شراء ما هو أميركي". كما تشجّع آخرون على تقليد ذلك، بحيث لم تعد الولايات المتحدة البلد الوحيد الذي يمارس الحمائية. في الأشهر التي تلت التزام قادة مجموعة العشرين بعدم انخراط بلدانهم في النزعة الحمائية، عمد سبعة عشر منهم إلى تنفيذ ذلك على أي حال<sup>(6)</sup>. ففي عالم اليوم، تؤدي هذه الأحكام إلى عكس النتيجة المرجوة لسبب آخر - من الصعب إيجاد منتج مصنوع تماماً في الولايات المتحدة، ومن الأصعب إثبات ذلك. وهكذا، لا تستطيع العديد من الشركات الأميركية التقدم بعطاءات للمشاريع إذا لم تستطع أن تثبت أن الفولاذ وسواه من المنتجات مصنوعة جميعاً في أميركا، وعندما تنخفض المنافسة ترتفع الأسعار.

لم يكن تصميم خطط الحوافز المجال الوحيد الذي لقي ردّاً عالمياً غير كافٍ. فمعظم البلدان النامية ليس لديها الموارد لتمويل الحوافز الخاصة بها، كما ذكرت آنفاً. وقد قدّمت مجموعة العشرين في اجتماعها في لندن في نيسان/أبريل 2009 أموالاً إضافية لصندوق النقد الدولي، وهو المؤسسة المسؤولة تقليدياً عن مساعدة البلدان في الردّ على الأزمات. ووجدت مجموعة العشرين العديد من الطرق الأخرى لتعزيز قدرة صندوق النقد الدولي على تقديم الأموال، كما من خلال مبيعات الذهب وإصدار حقوق سحب خاصة جديدة، وهي نوع خاص من الأموال العالمية التي سأتناولها لاحقاً في هذا الفصل. وكان الرقم الذي أعلن عنه، تريليون دولار، رائعاً.

لكن هذه المبادرات الحسنة النية تعاني من المشاكل للأسف. أولاً، لن يصل إلى البلدان الفقيرة على الأرجح سوى القليل من الأموال المقدّمة لصندوق النقد الدولي. فمن الدوافع التي حثّت الحكومات الأوروبية الغربية على تقديم الأموال أملها أن يساعد صندوق النقد الدولي أوروبا الشرقية التي تواجه مشاكل هائلة. لم تستطع أوروبا الغربية الاتفاق بشأن أفضل السبل لمساعدة جاراتها، لذا

نقلت المسؤولية إلى صندوق النقد الدولي. ثانياً، خرج العديد من البلدان الفقيرة للتوّ من ديون ثقيلة ومن المتوقّع أن تُحجم عن أخذ المزيد. كان على البلدان الغنية أن تقدّم الأموال كهبات، أي أموال لا تسدّد، بدلاً من قروض صندوق النقد الدولي القصيرة الأمد. وقد أبدت قلة من البلدان، مثل ألمانيا، إيماءات صريحة في هذا الاتجاه، وخصّصت شيئاً من حزم الحوافز لديها لمساعدة البلدان الفقيرة. لكن هذا استثناء وليس القاعدة.

إن اختيار صندوق النقد الدولي لتقديم الأموال أمر مثير للمشاكل بحدّ ذاته. فصندوق النقد الدولي لم يفعل الكثير لتجنّب الكارثة، كما أنه روّج لاعتماد سياسات إلغاء الرقابة، بما في ذلك تحرير أسواق المال ورأس المال، ما ساهم في إنشاء الأزمة وانتشارها بسرعة في جميع أنحاء العالم<sup>(7)</sup>. كما أن هذه السياسات وسواها التي روجها الصندوق - وأسلوب عمله في الواقع - كانت مقيتة للعديد من البلدان الفقيرة التي تحتاج إلى أموال والبلدان الآسيوية والشرق أوسطية التي لديها صناديق سيولة كبيرة يمكن استخدامها لمساعدة البلدان الفقيرة التي تحتاج إلى الأموال. وقد أطلعني حاكم مصرف مركزي لأحد البلدان على رأي شائع: يجب على البلد أن يكون على فراش الموت قبل أن يلجأ إلى صندوق النقد الدولي.

بعد أن راقبتُ صندوق النقد الدولي مباشرة، أدركت تردّد بعض البلدان في اللجوء إلى الصندوق طلباً للمال. في الماضي، كان الصندوق يقدّم الأموال ولكن بشروط قاسية جعلت التراجع الاقتصادي في البلدان المتأثّرة أكثر سوءاً<sup>(8)</sup>. وقد صمّمت هذه الشروط لمساعدة الدائنين الغربيين في استرجاع ما يزيد من أموالهم عما يستطيعون استرجاعه بخلاف ذلك أكثر مما صمّمت لمساعدة البلدان المتأثّرة في المحافظة على قوّتها الاقتصادية. وقد دفعت الشروط الصارمة التي كرّر صندوق النقد الدولي فرضها إلى حدوث أعمال شغب في معظم أنحاء العالم - ومن أشهرها أعمال الشغب في إندونيسيا في أثناء أزمة بلدان شرق آسيا<sup>(9)</sup>.

الأخبار الجيدة أنه مع تعيين دومينيك سترأوس مديراً للصندوق ووقوع الأزمة، بدأ صندوق النقد الدولي إصلاح سياساته الكلية والإقراضية. على سبيل

المثال، عندما لجأت أيسلندا إلى الصندوق طلباً للمساعدة، سُمح لها بفرض ضوابط رقابية والمحافظة على عجز الموازنة - في السنة الأولى من برنامجها على الأقل. أخيراً أدرك صندوق النقد الدولي الحاجة إلى سياسة الحوافز الكلية الكينزية. وتحدّث مديره صراحة عن مخاطر إلغاء الحوافز قبل الأوان، وأشار إلى الحاجة إلى التركيز على التوظيف. البلدان ذات التقدير الجيد تستطيع الاقتراض من دون شروط، ويمكنها "التأهّل المسبق" بفعالية. لكن يبقى السؤال: من يحصل على علامات جيدة؟ وهل يمكن أن يتأهّل أي بلد من أفريقيا جنوب الصحراء؟ على الرغم من أن برامج صندوق النقد الدولي في العديد من البلدان تختلف اختلافاً ملحوظاً عن البرامج في الماضي، فإنه يبدو أن الشروط القوية لا تزال تفرض على بعض البلدان - بما في ذلك خفض الموازنات ورفع معدلات الفوائد، وهما النقيضان لما يوصي به علم الاقتصاد الكينزي<sup>(10)</sup>.

لقد كان صندوق النقد الدولي نادياً للدول الصناعية الغنية، البلدان الدائنة، يديره وزراء ماليتها وحكّام مصارفها المركزية. وتشكّل آراؤه بشأن السياسات الاقتصادية الرشيدة من قبل هؤلاء في المالية - وهي آراء غير مصيبة في الغالب، كما أوضحتُ وكما أظهرت هذه الأزمة بوضوح. وكانت الولايات المتحدة البلد الوحيد القادر على نقض أي قرار رئيسي، كما تعيّن دائماً في المرتبة الثانية في القيادة، إذ تعيّن أوروبا دائماً على رأسه. وفي حين أن صندوق النقد الدولي يتباهى بالحوكمة الرشيدة، فإنه لا يمارس ما يعظ به. ولا توجد فيه الشفافية التي ننتظرها الآن من المؤسسات العامة. في اجتماع مجموعة العشرين في لندن في نيسان/أبريل 2009، تم التوافق بالإجماع على إدخال إصلاحات عليه. لكن البطء الشديد لذلك الإصلاح يوحي لبعض الأشخاص بأن الأزمة المقبلة ستغرق العالم حتى الركبة قبل تحقيق أي تغيير مهم. مع ذلك حصل تقدّم رئيسي واحد على الأقل، ومنتظر منذ زمن طويل: تم الاتفاق على اختيار رأس الصندوق بطريقة مفتوحة وشفافة وعلى أن تبحث البلدان الأعضاء عن الشخص الأكثر تأهيلاً، بصرف النظر عن جنسيته<sup>(11)</sup>.

إن عدم سخاء الولايات المتحدة في مساعدة البلدان النامية أمر جدير



بالذكر وقد يكون مكلفاً. بل إن الولايات المتحدة كانت قبل هذه الأزمة من بين أشدّ البلدان الصناعية المتقدّمة بخلًا في المساعدات التي تقدّمها - تقدّم أقلّ من ربع ما تقدّمه البلدان الكبيرة في أوروبا كنسبة مئوية من دخلها القومي<sup>(12)</sup>. لكن هذه الأزمة العالمية نشأت في الولايات المتحدة. لقد كانت أميركا لا تكفّ عن وعظ الآخرين بشأن تحمّل مسؤولية أعمالها، لكن يبدو أنها في هذه الحالة لم تتحمّل إلا القليل من المسؤولية عن إجبارهم على قبول قواعد سهّلت الإصابة بالعدوى من الولايات المتحدة، أو عن سياساتها الحمائية، أو عن إحداث الفوضى العالمية في المقام الأول<sup>(13)</sup>.

### الرقابة العالمية

أدّى إلغاء الرقابة دوراً مركزياً في هذه الأزمة، ولا بدّ من وضع مجموعة جديدة من الضوابط الرقابية لتجنّب حدوث أزمة أخرى واستعادة الثقة في المصارف. وقد ثار جدال في بعض الأوساط، في الفترة المؤدية إلى الاجتماع الثاني لمجموعة العشرين في أوائل سنة 2009، بشأن هل الحوافز المنسقة عالمياً أهمّ أم النظام الرقابي المنسّق عالمياً. الجواب واضح: كلاهما ضروري. فمن دون رقابة شاملة، سيتمّ التهرّب من الرقابة - سيتوجّه التمويل إلى البلد الأقل رقابة. وسيكون على الآخرين اتخاذ إجراء لمنع المؤسسات ذات الرقابة الرديئة من إحداث تأثيرات مُعدية. باختصار، إن لعدم وجود رقابة كافية في بلد ما تأثيرات خارجية سلبية على الآخرين. وثمة خطر من حدوث تفتّت وانقسام للنظام المالي العالمي إذا لم يكن هناك نظام رقابي منسّق عالمياً، إذ سيحاول كل بلد حماية نفسه من أخطاء الآخرين. ويجب أن يقتنع كل بلد بأن الآخرين يتخذون التدابير الكافية للجم السلوك المسيء.

على الرغم من ذلك، فإن أقوى الإجراءات التي اتخذتها مجموعة العشرين في الظاهر كانت ضدّ البلدان غير المشاركة في الاجتماع - الدول المسمّاة غير متعاونة، مثل جزر كايمان، التي تشكّل مركز التهرّب من الضرائب والرقابة منذ سنوات. ولعل وجودها لا يشكّل مهرباً عارضاً. فالأميركيون والأوروبيون الأثرياء

- والمصارف التي تمثلهم - يريدون ملاذاً آمناً، متحرراً من الرقابة التي تخضع لها أنشطتهم في بلدانهم، وقد سمح لهم المراقبون والمشرعون بالحصول على ما يريدون. إن المطالب التي توجّهت بها مجموعة العشرين إلى هذه الملاذات الضريبية، مع أنها خطوة في الاتجاه الصحيح، كانت خفيفة بحيث رفعت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية جميع هذه الملاذات الضريبية عن "اللائحة السوداء" (14).

من دون التبادل التام والمنتظم للمعلومات، لا تعرف السلطات الضريبية في أي بلد ما أو من يهرب من شبكتها. وثمة مشكلة أكثر أهمية بالنسبة إلى البلدان النامية - الفساد. فالدكتاتوريون الفاسدون يفرون بالمليارات ويودعون الأموال في المصارف الخارجية وفي بعض المراكز المالية الكبرى أيضاً، بما فيها لندن. وتنتقد البلدان النامية بحق لأنها لا تبذل الكثير بشأن الفساد، لكنها تنتقد البلدان الصناعية المتقدمة أيضاً لأنها تسهل الفساد بتوفير ملاذ آمن للمسؤولين الفاسدين وحسابات مصرفية سرية لأموالهم. وإذا تم تحديد مكان المال بطريقة ما، فغالباً ما يكون من الصعب استعادته. غير أن هذه مشاكل تخصّ البلدان النامية التي لم تحضر الاجتماع، لذا لم يكن من المفاجئ ألا تفعل مجموعة العشرين في اجتماعها الأول شيئاً لتغيير ذلك (15).

في الفصول السابقة، حدّدت أجندة للنظام الرقابي الجديد. لكن مع أن مجموعة العشرين اكتفت بالحديث عن بعض المشاكل الرئيسية (نسبة المديونية والشفافية)، فقد نأت بنفسها في اجتماعاتها التمهيدية عن بعض المشاكل الأكثر حرجاً: ماذا يجب أن يفعل بشأن المؤسسات الأكبر من أن تفشل النافذة سياسياً والتي كانت في مركز الأزمة، أو تحرر السوق المالية والرأسمالية التي ساعدت في انتشارها - الذي بذلت بعض البلدان الرئيسية ما في وسعها للترويج له. لقد كان ردّ مجموعة العشرين بشأن الرقابة مخيباً من ناحية أخرى، إذ إنها لجأت إلى المؤسسات نفسها التي فشلت من أجل التوجيه.

جمع منتدى الاستقرار المالي السلطات المالية لنحو اثني عشر بلداً من أهم البلدان الصناعية المتقدمة لتسهيل المناقشات والتعاون في الرقابة على

المؤسسات المالية والإشراف عليها ومراقبتها. وقد أنشئ في أعقاب أزمة بلدان شرق آسيا كمنتدى منبثق عن اجتماعات وزراء مالية مجموعة السبعة ومصارفها المركزية لضمان عدم تكرّر مثل هذه الأزمة. من الواضح أنه لم ينجح، لكن فشله لم يكن مفاجئاً. فقد كان مشبعاً بفلسفة إلغاء الرقابة نفسها التي أدّت إلى الأزمات السابقة وأدّت الآن إلى هذه الأزمة. غير أن مجموعة العشرين لم تسأل لماذا فشل منتدى الاستقرار، بل غيرت اسمه إلى مجلس الاستقرار المالي ووسّعت عضويته قليلاً. ربما يحظى بانطلاقة جديدة مع تغيير اسمه، وربما تعلّم من الدروس السابقة. وأعتقد أن الآراء بشأن علم الاقتصاد لا تتغيّر بسهولة أو بسرعة.

### فقد الإيمان بالرأسمالية على الطريقة الأميركية

إن نعت أحدهم بأنه اشتراكي في الولايات المتحدة يعتبر سُبّة وتهجماً لفظياً. وقد حاول المتعصّبون اليمينيون وصم أوباما بهذه التسمية، مع أن اليسار ينتقده لاعتداله المفرط. غير أن المعركة في قسم كبير من العالم بين الرأسمالية والاشتراكية - أو على الأقل ما يسمّيه كثير من الأميركيين اشتراكية - لا تزال محتدمة. ثمة إجماع في معظم أنحاء العالم أن على الحكومة أن تؤدي دوراً أكبر مما تقوم به في الولايات المتحدة. ومع أنه قد لا يكون هناك رابحون في الأزمة الراهنة، فإن هناك خاسرين، ومن كبار الخاسرين الرأسمالية على الطريقة الأميركية التي خسرت الكثير من التأييد. وربما تبقى الآثار المترتبة من حيث تشكيل الاقتصاد العالمي والجدال السياسي مدة طويلة في المستقبل.

شكّل انهيار جدار برلين في سنة 1989 نهاية الشيوعية كفكرة قابلة للحياة. لقد كانت مشاكل الشيوعية ظاهرة منذ عقود، لكن لم يعد أحد قادراً على الدفاع عنها بعد سنة 1989. بدا لبعض الوقت أن هزيمة الشيوعية تعني النصر المؤرّر للرأسمالية، وبخاصة على الطريقة الأميركية. وذهب فرانسيس فوكوياما في أوائل التسعينيات (1990يات) إلى حدّ الإعلان عن "نهاية التاريخ" محدداً أن رأسمالية السوق الديمقراطية هي المرحلة الأخيرة في تطوّر المجتمع وأن الإنسانية بأكملها تتجه الآن حتماً في هذا الاتجاه<sup>(16)</sup>. والواقع أن المؤرّخين

سيعتبرون العشرين سنة التي تلت سنة 1989 بأنها فترة قصيرة من الزهو الأميركي بالانتصار.

ربما يمثل 15 أيلول/سبتمبر، تاريخ انهيار ليمان برانرز، بالنسبة إلى أصولية السوق (الاعتقاد بأن الأسواق غير المقيدة تستطيع من تلقاء نفسها أن تضمن الازدهار الاقتصادي والنمو) ما مثله انهيار جدار برلين بالنسبة إلى الشيوعية. لقد كانت المشاكل المتعلقة بالإيديولوجية معروفة قبل هذا التاريخ، لكن لا يستطيع أحد الدفاع عنها بعد ذلك. فمع انهيار مصارف وبيوتات مالية كبرى والفوضى الاقتصادية التي تلت والمحاولات الفوضوية للإنقاذ، وصلت فترة الزهو الأميركي بالانتصار إلى نهايتها. وكذا الجدل بشأن "أصولية السوق". واليوم لا يجادل سوى المضللين (وهم يضمون العديد من المحافظين الأميركيين وأعداداً قليلة جداً منهم في العالم النامي) بأن الأسواق تصحح نفسها وأن المجتمع يستطيع الاعتماد على سلوك المشاركين في الأسواق المهتمين بمصلحتهم الشخصية لضمان أداء كل شيء بنزاهة وبصورة صحيحة - ناهيك عن العمل بطريقة تنفع الجميع.

يتخذ الجدل الاقتصادي قوة خاصة في العالم النامي. فمع أننا في الغرب نميل إلى النسيان، فإن نحو 60 بالمئة من الناتج الإجمالي المحلي في العالم متركز في آسيا قبل 190 سنة. لكن فجأة اجتمع الاستغلال الاستعماري واتفاقيات التجارة غير العادلة مع الثورة التكنولوجية في أوروبا وأميركا، فتخلّفت البلدان النامية بحيث أصبحت الاقتصادات الآسيوية في سنة 1950 تشكّل 18 بالمئة من الناتج المحلي الإجمالي العالمي<sup>(17)</sup>. وفي أواسط القرن التاسع عشر شنت بريطانيا وفرنسا حرباً لضمان بقاء الصين "مفتوحة" أمام التجارة العالمية. كانت تلك حرب الأفيون، وقد أسميت كذلك لأنها خيضت لضمان ألا تغلق الصين أبوابها أمام أفيون الغرب: لم يكن لدى الغرب الكثير مما له قيمة لبيعه للصين سوى المخدرات، فأرادت إغراق الأسواق الصينية به، مع ما يصاحب ذلك من تأثير إدماني. وكان ذلك محاولة مبكرة من قبل الغرب لتصحيح مشكلة ميزان المدفوعات.

ترك الاستعمار إرثاً مختلطاً في العالم النامي، لكن النتيجة الواضحة هي الرأي السائد في أوساط الشعوب بأنها استُغلت بقسوة. وقدمت النظرية الماركسية في أوساط العديد من القادة الناشئين تفسيراً للتجربة التي عاشوها: رأت أن الاستغلال هو الدعامة التي يقوم عليها النظام الرأسمالي. ولم يضع الاستقلال السياسي الذي نالته العديد من المستعمرات في أعقاب الحرب العالمية الثانية حداً للاستعمار الاقتصادي. وفي بعض المناطق، مثل أفريقيا، كان الاستغلال واضحاً - استخراج الموارد الطبيعية واغتصاب البيئة مقابل مبالغ زهيدة. وفي أماكن أخرى كان أكثر استتاراً. وصار ينظر في العديد من أنحاء العالم إلى المؤسسات العالمية، مثل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، أنها أدوات للسيطرة ما بعد الاستعمارية. وقد روجت هذه المؤسسات أصولية السوق ("الليبرالية المحدثة" كما كانت تسمى في الغالب)، وهي فكرة أضفى عليها الأميركيون الكمال باسم "الأسواق الحرة وغير المقيدة". وضغطت من أجل إلغاء الرقابة على القطاع المالي، واعتماد الخصخصة، وتحرير التجارة.

قال صندوق النقد الدولي والبنك إنهما يقومان بكل ذلك لمصلحة العالم النامي. وقد أيدهما فريق من علماء اقتصاد السوق، وكثير منهم من علماء اقتصاد السوق الحرة في جامعة شيكاغو. وفي النهاية لم تأتِ برامج "أولاد شيكاغو" بالنتائج المرجوة. فتجمّدت المداخل، وتوجّهت الثروة إلى الأغنياء حيث تحقّق النمو. وأصبحت الأزمات الاقتصادية التي تصيب البلدان الأفراد أكثر تواتراً - حدث أكثر من مئة أزمة في الثلاثين سنة الماضية وحدها<sup>(18)</sup>.

لا غرو أن شعوب البلدان النامية أصبحت أقل اقتناعاً بأن المساعدة الغربية مدفوعة بالإيثار. واشتبهت بأن خطاب السوق الحرة - "إجماع واشنطن" كما يعرف اختصاراً - ما هو إلا غطاء للمصالح التجارية القديمة. وعزّز نفاق الغرب تلك الشكوك. لم تفتح أوروبا وأميركا أسواقهما أمام المنتجات الزراعية للعالم الثالث، وهو ما كان في الغالب كل ما تعرضه هذه البلدان الفقيرة. وبدلاً من ذلك، أجبروا البلدان النامية على إلغاء المعونات التي تهدف إلى إنشاء صناعات جديدة، حتى عندما كانت تقدّم إعانات ضخمة لمزارعيها<sup>(19)</sup>.

تبين أن إيديولوجية السوق الحرة ما هي سوى حجة جديدة لأشكال الاستغلال الجديدة. و"الخصخصة" تعني أن في وسع الأجانب شراء المناجم وحقول النفط في البلدان النامية بأسعار زهيدة. كما عنت أن في وسعها جني أرباح كبيرة من الاحتكارات وشبه الاحتكارات، كما في الاتصالات. وعنى "تحرير أسواق المال ورأس المال" أن في وسع المصارف الأجنبية الحصول على عوائد مرتفعة على قروضها، وعندما يتعذر سداد القروض، يفرض صندوق النقد الدولي تأميم الخسائر، ما يعني إلزام شعوب بأكملها بالسداد للمصارف الأجنبية. وبعد ذلك، في شرق آسيا على الأقل في أعقاب أزمة سنة 1997، حقق عدد من المصارف نفسها مزيداً من الأرباح من المبيعات بأسعار مخفضة التي فرضها صندوق النقد الدولي على البلدان التي احتاجت إلى الأموال. وعنى تحرير التجارة أيضاً أن في وسع الشركات الأجنبية مسح الصناعات الناشئة وكبت تطور مهارة ريادة الأعمال. وفي حين أن رأس المال يتدفق بحرية، فإن العمالة لا تتدفق كذلك - إلا في حالة الأفراد الموهوبين، وكثير منهم يجدون وظائف جيدة في السوق العالمية<sup>(20)</sup>.

ثمة استثناءات بطبيعة الحال. فهناك دائماً من قاوم إجماع واشنطن في آسيا، ووضع قيوداً على تدفق الأموال. وتمكّن عملاقا آسيا - الصين والهند - من إدارة اقتصاديهما على طريقتيهما، ما حقق نمواً غير مسبوق. لكن الأمور لم تكن جيدة في أماكن أخرى، وبخاصة البلدان التي يتحكم فيها البنك الدولي وصندوق النقد الدولي.

يتواصل الجدل بشأن الأفكار في كل مكان. ويسود اعتقاد بأن قواعد اللعبة غير عادلة، حتى في البلدان ذات الأداء الجيد، ليس في أوساط الجمهور على العموم فحسب بل في أوساط المتعلمين والنافذين أيضاً. وهم يعتقدون أنهم حققوا أداء جيداً على الرغم من القواعد الظالمة، ويتعاطفون مع الأصدقاء الضعاف في العالم النامي الذين لم يكن أدائهم جيداً.

أظهرت طريقة تعامل الولايات المتحدة مع الأزمة الاقتصادية الراهنة لمنتقدي الرأسمالية على الطريقة الأميركية وجود ازدواجية في المعايير. ففي أثناء

أزمة بلدان شرق آسيا، قبل عقد فقط، طلبت الولايات المتحدة وصندوق النقد الدولي أن تخفض البلدان المتأثرة العجز في الموازنة بخفض النفقات - حتى لو أدى ذلك، إلى عودة انتشار وباء الإيدز، كما في تايلند، أو حتى إذا كان يعني في إندونيسيا قطع إعانة الغذاء عن الجائعين، أو حتى إذا أدى نقص المدارس إلى إجبار الآباء على إرسال أبنائهم إلى المدارس الدينية، حيث يلقنون الأصولية الإسلامية، كما في باكستان. وأجبرت الولايات المتحدة وصندوق النقد الدولي البلدان على رفع معدلات الفائدة، وفي بعض الحالات (مثل إندونيسيا) إلى أكثر من 50 بالمئة. وألقيا الدروس على إندونيسيا بشأن كيفية اعتماد القسوة مع مصارفها وطالبا الحكومة بعدم إنقاذها. وقالوا إن ذلك سيشكل سابقة رهيبة وتدخلاً رهيماً في آلية سلسلة العمل للسوق الحرة.

ثمة تباين صارخ وملحوظ بين التعامل مع أزمة بلدان شرق آسيا والأزمة الأميركية. فلإخراج أميركا من الحفرة، أقدم البلد على زيادات هائلة في الإنفاق وسمح بالعجز الهائل وخفض معدلات الفائدة إلى الصفر تقريباً. وتم إنقاذ المصارف يمناً ويسرة. كما أن بعض المسؤولين في واشنطن الذين تعاملوا مع أزمة بلدان شرق آسيا هم الذين يديرون الردّ على الانفجار الداخلي الأميركي. لذا يتساءل الناس في العالم الثالث، لماذا تصف الولايات المتحدة دواء مختلفاً لنفسها؟

الأمر ليس مجرد ازدواجية للمعايير. فنظراً لأن البلدان المتقدمة تتبع سياسات نقدية ومالية معاكسة للدورات الاقتصادية (كما فعلت في هذه الأزمة)، ولأن البلدان النامية تجبر على اتباع سياسات مسايرة للدورات الاقتصادية (خفض الإنفاق، ورفع الضرائب ومعدلات الفائدة)، فإن التقلبات في البلدان النامية أكبر مما تكون عليه بخلاف ذلك، أي أنها أصغر في البلدان المتقدمة. وذلك يرفع تكلفة رأس المال على البلدان النامية مقارنة بتكلفته على البلدان المتقدمة، ما يرفع ميزة الأخيرة على الأولى<sup>(21)</sup>.

لا يزال الكثيرون في العالم النامي يتألمون من الأوامر التي تلقوها سنوات طويلة: اعتمدوا المؤسسات الأميركية، اتبعوا السياسات الأميركية، ألغوا الرقابة،

افتحوا الأسواق أمام المصارف الأميركية كي يتعلّموا الممارسات المصرفية "الجيدة" ويبيعوا شركاتهم ومصارفهم إلى الأميركيين، وبخاصة بأسعار محروقة في أثناء الأزمات. لقد أبلغوا أن ذلك سيكون مؤلماً، لكن في النهاية سيكونون في حال أفضل كما وُعدوا. وأرسلت الولايات المتحدة وزراء خزانة (من الحزبين) حول العالم لنشر إيديولوجيتها. اعتبر الكثيرون في العالم النامي أن الباب الدوار الذي يسمح للقادة الماليين الأميركيين بالتحرك بسلسلة من وول ستريت إلى واشنطن ثم إلى وول ستريت، يمنحهم مزيداً من المصداقية، إذ يبدو أن هؤلاء الأشخاص قادرين على الجمع بين سلطة المال وسلطة السياسة. لقد كان القادة الأميركيون محقّين في الاعتقاد بأن ما هو صالح لأميركا أو العالم، فإنه صالح للأسواق المالية، لكنهم جانبوا الصواب في الاعتقاد بالعكس، أي أن ما هو صالح لـ وول ستريت صالح لأميركا والعالم.

الشماتة ليست الدافع إلى التدقيق الشديد الذي تجريه البلدان النامية في النظام الاقتصادي الأمريكي، بل الحاجة الحقيقية إلى فهم ما نوع النظام الاقتصادي الذي يمكن أن ينجح معها عند الفشل في المستقبل. ولهذه البلدان في الواقع مصلحة كبيرة في التعافي الأمريكي بسرعة. وهي تعرف بالتجربة المباشرة أن السقوط العالمي بسبب التراجع الاقتصادي الأمريكي هائل. وكثير منها على قناعة بأن مثل السوق الحرة وغير المقيدة التي يبدو أن أميركا متمسكة بها هي مثل يجب الهرب منها بدلاً من احتضانها.

بل إن دعاة علم اقتصاد السوق الحرّ يدركون الآن أن بعض الرقابة أمر مرغوب فيه. لكن دور الحكومة يتعدّى الرقابة - كما أخذت تدرك بعض البلدان. على سبيل المثال، تعلّمت ترينيداد درس بوجوب إدارة المخاطر وأن على الحكومة أن تضطلع بدور أكثر نشاطاً في التعليم - إنها تعرف أن ليس في وسعها إعادة صياغة الاقتصاد العالمي، لكنها يمكن أن تساعد مواطنيها في التعامل مع المخاطر التي يشكّلها. وهكذا يتعلّم حتى الأطفال في المدارس الابتدائية مبادئ المخاطر، وعناصر ملكية البيوت، ومخاطر الإقراض المتوحّش، وتفصيل القروض المضمونة برهن عقاري. وفي البرازيل، تروّج هيئة عامة



لملكية البيوت، وتحرص على أن يختار الأفراد القروض المضمونة برهن عقاري التي يستطيعون إدارتها.

في النهاية، لماذا يجب علينا نحن الأميركيين الاهتمام بأن العالم تحرّر من الأوهام بشأن النموذج الأميركي للرأسمالية؟ لقد فقدت الأيديولوجية التي روّجنا لها بريقها، لكن ربما يكون من الأفضل أن تفقد بريقها إلى غير رجعة. ألا يمكننا البقاء - وحتى الازدهار - إذا لم يتمسك الجميع بالطريقة الأميركية؟

لقد تقلّص نفوذنا حتماً، لكن ذلك كان حاصلاً بالفعل. كنا نؤدي دوراً محورياً في إدارة رأس المال العالمي لأن الآخرين اعتقدوا أن لدينا موهبة خاصة في إدارة المخاطر وتوزيع الموارد المالية. لم يعد أحد يعتقد ذلك الآن، وها هي آسيا - حيث يوجد قسم كبير من مدّخرات العالم اليوم - تطوّر مراكزها المالية. ولم نعد المصدر الرئيسي لرأس المال في العالم. فالمصارف الثلاثة الأولى في العالم اليوم صينية، ويأتي أكبر مصرف أميركي في المرتبة الخامسة.

في غضون ذلك، تُزاحم تكلفة التعامل مع الأزمة الاحتياجات الأخرى، لا في الداخل فحسب، كما أشرنا سابقاً، وإنما في الخارج أيضاً. في السنوات الأخيرة، أصبح الاستثمار الصيني في البنية التحتية في أفريقيا أكبر من استثمارات البنك الدولي ومصرف التنمية الأفريقي مجتمعة، كما تبهت الاستثمارات الأميركية أمامها. إن كل من يزور أثيوبيا أو عدداً من البلدان الأخرى في القارة يلاحظ التحوّل الحاصل بالفعل، حيث وصلت الطرق السريعة بين مدن وبلدات كانت معزولة، وأنشأت جغرافيا اقتصادية جديدة. لا يُستشعر تأثير الصين في البنية التحتية فحسب، وإنما في العديد من النواحي التنموية الأخرى أيضاً - مثل التجارة وتطوير الموارد، وإنشاء المشاريع، وحتى الزراعة. والبلدان الأفريقية تلجأ إلى بيجنغ للمساعدة في هذه الأزمة، وليس إلى واشنطن. كما أن الوجود الصيني ليس ملموساً في أفريقيا فقط، بل في أميركا اللاتينية وآسيا وأستراليا - أي مكان توجد فيه سلع أو موارد - فشهوة النمو الصيني السريع لا تشبع. قبل الأزمة، ساهمت الصين في نموّ الصادرات وأسعار الصادرات، ما أدى إلى نموّ غير مسبوق في أفريقيا والعديد من البلدان الأخرى. وما المرجّح

أن يفعل ثانية في أعقاب الأزمة - حصد العديد من البلدان في الواقع منافع النمو الصيني القوي في سنة 2009.

أخشى أن يتوصّل العالم النامي إلى نتائج خاطئة بشأن نوع النظام الذي يقدّم أفضل خدمة له، مع تزايد إدراكه لعيوب النظام الاقتصادي والاجتماعي الأميركي. سيتعلّم قليل من البلدان الدروس الصحيحة. وسيدرك أن المطلوب للنجاح نظام يتوازن فيه دورا السوق والحكومة، وتدير فيه الدولة القوية ضوابط رقابية فعّالة. وسيدرك أيضاً وجوب لجم قدرات المصالح الخاصة.

غير أن العواقب السياسية ستكون أكثر تداخلاً بالنسبة إلى العديد من البلدان، وربما شديدة المأسوية. لقد توجّهت البلدان الشيوعية السابقة إلى الرأسمالية على العموم، بعد الفشل الذريع لنظامها بعد الحرب. لكن بعضها لجأ إلى نسخة مشوّهة من اقتصاد السوق، واستلهم مبادئ ميلتون فريدمان بدلاً من كارل ماركس، فلم تجدها نفعاً. ربما لا يخلص العديد من البلدان إلى أن الرأسمالية غير المقيّدة على الطريقة الأميركية هي التي فشلت، بل إن مبدأ اقتصاد السوق نفسه قد فشل وإنه غير ناجح في كل الظروف. لن تعود الشيوعية على الطريقة القديمة، لكن العديد من أشكال التدخل المفرط في السوق ستعود، وستفش هذه أيضاً.

لقد عانى الفقراء من أصولية السوق، ولم ينجح اقتصاد انتشار الازدهار إلى أسفل. لكن الفقراء ربما يعانون ثانية إذا أخفقت الأنظمة الجديدة في تحقيق التوازن الصحيح، بتدخلها المفرط في الأسواق. لن تحقّق مثل هذه الاستراتيجية النمو، ومن دون النمو لا يتحقّق الخفض المستدام للفقر. ما من اقتصاد ناجح لم يعتمد اعتماداً كبيراً على الأسواق، وستكون العواقب على الاستقرار العالمي والأمن الأميركي واضحة.

كان هناك نوع من القيم المشتركة بين الولايات المتحدة والنخب ذات التعليم الأميركي في جميع أنحاء العالم، لكن الأزمة الاقتصادية قوّضت الآن مصداقية هذه النخب التي دافعت عن الرأسمالية على الطريقة الأميركية. واكتسب

معارضو الشكل الفاحش للرأسمالية الأميركية الذخيرة التي تمكنهم من الدعوة إلى فلسفة مناهضة للسوق.

الإيمان في الديمقراطية ضحية أخرى من ضحايا الأزمة. الشعب في العالم النامي ينظر إلى واشنطن ويرى نظاماً حكومياً سمح لول ستريت بوضع قواعد تخدم مصلحتها، ما عرض الاقتصاد العالمي بأكمله للخطر، ثم عندما جاء يوم الحساب، لجأت واشنطن إلى العاملين في وول ستريت وخلّانهم لإدارة التعافي - بطرق منحت وول ستريت مبالغ مالية تتجاوز الأحلام الجامحة لأكبر فاسد في العالم النامي. ربما يرون أن الفساد على الطريقة الأميركية أكثر حنكة - لا يتم تبادل أكياس النقود في الزوايا المظلمة - لكنه لا يقلّ شراً عن أي فساد آخر. ويرون استمرار إعادة توزيع الثروة على أعلى الهرم، على حساب المواطنين العاديين. ويرون أن مؤسسات أشرفت على نموّ الفقاعة، مثل مجلس الاحتياطي الفيدرالي، أصبحت ذات سلطة أوسع كمكافأة لها على إخفاقاتها في الماضي. ويرون باختصار مشكلة جوهرية في المساءلة السياسية في النظام الديمقراطي الأمريكي. وبعد رؤية كل ذلك، يتقدّمون خطوة صغيرة نحو الاستنتاج بأن هناك خطأ كبيراً، وربما يكون في الديمقراطية نفسها.

سوف يتعافى الاقتصاد الأمريكي في نهاية المطاف، وكذلك مركز أميركا في الخارج إلى حدّ ما. تخضع أعمال أميركا لفحص دقيق، سواء أحببنا ذلك أم كرهناه، فتقلّد نجاحاتها. لكن سينظر إلى إخفاقاتها بازدياد - وبخاصة الإخفاقات من النوع الذي أدّى إلى هذه الأزمة والتي يمكن وصمها بسهولة بأنها نفاق. الديمقراطية وقوى السوق ضرورية في عالم عادل ومزدهر. لكن "انتصار" الديمقراطية الليبرالية واقتصاد السوق المتوازن ليس محتوماً. وقد شكّلت الأزمة الاقتصادية، الناشئة عن السلوك (أو سوء السلوك) الأمريكي إلى حدّ كبير، لطمة كبرى في القتال من أجل هذه القيم الأساسية، وأحدثت ضرراً أشدّ من أي شيء يمكن أن يفعله أو يقوله نظام شمولي ما.

## نظام اقتصادي عالمي جديد: الصين وأميركا

الازمة الراهنة عميقة جداً ومزعجة جداً بحيث إن الأمور ستتغير، سواء أَسعى القادة إلى ذلك أم لا. وربما تتعلّق أعمق التغييرات بالعلاقة الصعبة في بعض الأحيان بين الولايات المتحدة والصين. أمام الصين طريق طويل قبل أن تتفوّق على الولايات المتحدة في الناتج المحلي الإجمالي - في "مكافئ القوة الشرائية" الذي يعكس اختلاف تكاليف المعيشة، فما زال نصف الناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة - وطريق أطول قبل أن تقترب من الدخل الفردي في الولايات المتحدة - يبلغ ثمنه تقريباً<sup>(22)</sup>. مع ذلك فإن الصين تحقّق بعض السجلات القياسية الرائعة. فقد أصبحت في سنة 2009 أكبر مصدرٍ للسلع في العالم، ومنتجاً للسيارات، وبلداً صناعياً على العموم<sup>(23)</sup>. كما أنها حقّقت تميّزاً واضحاً في التفوّق على الولايات المتحدة في انبعاثات الكربون لتصبح القائد العالمي في هذا المجال<sup>(24)</sup>. ولا يزال نموّها أعلى بصورة ملحوظة من نموّ الولايات المتحدة، بنحو 7 بالمئة سنوياً (في سنة 2009 كان الاختلاف نحو 10 بالمئة)، مع أنّه أبطأ مما كان عليه قبل الأزمة، وبذلك المعدّل فإنّ الفجوة في الناتج المحلي الإجمالي ستراجع إلى النصف في غضون عشر سنوات. كما أنّه من المرجّح أن تصبح الصين في ربع القرن القادم الاقتصاد المسيطر في آسيا، ومن المرجّح أن يصبح اقتصاد آسيا أكبر من اقتصاد الولايات المتحدة.

على الرغم من أن اقتصاد الصين لا يزال أصغر بكثير من اقتصاد الولايات المتحدة، فإنّ الولايات المتحدة تستورد من الصين أكثر بكثير مما تصدر إليها، وقد ولّد هذا الاختلال الكبير في التوازن توترات كبيرة مع تنامي البطالة في الولايات المتحدة. ربما تكون العلاقة تكافلية - الصين تساعد في تمويل العجز المالي الهائل للولايات المتحدة، ولولا السلع الصينية غير المكلفة لكان مستوى معيشة الكثير من الأميركيين أدنى بكثير، وتقدّم الولايات المتحدة الأسواق للعرض الصيني المتنامي دائماً - لكن الاهتمام في الركود العظيم يتركّز على الوظائف. فجميع الأميركيين لا يفهمون مبدأ الميزة النسبية - أن كل بلد ينتج السلع التي يحسن إنتاجها نسبياً. ويجدون صعوبة في استيعاب أن على

الولايات المتحدة أن تفقد ميزتها النسبية في العديد من المجالات الصناعية. إذا كانت الصين (أو أي بلد آخر) يتفوق على الولايات المتحدة في المنافسة، فإنهم يعتقدون أن ذلك يرجع إلى أنه يقوم بعمل غير عادل: التلاعب بأسعار الصرف أو إعانة منتجاته أو بيع المنتجات دون تكلفتها (وذلك يسمى "إغراقاً").

لقد قلبت الأزمة كل شيء رأساً على عقب. الولايات المتحدة هي المتهممة بالإعانات الهائلة وغير العادلة (لمصارفها وشركات السيارات لديها). ويمكن النظر أيضاً إلى تقديم قرض بمعدل فائدة قريب من الصفر إلى شركة كبيرة يتعين عليها أن تدفع معدل فائدة مرتفعاً جداً في السوق المفتوحة - إذا ما تمكنت من الحصول على تمويل أصلاً - بأنه إعانة هائلة أيضاً. فالمحافظة على معدلات فائدة منخفضة من الطرق الحاسمة التي "تدير" بها البلدان أسعار الصرف (عندما تكون أسعار الصرف منخفضة، يتدفق رأس المال إلى خارج البلد نحو الأماكن التي يستطيع أن يحقق فيها عوائد أعلى)، ويعتقد الكثيرون في أوروبا أن الولايات المتحدة تستخدم تدني سعر صرف عملتها للحصول على ميزة تنافسية.

لقد فرضت الولايات المتحدة والصين إجراءات حمائية (الولايات المتحدة رداً على ضغط الاتحاد بصورة جزئية، والصين انتقاماً من ذلك من جهة وكعنصر من عناصر استراتيجية تنميتها من جهة أخرى)، لكن مقدارها كان محدوداً عند دفع الكتاب إلى المطبعة. وكما أشرت سابقاً، ثمة إقرار بوجوب فعل شيء ما بشأن انعدام التوازنات العالمية، ويشكل انعدام التوازن بين الولايات المتحدة والصين أهم مكوناتها.

ربما تجد الولايات المتحدة أن التكيف أسهل عليها من الصين على المدى القصير. على الصين أن تستهلك، لكن من الصعب حثّ الأسر على استهلاك المزيد عندما تواجه مستويات عالية من انعدام اليقين. غير أن مشاكل الصين لا تنبع من ارتفاع معدل مدّخرات الأسر بقدر ما تنبع من أن دخل الأسر يشكل كسراً من الناتج المحلي الإجمالي أصغر من ذلك الكسر في معظم البلدان الأخرى. انخفاض الأجور يضمن ارتفاع الأرباح، وليس هناك ضغط كبير لتوزيع

الأرباح. والنتيجة أن المشاريع (العامة والخاصة) تحتفظ بقسم كبير من دخلها. لكن تغيير توزيع الدخل صعب في أي بلد.

إن نموذج نموّ الصين مدفوع بالعرض: يعاد استثمار الأرباح، فيزيد الإنتاج بسرعة تفوق كثيراً سرعة ازدياد الاستهلاك، ويصدّر الفائز. يعمل هذا النموذج بنجاح - يستحدث فرص العمل في الصين ويحافظ على انخفاض الأسعار في العالم - لكن الأزمة سلّطت الضوء على عيب فيه. في هذا التراجع الاقتصادي، أصبح من الصعب على الصين تصدير الفائز لديها. وعلى المدى الطويل، عندما تزداد حصّتها في كثير من السلع المصنّعة، سيكون من الصعب عليها المحافظة على معدّل نموّها. وسينطبق ذلك حتى إذا لم يتخذ العديد من شركائها التجاريين ردوداً حمائية - هناك عدد محدّد فقط من أجهزة التلفزة والسلع الاستهلاكية الأخرى التي يستطيع الغرب شراءها - لكن عندما أظهرت الصين قدرتها الكبيرة لا في السلع المصنّعة المنخفضة المهارة ولكن في مجموعة واسعة من المنتجات، لم يكن من المستغرب أن تزداد نزعة الحماية.

يدرك الكثيرون في الصين أن عليهم تغيير استراتيجية نموّهم - تقديم مزيد من الدعم للمؤسسات الصغيرة والمتوسطة مثلاً عبر إنشاء مزيد من المصارف المحلية والإقليمية. ومثل هذه المؤسسات هي أساس النموّ في العديد من البلدان. وسيؤدّي نموّ الوظائف إلى ارتفاع الأجور، وسيحوّل ذلك توزيع الدخل بطرق تدعم الاستهلاك المحلي. ترجع بعض الأرباح الظاهرية للشركات إلى عدم تقاضي الصين رسوماً ملائمة مقابل مواردها الطبيعية (بما في ذلك الأرض). فقد أعطيت هذه الأصول، وهي ملك للشعب، إلى الشركات. لو بيعت هذه الموارد في مزادات مثلاً، لحقّقت العائدات دخلاً كبيراً. ولو حصّلت الصين العائد على هذه الأصول لجميع سكانها، لأصبح لديها مزيد من الإيرادات لتمويل الصحة والتعليم ومعاشات التقاعد، وسيخفّض ذلك الحاجة إلى ارتفاع مدّخرات الأسر.

مع أن استراتيجية النموّ هذه تبدو معقولة، فإن هناك قوى سياسية فاعلة تعارضها: المؤسسات الكبيرة ومسؤولوها، على سبيل المثال، يتمتّعون بالنظام

الحالي ويأملون في أن يدوم. وستعارض هذه القوى السياسية نفسها السماح برفع قيمة سعر صرف العملة الصينية، الذي يؤدي إلى تقليص تنافسية الصادرات الصينية وزيادة الأجور الحقيقية لعمالها. ويقدم الغربيون الذي يحتاجون لصالح الحاجة إلى مصارف كبيرة ومؤسسات كبيرة أخرى الغوث لهؤلاء الصناعيين الجدد. وهم يؤكدون أن الصين بحاجة إلى شركات كبيرة للمنافسة عالمياً. ومن المبكر جداً لنعرف ما سيؤول إليه هذا الصراع.

تعكس حزمة الحوافز الصينية - وهي من الأكبر في العالم (بالنسبة إلى حجم البلد)<sup>(25)</sup> - هذه التوترات في السياسة الاقتصادية. فقد ذهب قسم كبير من المال إلى البنية التحتية ولمساعدة الاقتصاد "الأخضر". قد يكون لنظام السكك الحديدية العالي السرعة تأثير في الصين يماثل تأثير إنشاء سكة الحديد القارية في أعقاب الحرب الأهلية في الولايات المتحدة. وربما تساعد في تشكيل اقتصاد وطني أقوى، لأن الجغرافيا الاقتصادية ستتغير بسرعة. وقدمت حزمة الحوافز أيضاً تشجيعاً صريحاً للاستهلاك، وبخاصة في القطاع الريفي، ولا سيما لشراء المنتجات التي تواجه تراجعاً في المبيعات في الخارج. ومهدت للزيادة السريعة في الإنفاق على الصحة والتعليم في الريف. وفي الوقت نفسه، كانت هناك جهود لتقوية بعض القطاعات الرئيسية، مثل السيارات والفولاذ. رأت الحكومة أنها تحاول "عقلنة" الإنتاج - زيادة الكفاءة - لكن النقاد قلقوا من أن تفاقم هذه الجهود مشاكل فرط العرض و/أو تخفض المنافسة الفعالة. وسيزيد ذلك أرباح الشركات ويقلل الأجور الحقيقية ويفاقم مشاكل انخفاض الاستهلاك.

هناك شكوك مماثلة تتعلق بردود الولايات المتحدة على هذه الأزمة على المدى الطويل. فكما أوضحت في فصول سابقة، أميركا بحاجة إلى تقليل الاستهلاك على المدى الطويل، ومع تراجع رغبة الأسر في الاقتراض وقدرتها على ذلك وتناقص الثروة كثيراً، فقد كان تكيف أميركا سريعاً نسبياً. لكن كما لاحظت في الفصل السابع، فقد زادت الأسر أضرارها، لكن الحكومة أخذت تزيد من الاقتراض. ولا تزال الحاجة إلى التمويل الخارجي قوية. لذا سيستمر انعدام التوازن العالمي - وبخاصة كما يحدّد العجز التجاري الأميركي الهائل والفائض

التجاري الصيني المستمر وإن يكن أصغر مما في السابق. وسيؤدي ذلك إلى توترات، لكنها قد تبقى مكبوتة، لأن الولايات المتحدة تعرف أنها تعتمد على التمويل القادم من الصين<sup>(26)</sup>.

ثمة تردد متنامٍ في الصين تجاه إقراض المزيد إلى الحكومة الأميركية، حيث تبقى العوائد منخفضة والمخاطر عالية. وهناك بدائل - تستطيع الصين الاستثمار في الأصول الحقيقية في الولايات المتحدة. لكن الصين واجهت مقاومة عندما حاولت القيام بذلك (كما عندما حاولت شراء أنكول، وهي شركة نفط أميركية صغيرة معظم أصولها في آسيا). لقد سمحت الولايات المتحدة للصين بشراء أعلى سياراتها تلوياً، سيارة هامر، وكذلك قسم الحواسيب المحمولة في شركة آي بي إم الذي أصبح لينوفو. وفي حين أن الولايات المتحدة منفتحة في الظاهر على الاستثمارات في العديد من المجالات، فإن لديها أفكاراً واسعة عن القطاعات الحرجة بالنسبة إلى الأمن القومي، وهي محمية من مثل هذه الاستثمارات ما يهدد بتقويض المبادئ الأساسية للعولمة: أبلغت الولايات المتحدة البلدان النامية أن عليها أن تفتح أسواقها أمام الملكية الأجنبية كجزء من القاعدة الأساسية للعبة.

إذا باعت الصين مبالغ كبيرة من الدولارات التي تحتفظ بها في احتياطاتها، فسيؤدي ذلك إلى مزيد من ارتفاع قيمة عملتها (آر إم بي RMB) مقابل الدولار، ما سيحسن بدوره ميزان التجارة الثنائي الأميركي مع الصين. غير أن من المرجح أن تفعل أقل مما يأمل فيه المرء بالنسبة إلى العجز التجاري الأميركي الإجمالي - ستشتري أميركا منسوجاتها من بلد نام آخر. لكن ذلك سيعني أن الصين ستتكبّد خسارة كبيرة مقابل حيازاتها الهائلة المتبقية من سندات الخزينة الأميركية وغيرها من الأصول المقيمة بالدولار.

يبدو لبعض الأشخاص أن الصين عالقّة بين المطرقة والسندان. إذا ابتعدت عن الدولار، فستتكبّد خسائر ضخمة مقابل احتياطاتها وصادراتها. وإذا أبتقت على الدولار، فإنها تؤجّل الخسائر مقابل احتياطاتها، لكن التعديل قد يكون آتياً على أي حال. ربما يكون القلق من خسارة المبيعات مبالغاً فيه: تقدّم الصين



حالياً تمويل "البائع" - أي أنها تقدّم المال لمن يشتري بضائعها. بدلاً من إقراض الولايات المتحدة لشراء بضائعها، يمكنها إقراض الآخرين في أنحاء أخرى من العالم - كما تفعل على نحو متزايد - أو حتى إقراض مواطنيها.

## نظام احتياطي عالمي جديد

شعر مدير المصرف المركزي الصيني بالقلق من حيازات الصين من الدولارات، فقدّم الدعم لفكرة قائمة منذ مدة طويلة: إنشاء عملة احتياطية عالمية<sup>(27)</sup>. روج كينز هذه الفكرة قبل نحو خمسة وسبعين سنة، وكانت جزءاً من فكرته الأصلية بشأن صندوق النقد الدولي<sup>(28)</sup>. وحظيت هذه الفكرة بدعم إضافي من جهة أخرى - لجنة الأمم المتحدة لإعادة هيكلة النظام المالي والاقتصادي العالمي، التي كنت رأسها<sup>(29)</sup>.

تحتفظ البلدان النامية اليوم، وفي مقدّمتها الصين، بتريليونات الدولارات في احتياطياتها - الأموال التي تستطيع أن تسحب منها في حال حدوث أزمة، مثل الركود العظيم. في الفصل الأول، شدّدت على أن هذه الأزمة كشفت القصور العالمي للطلب الكلي. ومن المؤسف، حتى الآن، أن الإدارة الأميركية ومجموعة العشرين لم تبدأ ببحث المشكلة الأساسية - ناهيك عن اتخاذ إجراء بشأنها. الإصدارات السنوية من عملة احتياطية عالمية جديدة تعني أنه لن يكون على البلدان أن تحتفظ جانباً بقسم من دخلها الحالي كحماية من تقلّبات العالمية - بدلاً من ذلك، يمكنها أن تحتفظ جانباً "بالنقود" التي تم إصدارها حديثاً. وسيزيد ذلك الطلب الكلي العالمي ويقوّي الاقتصاد العالمي.

هناك سببان مهمان لهذه المبادرة. الأول أن النظام الحالي غير مستقرّ. تحتفظ البلدان حالياً بالدولارات لتوفير الثقة بعملتها وبلدها كنوع من التأمين ضدّ تقلّبات السوق العالمية. وعندما تحتفظ البلدان الأجنبية بمزيد من الدولارات في احتياطياتها، يزداد القلق بشأن تزايد المديونية الأميركية في الخارج.

هناك سبب آخر يوضح لماذا يسهم النظام الحالي في انعدام الاستقرار. إذا

أصرت بعض البلدان على تحقيق فائض تجاري (أن تصدر أكثر مما تستورد) من أجل بناء احتياطياتها، فستواجه بلدان أخرى عجزاً تجارياً. يجب أن يكون مجموع الفوائض مساوياً لمجموع العجز. لكن العجز التجاري قد يسبب مشكلة - من المرجح أن تواجه البلدان التي تواجه عجزاً تجارياً مستمراً أزمة اقتصادية - لذا تعمل البلدان جاهدة للتخلص منه. إذا تخلص بلد من عجزه التجاري، فلا بدّ من أن يزداد عجز بلد آخر (إذا لم تغيّر البلدان التي لديها فائض سلوكها)، لذا فإن العجز التجاري مشكلة حساسة. في السنوات الأخيرة، تعلّمت معظم البلدان كيف تتجنب العجز، وكانت النتيجة أن أصبحت الولايات المتحدة "الملاذ الأخير للعجز". ومن الواضح أن الموقف الأميركي لا يمكن الدفاع عنه على المدى الطويل. إن إنشاء عملة احتياطية عالمية ذات إصدارات سنوية يوفر مصداً للصدمات. فبإمكان بلد ما أن يواجه عجزاً تجارياً صغيراً ويعزّز احتياطياته رغم ذلك، بسبب توزيع العملة الاحتياطية الجديدة التي يحصل عليها. وعندما يشاهد المستثمرون تنامي الاحتياطيات، ستزداد ثقتهم.

البلدان الفقيرة تقرض الولايات المتحدة مئات المليارات من الدولارات، بل تريليونات الدولارات، بمعدّل فائدة منخفض (قريبة من الصفر في سنة 2009). وقيامها بذلك حتى بوجود الكثير من مشاريع الاستثمار ذات العوائد العالية داخلها شهادة على أهمية الاحتياطيات وحجم عدم الاستقرار العالمي. وفي حين أن تكلفة الاحتفاظ بالاحتياطيات عالية جداً، فإن المنافع تتجاوز التكاليف. إن قيمة المعونة الأجنبية الضمنية التي تتلقاها الولايات المتحدة، بتمكّنها من الاقتراض بمعدّل فائدة منخفض يتجاوز، وفقاً لبعض الحسابات، القيمة الإجمالية للمعونة الأجنبية التي تقدّمها إلى البلدان الأخرى<sup>(30)</sup>.

العملة الاحتياطية الجيدة يجب أن تكون مستودعاً جيداً للقيمة - عملة مستقرّة - لكن الدولار شديد التقلّب ومن المرجّح أن يبقى كذلك. وقد نقلت العديد من البلدان الأخرى احتياطياتها بعيداً عن الذهب، بل إن الصين تحتفظ كما يقال بربع احتياطياتها أو أكثر بعملات أخرى. المسألة لا تتعلق بما إذا كان العالم سيبتعد عن نظام الاحتياط بالدولار، وإنما هل سيفعل

ذلك بتبصّر وعناية. فمن دون خطة واضحة، يزداد انعدام استقرار النظام المالي العالمي.

سيقاوم بعض الأشخاص في الولايات المتحدة الانتقال إلى نظام احتياطي عالمي. فهم يرون فائدة في القدرة على الاقتراض بتكلفة منخفضة، لكنهم لا يرون تكاليفه الضخمة. إن إنتاج سندات الخزينة التي يحتفظ بها في الاحتياطيات الأجنبية وتصديرها لا يستحدث الوظائف، في حين أن تصدير السلع يحقق ذلك حتماً. الجانب الآخر للطلب على سندات الخزينة الأميركية والنقود الأميركية للاحتفاظ بها في الاحتياطيات هو العجز التجاري الأميركي، والعجز التجاري يضعف الطلب الكلي الأميركي. لتعويض ذلك، تعتمد الحكومة إلى العجز المالي<sup>(31)</sup>. وهو جزء من "توازن" ما: لتمويل العجز تباع الحكومة سندات الخزينة في الخارج (طريقة أخرى للقول إنها تقترض المال)، ويوضع كثير من سندات الخزينة هذه في الاحتياطيات.

مع العملة الاحتياطية العالمية الجديدة، ليس على البلدان شراء سندات الخزينة الأميركية للاحتفاظ بها في احتياطياتها. سيعني ذلك أن قيمة الدولار ستراجع بطبيعة الحال، لكن الصادرات الأميركية سترتفع، وستنخفض الواردات الأميركية، ويصبح الطلب الكلي أقوى، وستقل حاجة الحكومة إلى الإنفاق بالعجز للمحافظة على العملة الكاملة في الاقتصاد. وربما يكبح التبذير عند العلم بأن الاقتراض أصبح صعباً، ما يعزز الاستقرار العالمي. وتستفيد أميركا والعالم من هذا النظام الجديد.

هناك مبادرات بالفعل لإنشاء ترتيبات احتياطيات إقليمية. تتيح مبادرة تشيانغ ماي في شرق آسيا للبلدان تبادل احتياطياتها. ورداً على الأزمة، زادت حجم البرنامج 50 بالمئة<sup>(32)</sup>. ربما ينتقل العالم إلى نظام عملتين أو (ثلاث)، لكن مثل هذا النظام قد يكون أكثر انعداماً للاستقرار من النظام الراهن. وقد يعني بالنسبة إلى العالم أنه إذا كان من المتوقع أن يكسب اليورو مقابل الدولار، فستبدأ البلدان بالتحوّل إلى اليورو. وعندما يفعلون ذلك، يقوى اليورو معززاً اعتقاداتهم - إلى أن يؤدي حدث ما، مثل اضطراب سياسي<sup>(33)</sup> أو اقتصادي، إلى

بدء عملية معاكسة. وسيطرح ذلك مشكلة خاصة بالنسبة إلى أوروبا، لأن البلدان في الاتحاد الأوروبي لديها قيود على قدرتها زيادة العجز المالي لموازنة الطلب الضعيف.

لقد أخذ نظام الاحتياطي العالمي القائم على الدولار بالتآكل، لكن المساعي لإنشاء بديل له لا تزال في بدايتها. وأخيراً تعلّم المصرفيون المركزيون الدرس الأساسي لإدارة الثروة - التنويع - وكثير منهم يعتمد منذ سنوات إلى نقل الاحتياطات بعيداً عن الدولار. في سنة 2009، وافقت مجموعة العشرين على إصدار كبير (250 مليار دولار) لحقوق السحب الخاصة، وهي نوع من العملة الاحتياطية العالمية التي أنشأها صندوق النقد الدولي. لكن لحقوق السحب الخاصة قيوداً قوية. فهي توزّع على البلدان بناء على "حصصها" في الصندوق (حيازاتها الفعلية للأسهم) - حيث تحصل الولايات المتحدة على الحصة الأكبر. لكن لا حاجة للولايات المتحدة إلى الاحتفاظ باحتياطات، لأن في وسعها طباعة الدولارات. لذا سيعمل النظام بطريقة أفضل بكثير إذا خصّصت إصدارات الاحتياطات للبلدان التي توسّع احتياطاتها بخلاف ذلك. ويمكن بدلاً من ذلك أن تتوجّه إصدارات الاحتياطي العالمي الجديدة إلى البلدان الفقيرة التي تحتاج إلى مساعدة<sup>(34)</sup>.

سيكون من الأفضل لو صمّم النظام الجديد لتثبيت الفوائض التجارية. الولايات المتحدة ترفع صوتها على الصين بشأن فائضها التجاري، لكن في الترتيبات الحالية هناك حوافز قوية كي تحتفظ البلدان باحتياطاتها. وقد كان أداء البلدان التي لديها احتياطات كبيرة أفضل في هذه الأزمة من البلدان التي ليس لديها احتياطات كافية. في نظام الاحتياطي العالمي الجيد التنظيم، يمكن أن تقلّص البلدان ذات الفائض المستمرّ احتياطاتها من العملات، وسيشجعها ذلك بدوره على المحافظة على توازن أفضل. ونظام الاحتياطي العالمي الجيد التنظيم يخطو خطوة إضافية في تثبيت استقرار الاقتصاد العالمي، إذ لو أصدر مزيد من العملة الاحتياطية العالمية عندما يضعف النموّ العالمي، فإن ذلك سيشجّع الإنفاق - ما يزيد النموّ والعملالة<sup>(35)</sup>.

إذا قدّمت الولايات المتحدة الدعم لنظام احتياطي عالمي جديد، فسيمكن إنجازَه بسرعة. السؤال هو هل ستدرك إدارة أوباما كم ستكسب منه الولايات المتحدة والعالم، ومتى. ويكمن الخطر في أن تدفن الولايات المتحدة رأسها في الرمل. عندئذ سيبتعد العالم عن نظام الاحتياطي القائم على الدولار. ومن دون اتفاق على إنشاء نظام احتياطي عالمي جديد، من المرجّح أن ينتقل العالم إلى نظام احتياطي متعدّد العملات، ما يفضي إلى عدم استقرار مالي عالمي على المدى القصير ونظام أشدّ انعدام استقرار من النظام الراهن على المدى الطويل.

من شبه المؤكّد أن تبرز هذه الأزمة تغييراً في النظام السياسي والاقتصادي العالمي. فستتناقص قدرة أميركا ونفوذها، وتزداد قدرة الصين. بل حتى قبل الأزمة، بدا أن النظام الاحتياطي العالمي الذي يعتمد على عملة بلد واحد لا يتوافق مع العولمة في القرن الحادي والعشرين - لكنه يبدو كذلك وبخاصة بالنظر إلى شطحات الدولار وعلم الاقتصاد والسياسة الأميركيين.

### نحو تعدّدية جديدة

برز نظام عالمي جديد وأنشئت مجموعة جديدة من المؤسسات من رحم كارثة الكساد العظيم والحرب العالمية الثانية. وقد نجح ذلك الإطار سنوات عديدة لكنه لم يعد ملائماً لإدارة النظام الاقتصادي العالمي المتطوّر. لكن مثلما حاولت الولايات المتحدة التخبّط في السير على الساحة المحلية، ساعية إلى حدّ كبير إلى إعادة إنشاء العالم كما كان عليه قبل الأزمة، فإنها تخبّطت على الساحة الدولية أيضاً. في أعقاب الأزمة الاقتصادية الأخيرة قبل عشر سنوات، طُرح إدخال إصلاحات على "هندسة المالية العالمية" على بساط البحث. وكانت هناك شكوك في أن من يرغبون في المحافظة على الوضع الراهن (بما في ذلك القادمون من الأسواق المالية للولايات المتحدة والأسواق المالية الغربية الأخرى الذين يستفيدون من طريقة تسيير الأمور، وحلفائهم في الحكومات) استخدموا لغة منمّقة لتغطية أجندتهم الحقيقية: سيتكلّم الناس ويتكلّمون إلى أن تنتهي الأزمة، ومع نهاية الأزمة تنتهي العزيمة على فعل أي شيء. في السنوات التي

تلت أزمة سنتي 1997 - 1998، لم يتم فعل الكثير - ومن الواضح أنه لم يُفعل شيء تقريباً لتجنب أزمة أكبر. فهل سيتكرر ذلك مرة أخرى؟

على الولايات المتحدة، على وجه التحديد، أن تبذل ما في وسعها لتقوية التعددية - إضفاء الديمقراطية على صندوق النقد الدولي والبنك الدولي وإصلاحهما وتمويلهما كي تقلّ حاجة البلدان النامية إلى اللجوء إلى الدعم الثنائي في أوقات الحاجة (سواء من الصين أو روسيا أو أوروبا). وعليها الابتعاد عن سياسة الحماية واتفاقيات التجارة الثنائية التي أثبتت في عهد بوش، لأنها تقوّض النظام التجاري المتعدد الأطراف الذي بذل كثيرون جهوداً كبيرة لإنشائه في الستين سنة الماضية. وعلى الولايات المتحدة أن تساعد في تصميم نظام رقابة مالية عالمي منسق، تواجه من دونه هذه الأسواق خطر التجزؤ، وأن تدعم نظام الاحتياطي العالمي الجديد الذي تم إيضاحه آنفاً. ومن دون هذه الجهود فإن الأسواق المالية العالمية تواجه خطر دخول حقبة جديدة من انعدام الاستقرار ودخول العالم حقبة جديدة من الضعف الاقتصادي. وعلى الولايات المتحدة على العموم أن تدعم الحكم الدولي للقانون وتقوّيه - ومن دونه لا يمكن تحقيق شيء من ذلك.

في سنوات الزهو الأميركي بالانتصار، بين سقوط جدار برلين وسقوط مصرف ليمان براذرز، لم تستخدم الولايات المتحدة قوتها ونفوذها لتشكيل العولمة بطريقة عادلة، وبخاصة تجاه البلدان النامية. وقد استندت سياستها الاقتصادية إلى مصلحتها الشخصية أكثر من استنادها إلى المبادئ - أو بدقّة أكبر إلى رغبات المجموعات ذات المصالح الخاصة التي لعبت، ولا تزال، دوراً رئيسياً في تشكيل السياسة الاقتصادية. ولم تكن أوروبا ذات صوت مسموع أكثر في التعبير عن مخاوف الفقراء في البلدان النامية فحسب، وإنما قرنت كثير من البلدان الأوروبية القول بالفعل المادي. أما الولايات المتحدة، فإنها غالباً ما بذلت في عهد بوش ما في وسعها لتقويض التعددية.

لن تؤخذ الهيمنة الاقتصادية الأميركية كأمر مسلم به كما كان من قبل. وإذا رغبت الولايات المتحدة الحصول على احترام الآخرين، وإذا رغبت في

ممارسة النفوذ الذي كانت تمارسه ذات يوم، فإن عليها أن تكسب ذلك عن طريق الأفعال لا الأقوال، عن طريق الأمثلة التي تدعو إلى الاقتداء بها في الداخل - بما في ذلك طريقة تعاملها مع المحرومين - وما تقوم به في الخارج.

لم ينجح النظام الاقتصادي العالمي كما أمل الكثيرون. لقد أدت العولمة إلى ازدهار غير مسبوق لكثير من البلدان، لكنها ساعدت في سنة 2008 في نقل الركود الأميركي إلى جميع بلدان العالم - إلى البلدان التي أحسنت أنظمتها المالية (أكثر بكثير من الولايات المتحدة) والبلدان التي لم تحسن ذلك، وإلى البلدان التي حققت مكاسب هائلة من العولمة والبلدان التي لم تستفد كثيراً منها. وليس من المفاجئ أن تكون البلدان الأكثر انفتاحاً والأكثر عولمة هي البلدان التي تعرّضت للضربة الأسوأ. تدعم أيديولوجية السوق الحرة العديد من المؤسسات والاتفاقيات التي توفّر إطار العولمة، ومثلما كانت هذه الأفكار أساساً لإلغاء الرقابة الذي أدى دوراً كبيراً في إنشاء الأزمة الراهنة، فإنها دعمت تحرير أسواق المال ورأس المال التي أدت دوراً كبيراً في نشر الأزمة حول العالم.

لقد بيّن هذا الفصل كيف من المرجح أن تقود الأزمة إلى تغيير النظام الاقتصادي العالمي، بما في ذلك التوازن العالمي للقدرة الاقتصادية - وكيف يمكن أن تساعد بعض الإصلاحات الرئيسية، بما في ذلك إنشاء نظام احتياطي عالمي جديد، في استعادة الازدهار والاستقرار العالميين. لكن النجاح في المحافظة على الازدهار العالمي على المدى الطويل يتوقّف على إدراك كيفية عمل الاقتصاد على نحو أفضل. ولا يتطلّب ذلك إصلاح الاقتصاد فحسب، وإنما علم الاقتصاد أيضاً. وذلك هو موضوع الفصل التالي.

## الفصل التاسع

### إصلاح علم الاقتصاد

**هناك** كثير من اللوم الذي تتقاسمه العديد من الجهات في هذه الأزمة - شهدنا أدوار الجهات الرقابية والتشريعية، ومجلس الاحتياطي الفيدرالي، والممولين. وقد رأى كل منهم أنه كان يفعل الصواب، واستندت مقولاتهم في الغالب إلى التحليل الاقتصادي. في أثناء بحثنا عن الخلل الذي وقع، لا يمكننا أن نغفل النظر في مهنة علم الاقتصاد. لم يشارك جميع علماء الاقتصاد بطبيعة الحال في الاحتفاء بعلم اقتصاد السوق المفتوحة، ولم يكن جميعهم من مريدي ميلتون فريدمان. لكن المفاجئ أن قسماً كبيراً منهم مال في ذلك الاتجاه. فلم تكن نصائحهم معيبة فحسب، بل فشلوا في أداء مهامهم الأساسية التي تقتضي منهم التحسّب والتوقع. وقد رأى القليل منهم نسبياً الكارثة الوشيكة. ليس من قبيل المصادفة أن تعمى بصائر من دعوا إلى القواعد التي أدت إلى الكارثة نتيجة إيمانهم بالأسواق الحرة بحيث لم يتمكّنوا من رؤية المشاكل التي تحدثها. فقد انتقل علم الاقتصاد - أكثر مما يعتقد الاقتصاديون - من كونه اختصاصاً علمياً إلى أكبر مهلل لرأسمالية السوق الحرة. إذا كان على الولايات المتحدة أن تنجح في إصلاح اقتصادها، فربما يتعيّن عليها البدء بإصلاح علم الاقتصاد.



## حرب الأفكار

واجهت مهنة علم الاقتصاد، وبخاصة في أميركا، أوقاتاً صعبة في أثناء الكساد العظيم. فقد اعتبر النموذج السائد في ذلك الوقت، كما هو الحال اليوم، أن الأسواق تتسم بالكفاءة وتصحّح نفسها. وعندما غاص الاقتصاد في الركود ثم الكساد، قدّم الكثيرون نصيحة بسيطة: لا تفعلوا شيئاً. ما عليكم إلا الانتظار وسيتعافى الاقتصاد بسرعة. ودعّم كثيرون أيضاً أندرو ميلون، وزير الخزانة في عهد الرئيس هربرت هوفر، في محاولته استعادة التوازن المالي لأن الركود خفّض الإيرادات الضريبية أكثر من تخفيض النفقات. واعتقد الخبراء المحافظون في وول ستريت أنه لا بد من خفض النفقاتجنباً إلى جنب.

أيّد فرانكلين روزفلت، الذي أصبح رئيساً في سنة 1933، اتباع مسارٍ آخر وحظي بدعم من أوروبا: نادى جون ماينارد كينز بزيادة الإنفاق لحفز الاقتصاد - وذلك يعني زيادة العجز. كان ذلك بمثابة لعنة لمن يشكّكون في الحكومة في المقام الأول. فأسماه بعضهم اشتراكية صريحة، ورأى فيه آخرون مقدّمة للاشتراكية. والواقع أن كينز كان يحاول إنقاذ الرأسمالية من نفسها، لعلّهم أن اقتصاد السوق لا يمكنه البقاء ما لم يستحدث وظائف جديدة. ورأى مريدو كينز الأميركيون، مثل أستاذي بول صمويلسون، أنه يمكن العودة إلى أعاجيب السوق عند استعادة العمالة الكاملة.

في الركود الكبير سنة 2008، رأت كثير من الأصوات أن البرنامج الجديد للرئيس روزفلت فشل بل زاد الأمور سوءاً<sup>(1)</sup>. الحرب العالمية الثانية هي التي أخرجت الولايات المتحدة من الكساد العظيم. وذلك صحيح جزئياً - لكنه يرجع إلى حدّ كبير إلى أن الرئيس روزفلت لم يتبع سياسة متسقة لتوسيع النفقات الوطنية. فكما هو الحال اليوم، عندما زاد الإنفاق الفيدرالي، قلّصت الولايات نفقاتها<sup>(2)</sup>. وبحلول سنة 1937، حثّت المخاوف من حجم العجز على خفض الإنفاق الحكومي<sup>(3)</sup>. لكن الإنفاق الحربي إنفاق - يتفق أنه ليس إنفاقاً لتحسين إنتاجية الاقتصاد في المستقبل أو رفاه المواطنين (بصورة مباشرة). يتفق حتى منتقدو روزفلت على أنه إذا لم يؤدّ إنفاق البرنامج الجديد إلى إخراج الاقتصاد

من الكساد، فإن الإنفاق الحربي حَقَّق ذلك. وبصرف النظر عن ذلك، أظهر الكساد العظيم أن اقتصاد السوق لا يَصَحِّح نفسه بنفسه - على الأقل في إطار زمني ذي صلة<sup>(4)</sup>.

طُرأت مشكلة جديدة بحلول سنة 1970، التضخُّم، وجاء جيل جديد من علماء الاقتصاد. كانت المشكلة في الثلاثينيات (1930يات) تتصل بالانكماش وهبوط الأسعار. وهي تاريخ قديم بالنسبة إلى علماء الاقتصاد الشبان الذين يسعون إلى ترك بصمتهم. وبدا أن حدوث ركود عميق آخر أمر بعيد الاحتمال. وقد أكَّد ارتباط معظم حالات الركود التي تلت الحرب بتقييد مجلس الاحتياطي الفيدرالي لتقديم الائتمانات تقييداً شديداً آراء المحافظين المتحيّزة بأن إخفاقات الحكومة، لا إخفاقات الأسواق، هي المسؤولة عن أي زيغ عن الكمال.

غير أنه كانت هناك جهات نظر أخرى. فوفقاً للمؤرِّخ الاقتصادي المتميِّز تشارلز كندلبرغر، وقعت الأزمات المالية كل عشر سنوات تقريباً في الأربعمئة سنة الأخيرة تقريباً<sup>(5)</sup>. وشكل ربع القرن الممتد بين سنتي 1945 و 1971 استثناء حيث لم تقع أزمات مصرفية في أي مكان في العالم سوى في البرازيل في سنة 1962، على الرغم من حدوث تقلُّبات. وقد قدَّم الأستاذ فرانكلين آلن من كلية وارتون بجامعة بنسلفانيا ودوغ غيل من جامعة نيويورك تفسيراً مقنعاً لسبب خلو ربع القرن الذي تلا الحرب العالمية الثانية من الأزمات: الإقرار العالمي بالحاجة إلى رقابة قوية<sup>(6)</sup>. ربما يكون الاستقرار الكبير أحد العوامل المساهمة في ارتفاع معدّل النمو في تلك الفترة. ونتج عن تدخُّل الحكومة مزيد من الاستقرار الاقتصادي - وربما ساهم في النمو السريع وتعاضم المساواة في تلك الفترة.

من المدهش أن الرأي بأن السوق تصحِّح نفسها بنفسها وتتسم بالكفاءة ساد ثانية في الثمانينيات (1980يات)، لا في الدوائر السياسية المحافظة فحسب بل في أوساط علماء الاقتصاد الأكاديميين أيضاً. ولم يكن هذا الرأي متوافقاً مع الواقع أو مع التقدُّم الحديث طراً على النظرية الاقتصادية التي أظهرت أيضاً أن من المرجَّح ألا توزَّع الموارد بكفاءة حتى عند الاقتراب من العمالة الكاملة وتحقيق التنافسية في السوق.

## نهج التوازن العام

سيطر النموذج الولراسي أو نموذج التوازن العام، على التيار السائد لعلماء الاقتصاد لمدة تزيد على مئة سنة، سُمي نسبة إلى الرياضي وعالم الاقتصاد الفرنسي ليون ولراس الذي كان أول من صاغ ذلك النموذج في سنة 1874<sup>(7)</sup>. وقد وصف الاقتصاد بأنه توازن - مثل التوازن النيوتوني في الفيزياء - حيث تحدّد الأسعار والكميات بالتوازن بين العرض والطلب. من أعظم إنجازات علم الاقتصاد الحديث استخدام ذلك النموذج لتقييم كفاءة اقتصاد السوق. في سنة إعلان استقلال أميركا، نشر آدم سميث كتابه الشهير "ثروة الأمم" الذي رأى فيه أن السعي وراء المصلحة الشخصية يؤدي إلى الرفاه العام للمجتمع. وبعد مئة وخمس وسبعين سنة، شرح كنيث أرو وجيرارد دبرو، باستخدام النموذج الولراسي، ما المطلوب كي تكون رؤية سميث صحيحة<sup>(8)</sup>. فالاقتصاد يتسم بالكفاءة، بمعنى أنه لا يمكن أن يحسّن أحد أحواله من دون أن تسوء أحوال شخص آخر، في ظل شروط تقييدية جداً<sup>(9)</sup>. على الأسواق أن تكون أكثر من تنافسية فحسب: يجب أن يكون هناك أسواق تأمين (يمكن شراء تأمين ضدّ كل خطر يمكن تصوّره)، ويجب أن تكون أسواق رأس المال كاملة (تستطيع اقتراض قدر ما تريد للمدة التي تريدها بمعدلات فائدة تنافسية وقابلة للتعديل وفقاً للمخاطر)، وعدم وجود عوامل خارجية أو سلع عامة. وقد أشير إلى الظروف التي فشلت فيها الأسواق في إعطاء نتائج تتسم بالكفاءة بأنها **إخفاقات السوق**.

كما يحدث في العلوم في الغالب، أوحى عملهما بإجراء أبحاث كثيرة. كانت الشروط التي أظهرها بموجبها أن الاقتصاد يتسم بالكفاءة شديدة التقييد بحيث لا تشكّك في أهمية الرأي القائل بأن الأسواق تتسم بالكفاءة. بعض الإخفاقات، على أهميتها، تتطلب تدخلاً حكومياً محدوداً فقط. صحيح أن السوق بحدّ ذاتها يمكن أن تؤدي إلى عامل خارجي مثل التلوّث الشديد، لكن في وسع الحكومة تقييد التلوّث بفرض رسم على الشركات التي تصدر التلوّث. ومع ذلك تستطيع الأسواق حل معظم المشاكل الاقتصادية للمجتمع.

بعض إخفاقات السوق، مثل أسواق المخاطر غير النموذجية - لا يستطيع

الأفراد شراء تأمين ضدّ العديد من المخاطر الشديدة الأهمية التي يواجهونها - تطرح مشاكل أكثر صعوبة. وقد تساءل علماء الاقتصاد إذا كانت الأسواق لا تزال تتسم بالكفاءة من بعض النواحي حتى بوجود أسواق المخاطر غير النموجية.

غالباً ما تكون بعض الافتراضات في العلوم شديدة الرسوخ في التفكير بحيث لا يدرك أحد أنها مجرد افتراضات. عندما أدرج دبرو الافتراضات التي أثبت بموجبها أن السوق تتسم بالكفاءة، لم يذكر الافتراض الضمني بأن لدى الجميع معلومات كاملة. كما أنه افترض أن السلع أو البضائع منتظمة، سواء أكانت بيوتاً أو سيارات أم نوعاً من المثلّ الأفلاطونية<sup>(10)</sup>. لكن العالم كما نعلم أكثر فوضوية. فالبيت أو السيارة يختلف عن الآخر بطرق شديدة التعقيد. وعلى نحو ذلك، تعامل دبرو مع العمالة مثل أي سلعة أخرى. جميع العمال غير الماهرين متماثلون على سبيل المثال.

افتترض علماء الاقتصاد أن المعلومات كاملة مع أنهم أدركوا أنها ليست كذلك. وأمل المنظرّون أن يكون العالم من دون معلومات كاملة مماثلاً للعالم بمعلومات كاملة - على الأقل ما دام نقص المعلومات غير كبير. لكن ذلك ليس سوى أمل. ثم ماذا يعني ذلك إذا كان نقص المعلومات كبيراً؟ لم يكن لدى علماء الاقتصاد طريقة دقيقة للتفكير بشأن نقائص المعلومات. وكان من الواضح أن العالم يزخر بنقص المعلومات. فهذا العامل يختلف عن ذاك وهذا المنتج مختلف عن الآخر، لذا أنفقت موارد كبيرة لمعرفة أي العمال أو المنتجات أفضل من الآخرين. وتردّت شركات التأمين في تأمين بعض من يريدون التأمين لأنها ليست واثقة من المخاطر، كما تردّد المقرضون في إقراض النقود لمن يحتاج إليها لأنهم غير واثقين من إعادة تسديدها.

من الحجج المؤيِّدة لاقتصاد السوق الحافز الذي تقدّمه للابتكار. مع ذلك افترض أرو ودبرو أنه لا يوجد ابتكار. إذا كان هناك تقدّم تكنولوجي، فإن سرعته لن تتأثّر بأي قرار يتخذ داخل الاقتصاد. لا شك أن هذين الاقتصاديين يعرفان أن الابتكار مهم. لكن مثلما واجه جهازهما التقني صعوبة في التعامل مع

المعلومات الناقصة، فإنه واجه صعوبة في التعامل مع الابتكار. لم يكن في وسع دعاة السوق سوى أن يأملوا في أن تبقى الاستنتاجات التي توصلوا إليها صالحة في عالم يسوده الابتكار. لكن افتراضات النموذج تعني أنه لا يستطيع معالجة أسئلة رئيسية مثل هل خصّصت السوق موارد كافية للابتكار أو هل وجّهت نفقات الابتكار في الاتجاه الصحيح.

أعلنت الأجوبة صراحة عن السؤال بشأن عمومية نتائج النموذج الولراسي - هل هي حساسة لافتراضات المعلومات الكاملة، والأسواق ذات المخاطر المعينة، وعدم الابتكار، وما إلى هنالك - في سلسلة من الأبحاث التي كتبتها مع العديد من المؤلفين، ومنهم زميلي في جامعة كولومبيا بروس غرينولد<sup>(11)</sup>. وقد أظهرنا أن أرو ودبرو وضعوا مجموعة الشروط المفردة التي تتسم الأسواق في ظلها بالكفاءة. عندما لا تلبّى هذه الشروط، يحدث دائماً بعض التداخلات الحكومية تجعل الجميع أفضل حالاً. وكشف عملنا أيضاً أن نقائص المعلومات الصغيرة أيضاً (وبخاصة عدم تماثل المعلومات - حيث يعرف أحدهم معلومات لا يعرفها الآخرون) يحدث تغييراً كبيراً في طبيعة توازن السوق. في الأسواق الكاملة (بما في ذلك المعلومات الكاملة)، تكون العمالة كاملة دائماً؛ وعندما تكون المعلومات ناقصة يمكن أن توجد البطالة<sup>(12)</sup>. وعلى نحو ذلك، مع أن من الصحيح أن المنافسة يمكن أن تقدّم حافزاً للابتكار، فإن من غير الصحيح أن الأسواق تتسم بالكفاءة في تحديد مقدار الإنفاق المثالي أو أفضل طريق للبحث.

## الردّ

كشفت هذه النتائج الجديدة أنه ليس هناك أساس علمي للافتراض بأن الأسواق تتسم بالكفاءة. الأسواق تقدّم الحوافز، لكن إخفاقات الأسواق متفشية، وثمة اختلافات راسخة بين العوائد الاجتماعية والفردية. كانت المشاكل في بعض القطاعات - مثل الرعاية الصحية والتأمين والخدمات المالية - أكبر من المشاكل في قطاعات أخرى، ومن الطبيعي أن ينصبّ اهتمام الحكومة على هذه القطاعات. واجهت الحكومة نقصاً في المعلومات بطبيعة الحال. في بعض الأحيان

حصلت على معلومات لم تحصل عليها السوق، لكن الأهم أن لديها أهدافاً وأدوات مختلفة. ففي وسع الحكومة مثلاً أن تثني عن التدخين حتى إذا كانت صناعة السجائر مربحة، لأنها أدركت أن هناك تكاليف اجتماعية أخرى (مثل تزايد تكاليف الرعاية الصحية) لا تتحملها شركات السجائر. ويمكنها القيام بذلك بالرقابة على الإعلان وفرض الضرائب.

لم يتلقَ الاقتصاديون الأكاديميون في اليمين هذه النتائج الجديدة بحماسة. في البداية حاولوا البحث عن افتراضات خفية، أو أخطاء في الرياضيات، أو صيغ بديلة. من السهل حدوث مثل هذا النوع من "الأخطاء في التحليل" - مثلما أظهر عمل سابق يحلّل كفاءة اقتصاد السوق. لكن فشلت جميع محاولات الدحض، وبعد ربع قرن على نشر عملنا ما تزال النتائج صامدة.

كان أمام علماء الاقتصاد المحافظون خياران. بإمكانهم القول إن القضايا التي أثرتها، مثل تلك المرتبطة بنقائص المعلومات، ليست سوى تفاصيل نظرية صغيرة. لجؤوا إلى المقولة القديمة بأن الأسواق تتسم بالكفاءة عندما تكون المعلومات كاملة (وكل الافتراضات الأخرى)، وأكدوا أن العالم الذي تكون فيه نقائص المعلومات محدودة يتسم بناء على ذلك بكفاءة شبه كاملة. تجاهلوا التحليلات التي بينت أن عدم تماثل المعلومات الصغير يمكن أن يحدث تأثيراً كبيراً أيضاً. وتجاهلوا ببساطة الأوجه العديدة للاقتصاد الحقيقي - بما في ذلك تكرر حدوث بطالة هائلة. وبدلاً من ذلك ركّزوا على قليل من الوقائع المتسقة في نماذجهم. ومع ذلك لم يتمكنوا من إثبات أن السوق تتسم بالكفاءة إلى حدٍّ كبير. كان ذلك موقفاً لاهوتياً، وسرعان ما اتضح أنه ما من دليل أو بحث نظري يمكن أن يدفعهم إلى الترحيح عنه.

النهج الآخر تنازل عن علم الاقتصاد وانتقل إلى السياسة: نعم الأسواق لا تتسم بالكفاءة، لكن الحكومة أسوأ. وذلك نهج فكري غريب، فجأة تحوّل علماء الاقتصاد إلى علماء سياسة. لقد كانت نماذجهم الاقتصادية وتحليلاتهم معيبة، ولم يتبيّن أن نماذجهم وتحليلاتهم السياسية أفضل حالاً. ففي جميع البلدان الناجحة، ومنها الولايات المتحدة، أدّت الحكومة دوراً رئيسياً في ذلك النجاح. وفي

الفصول السابقة تناولت بعض هذه الأدوار - في الرقابة على المصارف، والسيطرة على التلوث، وفي تأمين التعليم، وحتى في الأبحاث.

أدت الحكومة دوراً كبيراً لا سيما في الاقتصادات الناجحة جداً في شرق آسيا. وسجلت ارتفاعات غير مسبقة في الدخل الفردي هناك في العقود الثلاثة أو الأربعة الأخيرة. وأدت الحكومة في معظم هذه البلدان دوراً ناشطاً في تعزيز التنمية من خلال آليات السوق. نمت الصين بمعدل وسطي مقداره 9.7 بالمئة سنوياً منذ أكثر من ثلاثين عاماً ونجحت في انتشار مئات الملايين من الفقر. وكانت اندفاعة النمو بقيادة الحكومة قد سبقتها في اليابان، لكن سنغافورة وكوريا وماليزيا والعديد من البلدان الأخرى تبعتها وانتهجت الاستراتيجية اليابانية بعد تعديلها وتضاعف فيها الدخل الفردي ثمانية مرات في ربع قرن.

الحكومات غير معصومة عن الخطأ بطبيعة الحال، على نحو الأسواق والبشر. لكن النجاح فاق الفشل بكثير في شرق آسيا وأمكنة أخرى. فتعزيز الأداء الاقتصادي يتطلب تحسين الأسواق والحكومة على السواء. ولا أساس للمقولة بأن على الحكومات ألا تتدخل في الأسواق عند فشلها لأنها تفشل في بعض الأحيان - كما لا أساس للمقولة المناقضة، أي يجب التخلي عن الأسواق لأنها تفشل في بعض الأحيان.

### فشل النموذج الكلاسيكي المحدث

يدعى نموذج الأسواق الكاملة في بعض الأحيان باسم النموذج الكلاسيكي المحدث<sup>(13)</sup>. يفترض أن يكون علم الاقتصاد علماً يؤشر إلى ما سيقع، مع ذلك فإن العديد من توقعات علم الاقتصاد الكلاسيكي المحدث يمكن رفضها بسهولة. وأكثر وضوحاً أنه لا توجد بطلالة<sup>(14)</sup>. فمثلاً يقتضي توازن السوق أن يتساوى الطلب على التفاح مع عرضه، كذلك (في هذه النظرية) الطلب على العمالة يساوي عرضها. وأي انحراف عن التوازن قصير الأمد في النموذج الكلاسيكي المحدث - قصير جداً بحيث لا يستحق أن تفعل الموارد الحكومية أي شيء حياله. وصدقوا أو لا تصدقوا أن هناك علماء اقتصاد في التيار السائد

- بمن فيهم واحد على الأقل حائز على جائزة نوبل في علم الاقتصاد - يعتقدون أن الأزمة الراهنة ليست شأناً كبيراً. فقلة من الأشخاص يستمتعون الآن بوقت فراغ أطول قليلاً مما يتمتعون به عادة.

هذا ليس الاستنتاج الغريب الوحيد لعلم الاقتصاد الكلاسيكي المحدث. فسدنته يحاجون أيضاً أن ليس هناك تقييد للائتمان - بإمكان أي شخص اقتراض ما يريد، لكن بمعدل فائدة يعكس بصورة ملائمة خطر التخلف عن السداد. وهؤلاء يرون أن أزمة السيولة التي وقعت في 15 أيلول/سبتمبر ليست سوى وهم من نسج خيال أحدهم<sup>(15)</sup>.

ثمة مثال ثالث على ابتعاد علماء اقتصاد التيار السائد عن الواقع يتعلّق بالهيكل المالي للشركات: لا يهم إذا مولّت شركة ما نفسها بالدين أو بأسهم الملكية. وذلك من المساهمات الرئيسية لفرانكو موديلاني ومرتون ميلر، اللذين فازا بجائزة نوبل في علم الاقتصاد في سنتي 1985 و1990 على التوالي<sup>(16)</sup>. هناك شيء من الحقيقة في هذه الفكرة، على غرار كثير من الأفكار الكلاسيكية المحدثّة - ويمكن أن يتعلّم المرء الكثير بمتابعة هذا المنطق. يرى هذان العالمان أن قيمة الشركة تتوقّف فقط على قيمة العوائد التي تحقّقها، ولا يهم كثيراً إذا حقّق المرء هذه العوائد كدين (يعطي دفعات ثابتة بصرف النظر عن مستوى الأرباح) يذهب المتبقي منه إلى أسهم الملكية، أو كأسهم ملكية في الغالب. وذلك يشبه التفكير في قيمة مكّيال من الحليب باعتبارها قيمة الحليب المنزوع الدسم وقيمة القشطة. وقد تجاهل موديلاني وميلر احتمال الإفلاس والتكاليف المرتبطة به - وأنه كلما اقترضت الشركة أكثر ارتفع احتمال الإفلاس. وتجاهلا أيضاً المعلومات التي يمكن أن ينقلها قرار المالك ببيع أسهمه: فلهفة المالك على بيع أسهمه بسعر منخفض جداً تنبئ بشيء عن السوق وعن آرائه في التوقّعات المستقبلية للشركة.

هناك جانب مهم رابع من جوانب علم الاقتصادي الكلاسيكي المحدث الذي أظهرت الأزمة الراهنة عدم صحته وهو تفسيره لما يحدّد المداخليل وانعدام المساواة. كيف نفسّر الأجور النسبية للعمال المهرة وغير المهرة أو أجور



المديرين التنفيذيين للشركات؟ تقدّم النظرية الكلاسيكية المحدثّة تفسيراً لتبرير عدم المساواة بالقول إن كل عامل يدفع له وفقاً لإسهامه الحدي في المجتمع. الموارد شحيحة، ويجب رفع سعر الموارد الشديدة الندرة لضمان استخدامها بشكل جيد. ووفقاً لهذا الرأي فإن التدخّل في أجور المديرين التنفيذيين يعني التدخّل في كفاءة السوق. وقد تزايدت الشكوك في ربع القرن الماضي بشأن قدرة هذه النظرية على تفسير الارتفاع الهائل لمكافآت المديرين التنفيذيين، إذ ارتفعت أجور المديرين الكبار من نحو أربعين ضعف متوسط أجور العمال قبل ثلاثين عاماً إلى مئات أو آلاف الأضعاف<sup>(17)</sup>. لم يصبح كبار المديرين التنفيذيين أكثر إنتاجية فجأة، ولم يصبحوا أكثر ندرة فجأة. وليس هناك أي دليل على أن من يتولّى الموقع الأول أكثر مهارة بكثير ممن يتولى الموقع الثاني. ولم تستطع النظرية الكلاسيكية المحدثّة أن تفسّر لماذا في هذا العالم المعلوم تزيد التباينات في المكافآت في الولايات المتحدة كثيراً عما في سواها، مع أن تقنيات مماثلة توجد في بلدان أخرى. وقد ازدادت الشكوك في النظرية بعدما بقيت مكافآت المديرين التنفيذيين قوية حتى بوجود أدلة قوية على إسهاماتهم السلبية القوية في الشركات التي يخدمونها والمجتمع بصورة أوسع. لقد طرحت آنفاً تفسيراً بديلاً: المشاكل في حوكمة الشركات تعني عدم وجود علاقة وثيقة بين الأجر والمساهمة الاجتماعية "الحدية". وإذا صحّ ذلك فسيكون له عواقب شديدة على السياسات التي تحاول التوصل إلى توزيع أفضل للدخل.

المثال الأخير هو عدم وجود شيء يدعى تمييزاً بموجب النظرية الكلاسيكية المحدثّة<sup>(18)</sup>. والمقولة النظرية بسيطة: لو كان هناك تمييز، وكان هناك من لا يمارس التمييز في المجتمع، فسيستخدمون أشخاصاً من الفئة التي يستهدفها التمييز بسبب تدني أجورهم. وسيدفع ذلك إلى ارتفاع الأجور بحيث تزول الاختلافات بين الفئات العرقية.

أنا من غاري، في ولاية إنديانا، وهي بلدة تصنع الفولاذ وتقع على الشواطئ الجنوبية لبحيرة متشغن. عندما كبرت، شاهدت البطالة المستمرة التي ارتفعت كثيراً فيما يواجه الاقتصاد تراجعاً بعد الآخر. وعلمت أن أهل بلدتنا

يواجهون أوقاتاً عصيبة، ولم يكن في وسعهم التوجّه إلى المصرف للحصول على النقود وسدّ احتياجاتهم. وشاهدت التمييز العرقي. وعندما بدأت بدراسة الاقتصاد، لم يكن أي من هذه الاستنتاجات التي توصّلت إليها النظرية الكلاسيكية المحدثّة يبدو لي منطقياً. وقد دفعني ذلك إلى البحث عن بدائل. وكنت أبحث مع زملائي الطلاب في الدراسات العليا لتحديد ما هي الفرضية الحاسمة في علم الاقتصاد الكلاسيكي (المحدث) - أي المسؤولة عن الاستنتاجات "غير المعقولة" للنظرية<sup>(19)</sup>.

كان من الواضح مثلاً أن الأسواق بعيدة جداً عن التنافسية الكاملة<sup>(20)</sup>. ففي السوق التنافسية الكاملة، تستطيع الشركة التي تخفّض أسعارها ولو قليلاً الاستحواذ على السوق بأكمله. ولن يواجه البلد الصغير البطالة البتّة، إذ يستطيع عن طريق خفض سعر عملته أن يبيع قدر ما يشاء من البضائع التي ينتجها. لقد كان افتراض التنافس الكامل حاسماً، لكن بدا لي أن تأثيره الرئيسي في بلد كبير مثل الولايات المتحدة يتمثّل في توزيع الدخل. من يحتكرون القدرة يستطيعون الحصول على المزيد من دخل البلد - وربما يتضاءل دخل البلد نتيجة لممارسة قوتهم في السوق. لكن ليس هناك سبب للاعتقاد بأن الاقتصاد الذي تكثّر فيه الاحتكارات يتميّز بالبطالة أو التمييز العرقي أو تقييد الائتمان.

عندما شرعت في الأبحاث كطالب شاب في الدراسات العليا، بدا لي أن هناك افتراضين حاسمين، ما يتعلّق بالمعلومات وما يتعلّق بالإنسان نفسه. فعلم الاقتصاد علم اجتماعي يعني بكيفية تفاعل الأفراد بعضهم مع بعض لإنتاج السلع والخدمات. وللإجابة عن كيفية تفاعلهم، على المرء أن يصف سلوكهم بشكل عام. هل هم "عقلانيون"؟ الاعتقاد بالعقلانية شديد الرسوخ في علم الاقتصاد. لكن فحص الذات - وتفحص نظرائي - أقنعني بأن ذلك هراء. وسرعان ما أدركت أن نظرائي ملتزمون التزاماً غير عقلاني بفرضية العقلانية، ولم تكن زعزعة إيمانهم أمراً يسيراً. لذا اتبعت الطريق السهل: سلّمت بفرضية العقلانية لكنني أظهرت أن إدخال تغييرات طفيفة على المعلومات تحدث تغييراً تاماً في كل نتيجة. يستطيع المرء أن يستنبط بسهولة نظريات تبدو منسجمة جداً مع

الواقع - بما في ذلك النظريات الجديدة للبطالة، وتقييد الائتمان، والتمييز - ومن السهل إدراك الأهمية الكبيرة التي يتمتع بها الهيكل للشركات (سواء اختارت الشركات تمويل نفسها عن طريق الاقتراض أو إصدار الأسهم).

### الإنسان الاقتصادي(\*)

لا يرغب معظمنا في الاعتقاد بأننا نتوافق مع رؤية الإنسان الذي تقوم عليه النماذج الاقتصادية السائدة، أي الفرد الذكي، والعقلاني، ويخدم نفسه، ويهتم بمصلحته. ليس هناك مجال للتعاطف مع الآخرين أو الروح العامة أو الإيثار. ومن الجوانب المثيرة للاهتمام في علم الاقتصاد أن النموذج يقدم وصفاً أفضل لعلماء الاقتصاد مما يقدمه للآخرين، وكلما درس الطلاب علم الاقتصاد مدة أطول، ازداد شبههم بالنموذج<sup>(21)</sup>.

إن ما يعنيه علماء الاقتصاد بالعقلانية لا يتوافق تماماً مع ما يعنيه معظم الناس. ولعل من الأفضل وصف ما يعنيه علماء الاقتصاد بالاتساق. إذا كان الفرد يفضل المثاجات بنكهة الشوكولا على نكهة الفانيليا، فإنه سيتخذ القرار نفسه كلما أتيح له الاختيار بالسعر نفسه. وتشمل العقلانية أيضاً الاتساق في الخيارات الأكثر تعقيداً: إذا كان المرء يفضل الشوكولا على الفانيليا والفانيليا على الفراولة، ثم خيّر بين الشوكولا والفراولة، فسيختار الشوكولا دائماً.

هناك أوجه أخرى لهذه "العقلانية". أحدها المبدأ الأساسي الذي نكرته في الفصل الخامس، ما فات مات. يجب أن ينظر الأفراد إلى الأمام دائماً. ويظهر مثال قياسي أن معظم الأفراد غير عقلانيين بهذا المعنى. لنفترض أنك تحبّ مشاهدات مباريات كرة القدم، لكنك تكره الابتلال أكثر من حبك لمشاهدتها. إذا أعطاك أحدهم بطاقة مجانية لحضور مباراة كرة قدم تحت المطر، فسترفض العرض. لكن لنفترض الآن أنك دفعت 100 دولار ثمناً لتلك البطاقة. ستجد أن من الصعب عليك تبديد 100 دولار، على غرار معظم

(\*) Homo economicus بالإنكليزية، والعبارة منسوجة على غرار "الإنسان المنتصب" Homo erectus - [المترجم].

الأشخاص. وستذهب إلى المباراة، حتى إذا كان البلبل يزعجك. وسيقول عالم الاقتصاد إنك غير عقلائي.

لقد دفع علماء الاقتصاد للأسف نموذجهم للعقلانية خارج نطاقه الملائم. أنت تعلم ما تحبه - ما يمنحك المتعة - بتكرار التجربة. وتجرب أنواعاً مختلفة من المثالجات أو أنواعاً مختلفة من الخس. لكن علماء الاقتصاد حاولوا استخدام النموذج نفسه لتفسير القرارات بمرور الزمن، مثل الاختار للتقاعد. لكن يجب أن يتضح أنه ما من سبيل لمعرفة إذا كان عليك أن تدخر أكثر أو أقل إلا بعد فوات الأوان، وعندئذ لا يمكنك التعلّم من تجربتك. وربما تقول في نهاية حياتك، وددت لو أنني اتخذت أكثر - لقد كانت السنوات القليلة الأخيرة مؤلمة حقاً، ليتني تخلّيت عن إحدى إجازاتي السابقة على الشاطئ ليتسنى لي إنفاق المزيد اليوم. أو يمكن أن تقول، وددت لو كانت مدّخراتي أقل، لكنك تمتعت بالمال كثيراً وأنا في شبابي. وفي كلا الحالتين لا يمكنك العودة إلى الوراء لتعيش حياتك ثانية. ولن يكون لما تعلّمته أي قيمة. ولن يكون لذلك قيمة حتى لأبنائك وأحفادك لأن الإطار الاقتصادي والاجتماعي الذي سيسود في المستقبل سيكون مختلفاً جداً عن ذلك القائم اليوم. وبناء على ذلك، ليس من الواضح ماذا يعني علماء الاقتصاد عندما يحاولون توسيع نموذج العقلانية الذي ينطبق على الاختيار من بين نكهات المثالجات ليشمل القرارات الكبيرة في الحياة، مثل حجم المدّخرات أو كيف ستستثمر ما تدّخره للتقاعد.

كما أن العقلانية بالنسبة إلى عالم الاقتصاد لا تعني أن الأفراد يتصرفون على العموم بطرق أكثر اتساقاً مع ما يسعددهم. الأميركيون يتحدثون كثيراً عن الكدّ من أجل أسرهم - لكن بعضهم يكدّ كثيراً بحيث لا يتوفّر لديه وقت ليمضيه معهم. لقد درس علماء النفس السعادة وتبيّن أن كثيراً من خيارات الأفراد، وكثيراً من التغييرات التي تجرى على هيكل الاقتصاد لا تعزّز السعادة<sup>(22)</sup>. الاتصال بالآخرين والترابط معهم مهم للشعور بالسعادة، ومع ذلك فإن كثيراً من التغيّرات التي طرأت على المجتمع أضعفت الإحساس بالترابط - وهو ما عبّر عنه جيداً كتاب روبرت بّتمان الكلاسيكي "وحيداً في لعب البولنغ"<sup>(23)</sup> *Bowling Alone*.

لم يكن لعلماء الاقتصاد تقليدياً صوت مسموع بشأن الصلات بين ما يريد أن يفعله الأفراد وما يثير السعادة أو الإحساس بالرخاء، لذا ركّزوا على مسألة الاتساق الأقل اتساعاً<sup>(24)</sup>. وبَيّنت الأبحاث في ربع القرن الأخير أن الأفراد يتصرفون باتساق - لكن بطرق تختلف كثيراً عن تلك التي يتوقعها نموذج العقلانية القياسي. وهي بهذا المعنى غير عقلانية على نحو متوقع<sup>(25)</sup>. النظريات القياسية، على سبيل المثال، تفيد بأن على الأفراد "العقلانيين" أن يأخذوا في الحسبان الأجور والمداحيل الحقيقية فقط، بعد تعديلها وفقاً للتضخم. إذا هبطت الأجور 5 بالمئة وتراجعت الأسعار 5 بالمئة أيضاً، فإنهم لا يتأثرون. لكن ثمة أدلة كثيرة على أن العمال لا يحبّون أن تنخفض أجورهم. وسينظر إلى صاحب العمل الذي يخفّض الأجور بالترافق مع هبوط الأسعار نظرة سلبية تفوق كثيراً النظرة السلبية إلى صاحب عمل يرفع الأجر بنسبة 1 بالمئة عندما ترتفع الأسعار بنسبة 5 بالمئة - مع أن انخفاض الأجر الحقيقي في الحالة الأولى أقل من انخفاضه في الثانية.

يظهر كثير من مالكي البيوت الذين يحاولون بيع منازلهم لاعقلانية مماثلة. فهم لا يبيعون بيتهم إلا إذا حصلوا على ما دفعوه في مقابله. لنفترض أنهم اشتروا البيت مقابل 100,000 دولار، وسعره الآن في السوق 90,000 دولار. غير أن التضخم يرفع جميع الأسعار بمعدل 5 بالمئة سنوياً. ينتظر من مالكي البيوت أن ينتظروا سنتين - ويضيقون على أنفسهم كثيراً في هذه الفترة - إلى أن يصل سعر البيت إلى 100,000 دولار - مع أنهم لا يحصلون على الأفضل بالأسعار الحقيقية من خلال الانتظار.

في الفصول السابقة، أشرت إلى أمثلة على السلوك شبه الانفصامي في الأسواق المالية. فقد ادّعى المصرفيون أنهم لم يصفّوا مراكزهم في مبادلات الإعسار الائتماني إذ لم يكن هناك خطر من أن يفلس الطرف الآخر - ومع ذلك فإن المبادلات نفسها رهان على أن العديد من الأطراف الأخرى ستفلس. اعتقد المقترضون والمقرضون ومصدرو الأوراق المالية أيضاً أن أسعار المنازل سترتفع على الدوام، على الرغم من أن الأجور الحقيقية تتراجع وأن تقديرات

معدّلات التخلف عن السداد في المستقبل تستند إلى بيانات تاريخية كشفت عن انخفاض معدّلات التخلف عن السداد، كما لو أن معايير تعهّد الاكتتاب التي خفّضت مؤخراً لم تحدث أي تأثير يذكر<sup>(26)</sup>.

افترضت النماذج السائدة في علم الاقتصاد أن الأفراد ليسوا عقلانيين فحسب وإنما عقلانيون جداً - يمكنهم استخدام الإحصاءات المعقّدة، والاستفادة من جميع البيانات السابقة، للتوصّل إلى أفضل التوقّعات الممكنة بشأن المستقبل. والمفارقة أن الاقتصاديين أنفسهم الذين اعتقدوا أن الآخرين يستطيعون القيام بمثل هذه التوقّعات لم يحسنوا هذا العمل. فلم يروا الفقّاعة في أثناء تشكّلها، بل إنهم فشلوا حتى بعد انفجارها في رؤية ماذا يخبئ الاقتصاد. فأهملوا لاعقلانياً بيانات رئيسية وأبوا التزاماً لاعقلانياً بأن الأسواق عقلانية، وأن لا وجود لأشياء مثل الفقّاعات، وأن الأسواق تتسم بالكفاءة وتصحّح نفسها بنفسها.

تقدّم الفقّاعات نفسها فرصة كبيرة لاستيعاب النظرية الاقتصادية والسلوك. ويفترض النموذج القياسي أنه لا توجد أسواق للعقود الآجلة فحسب (أسواق يمكنك أن تشتري أو تباع فيها الذرة مثلاً اليوم لتسليمه في الغد)، وإنما توجد مثل هذه الأسواق لكل شيء: لا يستطيع المرء البيع والشراء والتسليم في الغد فحسب، وإنما بعد غد أيضاً، واليوم الذي يليه، إلى ما لا نهاية. ويفترض النموذج القياسي أيضاً أن في وسع المرء شراء تأمين ضدّ جميع المخاطر التي يمكن إدراكها. ولهذه الافتراضات غير الواقعية عواقب شديدة. إذا كان هناك أسواق لجميع السلع وجميع المخاطر الممتدة إلى ما لا نهاية في المستقبل وتشمل جميع المخاطر، فمن غير المرجّح أن تحدث الفقّاعات. ولاشتري مالكو البيوت تأميناً ضدّ انهيار الأسعار. ومن المرجّح أن يبلغهم قسط التأمين المرتفع الذي يجب أن يدفعوه - إذا كانوا هم والأسواق عقلانيين - أن السوق غير واثقة من أن الأسعار ستواصل الارتفاع بصرف النظر عما يقوله وكيل العقارات الحقيقي<sup>(27)</sup>.

غير أن الفقّاعات ليست مجرد ظاهرة اقتصادية عادة، فهي ظاهرة اجتماعية. وعلماء الاقتصاد يبدوون بافتراض أن التفضيلات (ما يحبّه الأفراد أو

يكرهونه) معطاة، لكننا نعرف أن ذلك غير صحيح. فليس هناك اختلاف وراثي بين الفرنسيين والأميركيين يفسّر اختلاف ما يفضلونه من طعام، وما من اختلاف وراثي يفسّر لماذا يستمتع الأوروبيون بقضاء مزيد من الوقت للتسلية في حين يمضي الأميركيون مزيداً من الوقت في العمل، وما من اختلاف وراثي بين من كانوا يستمتعون في الستينيات (1960يات) بالهولا هوب ومن لا يستمتعون بها اليوم.

تتأثر معتقداتنا بشأن العالم أيضاً بمعتقدات الآخرين من حولنا. إن معتقدات أعضاء النقابات واعتقادات أقطاب وول ستريت تختلف اختلافاً ملحوظاً في العديد من الموضوعات. ينبع بعض هذه المعتقدات من اختلاف المصالح: لدينا على العموم اعتقادات تؤدي إلى سياسات تدعم رخاءنا. لكن وجهات النظر تختلف أيضاً لأننا نعيش في مجتمعات مختلفة، ويتقاسم من يعيش في كل منها وجهات النظر. ثار غضب معظم الأميركيين من أن وول ستريت أخذت أموال دافعي الضرائب ودفعت مكافآت كبيرة على الرغم من الخسائر القياسية. غير أن وول ستريت رأت أن هذا الغضب نابع من انتقاد الرئيس أوباما لهذه المكافآت - تضرب على وتر السياسة الشعبية لتأليب الجماهير ضد وول ستريت.

يدرس علماء البيولوجيا سلوك القطعان - طريقة تحرك الحيوانات في اتجاه أو آخر، مع أنه يتجاهل في بعض الأحيان المصلحة الذاتية للأفراد. فيتبع اللاموس أحدها الآخر في السقوط من جرف ما. ويتصرف البشر أحياناً بطرق تبدو مماثلة في الحماقة<sup>(28)</sup>. يصف جارد دايموند في كتابه "الانهيار" *Collapse* كيف اتبع سكان جزيرة إيستر بعضهم بعضاً في قطع الأشجار - مع أن ذلك أدى إلى انهيار حضارتهم في نهاية المطاف<sup>(29)</sup>.

للفقاعات خصائص مماثلة. بعض الأشخاص يتسمون بالحماقة الكافية التي تجعلهم يعتقدون أن أسعار المنازل ستواصل الارتفاع إلى ما لا نهاية. وبعضهم قد يكون لديه شيء من التشكيك - لكن يعتقدون أنهم أنكى من الآخرين لذا سيتمكنون من الخروج من الفقاعة قبل انهيارها. وذلك خطأ بشري بامتياز، على غرار معظم طلابي الذين يعتقدون أنهم في النصف الأفضل من الصف. وعندما

يتحدّث الناس بعضهم إلى بعض، تتأكّد اعتقاداتهم - مثل أن الفقّاعة لن تنفجر عما قريب. وتتأثّر السلطات أيضاً وتنشّط العملية بأكملها: ليس هناك أي فقّاعة بل مجرد شيء تافه، كما أنك لا تستطيع أن تميّز الفقّاعة قبل انفجارها. وهذه الدورة من التوكيدات تزيد من صعوبة إذعان الرافضين.

عندما تنفجر الفقّاعة يقول الجميع، "من يستطيع أن يتنبأ بها؟ كنت في أحد الاجتماعات في دافوس في كانون الثاني/يناير 2008، ومع أن الفقّاعة انفجرت في آب/أغسطس السابق، فإن المتفائلين كانوا لا يزالون يرون أنه لن يكون لذلك مضاعفات كبيرة. وعندما أوضحت أنا واثنان من زملائي الآخرين كيف تطوّرت الفقّاعة وماذا يعني انفجارها، صاح عدد من محافظي المصارف المركزية في الصفّ الأمامي: "لم يتوقّع أحد ذلك". وسرعان ما ردّت المجموعة الصغيرة نفسها التي كانت تتحدّث عن الفقّاعة منذ عدة سنوات. لكن محافظي المصارف المركزية كانوا محقّين نوعاً ما: لم يعترض أحد ممن لديه مصداقية في وسطهم على الرأي السائد، لكن كان هناك تكرار للمعنى بعبارات مختلفة: ما من أحد لديه مصداقية يعارض الرأي السائد. فتشارك الآراء المتماثلة جزء من أن المرء يحوز على القبول اجتماعياً وفكرياً.

### العواقب

هناك كثير من العواقب التي تترتّب على تصرّف الأفراد منهجياً بطريقة غير عقلانية. وتستطيع الشركات الذكية إيجاد فرص مربحة في استغلال اللاعقلانية. أدرك القطاع المالي أن الأفراد لا يقرؤون النصوص المكتوبة بخط صغير في طلبات بطاقات الائتمان. وعندما يحصل الأفراد على بطاقة الائتمان، فسيستخدمونها، وسيحقّق ذلك الاستخدام رسوماً هائلة. وعلى الرغم من الرسوم الكبيرة، فإن معظم المقترضين لن يبحثوا عن بطاقة أفضل، ويرجع ذلك جزئياً إلى أنهم يعتقدون أن أي بطاقة أخرى ستخدعهم بطريقة مماثلة وربما أسوأ. وقد يكونون عقلانيين بهذا المعنى. كما عرف العاملون في قطاع العقارات أن معظم الأشخاص لن يدركوا مجموعة الرسوم وتكاليف المعاملات، وأن سماسرة



العقارات، بل حتى سماسرة القروض المضمونة برهن عقاري، سيكونون موضع "ثقة". وعرفوا أيضاً أن الخداع لن يكتشف إلا بعد مرور فترة طويلة على إنجاز القروض. وحتى إذا اكتشف، لن يكون هناك سوى قليل من العواقب، وعلى أي حال، كانت الأموال جيدة فيما الأمور على ما يرام.

يمكن أن تثير هذه اللاعقلانية المنهجية تقلبات اقتصادية كلية أيضاً. وتؤدي الحيوية غير العقلانية إلى الفقاعات والازدهار، فيما يقود التشاؤم غير العقلاني إلى التراجع الاقتصادي. في فترة الحيوية غير العقلانية، يبخس الأفراد تقدير المخاطر. لقد فعلوا ذلك في الماضي، وسيفعلونه في المستقبل على الأرجح عندما تخبر نكريات هذه الأزمة. عندما تبدأ الأسعار في الارتفاع، يقترض الناس مقابل ضمانات، ما دامت المصارف تتيح لهم ذلك، ويمكن أن يمدّ ذلك فقاعة ائتمانية بالوقود. ونظراً لأن المشاكل متوقعة، تستطيع الحكومة اتخاذ إجراءات للمساعدة في تثبيت استقرار الاقتصاد - من خلال السياسة النقدية والسياسة الرقابية<sup>(30)</sup>.

للحكومة دور مهمّ تؤدّيه: ليس عليها أن تمنع استغلال لاعقلانية الأفراد فحسب، وإنما أن تساعد الأفراد أيضاً في اتخاذ قرارات أفضل. لنأخذ الوضع الذي أشرت إليه سابقاً وهو اتخاذ قرار بمقدار ما يدّخر للتقاعد. من اكتشافات "علم الاقتصاد السلوكي" الحديث، فرع علم الاقتصاد الذي استعرض هذه اللاعقلانيات المنهجية، أن طريقة طرح الأسئلة وتأطيرها يمكن أن تؤثر على خيارات الأفراد. وهكذا، إذا أعطى صاحب عمل عاملاً خياراً من بين ثلاثة معدلات مختلفة للإسهام في التقاعد، لنقل 5 بالمئة، أو 10 بالمئة، أو 15 بالمئة، فإن كيفية تقديم هذه الخيارات يؤثر تأثيراً كبيراً. إذا قال صاحب العمل مثلاً، "سنحسم 10 بالمئة من أجل تقاعدك، ما لم تبلغنا خلاف ذلك. الرجاء التأشير إذا كنت ترغب في 5 بالمئة أو 15 بالمئة"، فسيميل الأفراد لاقتراح صاحب العمل. تسمّى هذه الخيارات افتراضية، والتفكير من خلال الخيارات الافتراضية التي أكثر منطقية للأفراد في ظروف مختلفة وتحديدها وفقاً لذلك، يمكن دفع الأفراد إلى اتخاذ قرارات أفضل في المتوسط<sup>(31)</sup>.

من المهم ألا يكون لدى من يسوقون الأفراد بهذه الطريقة فأساً يسوّنها:

قد يكون لدى صاحب عمل يدير صندوق معاشات خاصاً به حافز على جمع مزيد من الرسوم عن طريق رفع معدل المساهمة. ولأن الشركات أدركت كيف يقوم الأفراد بالاختيار، فليس من المفاجئ أن تحاول الاستفادة من هذه المعرفة.

لم تبدأ الولايات المتحدة استخدام معرفة علم النفس البشري لمنع الإساءات، لكنها بذلت جهوداً منسقة في ربيع سنة 2008 لاستخدام تلك المعرفة لمساعدة البلد في الخروج من ركوده. رأى كينز أن أفضل وصف للمستثمرين يصورهم كأن الروح المعنوية الحيوانية هي التي تدفعهم - "حافز تلقائي إلى الفعل بدلاً من عدم الفعل، وليس نتيجة لمتوسط الفوائد الكمية مضروباً بالاحتمالات الكمية"<sup>(32)</sup>. إذا كان الأمر كذلك، وفي وسع المرء تغيير الروح المعنوية السائدة، فربما يتمكن من إخراج الاقتصاد من حالة اكتئاب عقلي إلى مزاج مفعم بالأمل - وربما إلى إحساس بالسعادة لأننا تجاوزنا الأسوأ. وربما بدافع من ذلك<sup>(33)</sup>، أطلقت إدارة أوباما قبل تنصيبه بشهرين حملة "الطلاقات الخضراء" - أن هناك علامات على التعافي. وكان هناك أساس حقيقي للتفاؤل: ساد شعور في عدة مجالات بأن السقوط الحر بلغ نهايته، كما تباطأ معدل التراجع - يعبر عن ذلك الميالون إلى الرياضيات بأن المشتق الثاني جاء إيجابياً.

طالما شدّد علماء الاقتصاد على الدور المهم للتوقعات في الأعمال: الاعتقادات يمكن أن تؤثر في الواقع. بل إن علماء الاقتصاد وضعوا نماذج في العديد من المجالات ذات التوازنات المتعددة، ولكل منها توقعات ذاتية التحقق. إذا اعتقد المشاركون في السوق أنه ستقع العديد من حالات الإفلاس، فسيتقاضون معدلات فائدة مرتفعة لتعويض خسائرهم. وبارتفاع معدلات الفائدة، يكثر الإفلاس في الواقع. لكن إذا اعتقدوا أن حالات الإفلاس ستكون قليلة، فسيتقاضون معدلات فائدة منخفضة، وستقل حالات الإفلاس في الواقع<sup>(34)</sup>.

هنا كانت الإدارة ومجلس الاحتياطي الفيدرالي يأملان أن تصبح الاعتقادات المتفائلة معدية. إذا اعتقد الناس أن الأمور آخذة في التحسن، فستتحسن في الواقع. لكن يجب أن تستند التوقعات إلى الواقع. هل ستتحسن بالقدر الكافي لإرضاء توقعاتهم واعتقاداتهم؟ إذا لم يكن كذلك، فستكون خيبة الأمل في

الانتظار. ومع خيبة الأمل يزداد الانكماش، ويتعزّز الاعتقاد الأصلي أن البلد دخل في تراجع طويل الأمد. في الحالة الراهنة، كان هناك أسباب وجيهة للقلق. فحتى لو رُمّت المصارف، وشعر الأميركيون بمزيد من التفاؤل بشأن المستقبل، فواقع الحال أن الفقاعة اندثرت - ومعها التفاؤل غير العقلاني الذي حافظ على الاستهلاك قبل سنة 2008<sup>(35)</sup>. ومع انفجار الفقاعة، تكبّدت كثير من الأسر والمصارف خسائر كبيرة. لذا فإنه عندما توقّفت فترة السقوط الحر، وتحقّق نموّ إيجابي (طفيف)، فقد بقيت البطالة مرتفعة، بل ربما تزيد لفترة طويلة من الوقت. ربما يثير علماء الاقتصاد اعتراضاً طفيفاً على المعنى، زاعمين أن الركود ينتهي عندما يصبح النموّ إيجابياً. لكن معظم الأميركيين يعتقدون، كما أسلفت، أن الركود لا ينتهي إلا عند استعادة العمالة الكاملة وبدء ارتفاع الأجور ثانية. لذا لا يمكن المحافظة على بقاء التفاؤل القائم على نهاية السقوط الحر والنهاية التقنية للركود - حتى لو أبلغ الأميركيون تكراراً بأن الأمور أصبحت أفضل. وربما يدفعهم التباين بين آمالهم والواقع إلى مزيد من الاكتئاب. إن رفع المعنويات الحيوانية لا يمكن أن يوصلك إلى أبعد من ذلك. يمكن أن يرفع أسعار الأسهم بصورة مؤقتة، بل ربما يحثّ مؤقتاً على الإنفاق. لكن لا يستطيع المرء الخروج بالكلام من ركود شديد مثل الركود العظيم في سنة 2008.

### معارك علم الاقتصاد الكلي

هناك العديد من الكنائس التي تعنى بالمشاكل الخاصة في كاتدرائية علم اقتصاد التيار السائد. ولكل منها كهنته، بل حتى ملخص تعاليمه. وتنعكس حرب الأفكار التي وصفتها في العديد من المعارك والمناوشات داخل كل من هذه الاختصاصات الفرعية. وفي هذا القسم والأقسام الثلاثة التي تليه، أربعة موضوعات ذات صلة بهذه الكارثة: علم الاقتصاد الكلي، والسياسة النقدية، والمالية، وعلم اقتصاد الابتكار.

يدرس الاقتصاد الكلي حركات المخرجات والعمالة ويسعى إلى فهم سبب تميّز الاقتصادات بالتقلّبات، مع ارتفاعات متقطعة للبطالة وتدني استغلال الطاقات.

تتأثر المعارك في ساحة الأفكار الاقتصادية عادة بالتفاعل الغريب بين تطوّر التفكير داخل الاختصاص والأحداث. وكما رأينا سابقاً، في أعقاب الكساد العظيم ساد إجماع بأن الأسواق لا تصحّح نفسها بنفسها - أو أنها ليست في الإطار الزمني نفسه على الأقل. (لا يهم أن الأسواق قد تعود في نهاية المطاف إلى العمالة الكاملة - في عشر أو عشرين سنة - إذا تركت للعمل من تلقاء نفسها). ويعتبر معظم علماء الاقتصاد أن إمكانية ارتفاع البطالة إلى ما يقرب من 25 بالمئة (في سنة 1933) دليل كافٍ على أن الأسواق لا تتسم بالكفاءة. وفي حين ركّز معظم علماء الاقتصاد في ربع القرن الأخير على نماذج تتسم فيها الأسواق بالاستقرار والكفاءة، فإن هذه الأزمة ستحتّم على ما يؤمل على إعادة التفكير في الافتراضات الأساسية.

وصفت آنفاً كيف هجر علماء الاقتصاد علم الاقتصاد الكينزي عندما ابتعدوا عن البطالة إلى التضخّم والنمو. لكن ثمة أساس مفهومي آخر لهذا التحوّل. فقد ذكرت آنفاً أن علم الاقتصاد الجزئي، الذي يعنى بسلوك الشركات، وعلم الاقتصاد الكلي، الذي يعنى بسلوك الاقتصاد ككل، تطوّرا في السنوات التي تلت كينز إلى اختصاصين فرعيين منفصلين. واستخدم الاثنان نماذج مختلفة وتوصّلا إلى نتائج مختلفة. قالت النماذج "الجزئية" أنه ليس هناك شيء مثل البطالة - لكن البطالة هي واسطة عقد علم الاقتصاد الكلي الكينزي. شدّد الاقتصاد الجزئي على كفاءة الأسواق، فيما شدّد الاقتصاد الكلي على الهدر الهائل للموارد خلال حالات الركود والكساد. وبحلول أواسط الستينيات (1960يات)، أدرك علماء الاقتصاد الجزئي والاقتصاد الكلي أن هذا الانقسام في علم الاقتصاد حالة غير مرضية<sup>(36)</sup>. ورغب كلاهما في تقديم نهج موحد.

رأت إحدى المدارس الفكرية - النافذة في صياغة سياسات إلغاء الرقابة التي أدت دوراً في الأزمة الراهنة - أن نهج التوازن التنافسي في الاقتصاد الجزئي يوفّر الأسس الصحيحة للاقتصاد الكلي. وكان يطلق على هذه المدرسة الفكرية القائمة على النموذج الكلاسيكي المحدث اسم المدرسة "الكلاسيكية الحديثة"، أو "مدرسة شيكاغو"، لأن كبار مفكرّيها درّسوا في جامعة

شيكاغو<sup>(37)</sup>. ونظراً لأنها تعتقد أن الأسواق تتسم بالكفاءة دائماً، فقد أكدت أن ليس على المرء القلق من التقلبات الاقتصادية، مثل الركود الراهن - فهو ليس إلا التكيّف الكفاء للاقتصاد مع الصدمات (مثل التغيرات الحاصلة في التكنولوجيا) القادمة من الخارج. وكان لهذه النهج وصفات سياسات قوية - تدعو إلى تقليص دور الحكومة إلى الحد الأدنى.

وعلى الرغم من أنها أقامت تحليلاتها على النماذج الكلاسيكية المحدثة (الوكراسية)، فإنها أدخلت مزيداً من التبسيط باعتبارها أن جميع الأفراد متماثلون. سمّي ذلك نموذج "الوكيل التمثيلي". لكن إذا كان جميع الأفراد متماثلين، فسينعدم الاقتراض والإقراض - فذلك يعني نقل النقود من الجيب الأيسر إلى الجيب الأيمن. وسينعدم الإفلاس. وفي حين أنني قلت سابقاً إن مشاكل المعلومات الناقصة محورية في فهم علم الاقتصاد الحديث، فلن يكون في نماذج تلك المدرسة عدم تماثل في المعلومات، حيث يعرف شخص ما شيئاً لا يعرفه شخص آخر. وسيعكس أي لاتماثل في المعلومات انفصاماً شديداً لا ينسجم مع افتراضاتها الأخرى للعقلانية الكاملة. ولا تقول نماذجها شيئاً عن المسائل الحاسمة المؤثرة في الأزمة الراهنة: ماذا يعني تقديم تريليون دولار إضافي أو تريليونين إلى المصرفيين؟ فالمصرفيون والعمال هم الأشخاص أنفسهم في هذا النموذج. وهكذا يُفترض غياب نقاشات السياسات الرئيسية. على سبيل المثال، يحول نموذج الوكيل التمثيلي دون أي نقاش للتوزيع. فالآراء بشأن القيم (بما في ذلك الرأي بأن توزيع الدخل غير مهم) مدرجة إلى حدٍّ ما في صياغة تحليلات تلك المدرسة.

يأتي كثير من تحليلات هذه المدرسة (ما يبدو غير معقول) من هذه التبسيطات الشديدة وسواها في نماذجها. وقد أشرت إلى أحدها في الفصل الثالث، وهو أن الإنفاق الحكومي بالعجز لا يحفّز الاقتصاد. والاستنتاج يتأتى من الافتراضات التي تفتقر إلى الواقعية أكثر من الافتراض بأن الأسواق كاملة<sup>(38)</sup>. (أ) يُفترض أن "الوكيل التمثيلي" على علم بأنه ستفرض ضرائب في المستقبل لدفع النفقات لذا يدّخر النقود اليوم لتسديد تلك الضرائب. ويعني ذلك أن تراجع

إنفاق المستهلكين يعادل تماماً زيادة الإنفاق الحكومي. (ب) بالإضافة إلى ذلك، يُفترض أن ليس للإنفاق أي منفعة إيجابية مباشرة. على سبيل المثال، يولد شقّ طريق ما دخلاً اليوم لكنه قد يحثّ أيضاً شركة ما على التوسّع بسبب انخفاض تكلفة إيصال منتجاتها إلى السوق<sup>(39)</sup>. ويرون، في مثال آخر، أن منافع البطالة غير ضرورية، لأن الأفراد لا يتعطّلون عن العمل البتة (يتمتّعون بوقت فراغهم فحسب)، وعلى أي حال فإن في وسعهم دائماً الاقتراض لتسهيل الاستهلاك إذا شاءوا القيام بذلك. والأسوأ من ذلك أن منافع البطالة مضرّة، لأن المشكلة لا تكمن في نقص الوظائف - هناك دائماً وظائف لكل من يرغب فيها - بل في عدم السعي الكافي للبحث عنها، وتأمين البطالة يفاقم "الخطر الأخلاقي".

سلكت المدرسة الفكرية الأخرى، التي يدعو إليها الكينزيون الجدد (ويوجد العديد من مدارسها الفرعية)، طريقاً مختلفاً في محاولة التوفيق بين الاقتصاد الكلي والاقتصاد الجزئي. ففي رأيهم أن المشكلة تكمن في نماذج الاقتصاد الجزئي التبسيطية وفي العديد من الافتراضات غير الواقعية التي أشرت إليها آنفاً في هذا الفصل<sup>(40)</sup>. وكشفت الأبحاث في العقود الثلاثة الماضية أن النموذج الكلاسيكي المحدث - الذي تقوم عليه تحليلات مدرسة شيكاغو - يفتقر إلى المتانة.

الكساد العظيم - وهذا الركود الكبير - وفقاً لهذا الرأي دليل على انعدام كفاءة كبير جداً بحيث لا يمكن أن يخطئه أو يتجاهله أحد. لكن في أوقات أخرى، حدثت كثير من إخفاقات الأسواق التي يصعب كشفها لكنها حقيقية مع ذلك. حالات الركود تشبه رأس جبل جليدي - علامات على مشاكل أعمق بكثير مستترة تحت السطح. وهناك كثير من الأدلة على الحال كذلك في الواقع. ونظراً لأن الضعف الحقيقي في علم الاقتصاد الحديث لا يكمن في علم الاقتصاد الكلي الكينزي بل في علم الاقتصاد الجزئي القياسي، فإن التحدي الذي تواجهه مهنة علم الاقتصاد هو تطوير اقتصاد جزئي متوافق مع سلوك الاقتصاد الكلي.

يفترض بعلم الاقتصاد، كما أشرت آنفاً، أن يكون علماً يقوم على التوقّع. وإذا كان كذلك، فلا بد من منح نهج مدرسة شيكاغو درجة الرسوب: لم تتوقّع

الآزمة (كيف يمكنها ذلك عندما لا يكون هناك أشياء مثل الفقاعات أو البطالة)، ولم يكن لديها الكثير بشأن ما يتوجب عمله عند وقوعها، باستثناء نفي مخاطر عجز موازنات الحكومة. وقد كانت وصفتهم بسيطة: إبقاء الحكومة بعيدة عن الدرب.

لم يسقط هذا التراجع الاقتصادي صدقية المدرسة الكلية المنادية "بكمال الأسواق" فحسب، وإنما أنعشت أيضاً الجدل داخل النُّهج الكينزية الجديدة. هناك مثلاً ضربان من علم الاقتصاد الكينزي الجديد. أحدهما يشترك مع النموذج الكلاسيكي المحدث في معظم افتراضاته - باستثناء مهم واحد. فهي تفترض أن الأجور والأسعار غير مرنة - أي أنها لا تهبط مثلاً عند وجود فائض في عرض العملة (البطالة). ومدلول ذلك واضح: لو كانت الأجور والأسعار أكثر مرونة، لاتسم الاقتصاد بالكفاءة وتصرف وفقاً للنموذج الكلاسيكي المحدث<sup>(41)</sup>. ويشترك هذا الضرب مع مدرسة شيكاغو في اهتمامها بالتضخم، وعدم إيلاء اهتمام كبير للهيكل المالي.

يرى الضرب الآخر، ويمكن القول إنه أكثر انسجاماً مع تفكير كينز نفسه، مشاكل عميقة جداً في السوق. فانخفاض الأجور يفاقم التراجع، لأن المستهلكين سيخفّضون إنفاقهم. ويمكن أن يتسبب الانكماش - أو حتى تباطؤ معدل التضخم عما هو متوقع - في إفلاس الشركات، لأن الإيرادات ستقلّ عن دفعات تسديد الدين. ووفقاً لهذا الرأي، ينشأ جزء من المشكلة في الأسواق المالية مثل عدم ربط عقود الدين بمستوى الأسعار. وينشأ جزء من المشكلة أيضاً من أن الشركات والأسر تجد دافعاً لمزيد من المخاطرة، عندما يمرّ الاقتصاد في فترة من الاستقرار، وبخاصة عبر اقتراض المزيد، وعندما تفعل ذلك يصبح الاقتصاد أكثر هشاشة - وأكثر تعرّضاً للإصابة بصدمة معاكسة. وكما رأينا، عندما ترتفع نسبة المديونية، يمكن أن يؤدي أي انخفاض طفيف في قيم الأصول إلى انهيار جماعي<sup>(42)</sup>.

تتباين وصفات السياسات التي تعرضها المدرستان الكينزيتان الجديدتان المختلفتان تبايناً ملحوظاً. ترى إحداهما أن السياسات التي ترمي إلى المحافظة

على استقرار الأجور جزء من المشكلة؛ وترى الأخرى أنها تساعد على تثبيت استقرار الاقتصاد. وتبدي إحداها قلقاً من الانكماش، فيما تشجّعه الأخرى. وتركز إحداها اهتمامها على الهشاشة المالية - مثل نسبة مديونية المصارف - في حين تتجاهلها الثانية.

في الفترة المؤدية إلى الأزمة الراهنة، كان لمدرسة شيكاغو والمدرسة الكينزية التي تعتقد بعدم مرونة الأجور - الأسعار دور مسيطر في العديد من دوائر السياسات. فقد قال مناصرو مدرسة شيكاغو إنه لا حاجة إلى أن تفعل الحكومة أي شيء، وإنها لو فعلت أي شيء فلن يكون مجدياً على الأرجح - سيبطل القطاع الخاص ما فعلته الحكومة. وإذا كان لتدخل الحكومة أي تأثير، فمن المرجح أن يكون تأثيراً خاطئاً. يمكنهم بطبيعة الحال الإشارة إلى أمثلة عن قيام الحكومة بعمل خاطئ، وإلى حالات عادل فيها القطاع الخاص جزئياً ما فعلته الحكومة، مثلما أن زيادة المدخرات تعادل جزئياً زيادة الإنفاق الحكومي. لكن استنتاجاتهم القوية بأن الحكومة غير فعالة دائماً تستند إلى نماذج معيبة ذات صلة محدودة بالعالم الحقيقي وعديمة الصلة بالأدلة الإحصائية والتجارب التاريخية. في المدرسة الكينزية التي تعتقد بعدم مرونة الأجور - الأسعار، ثمة مجال لدور حكومي أكثر نشاطاً - مع أنه يدعم جدول أعمال محافظ. فالمطلوب مزيد من مرونة الأجور، وإضعاف النقابات، وتدابير أخرى تضعف الحماية التي يتمتع بها العمال. وهي مثال آخر على "إلقاء اللوم على الضحية": العمال يتحملون اللوم على أي بطالة يواجهونها. وفي حين أن حماية الوظائف قطعت مراحل بعيدة، فإن دورها في التسبب بالبطالة كان ضئيلاً على الأغلب - وفي هذه الأزمة، لكن المسائل بالنسبة إليهم كان يمكن أن تزداد سوءاً.

### المعركة على السياسة النقدية

لعل أسوأ النتائج ظهرت عندما التقت مدرسة شيكاغو ومدرسة عدم مرونة الأجور - الأسعار معاً للتأثير في السياسة النقدية، في معركتهما ضد التضخم<sup>(43)</sup>. وكانت النتيجة أن المصارف المركزية ركزت على حالات عدم



الكفاءة الناجمة عندما تخرج الأسعار قليلاً عن الانضباط حتى في أثناء التضخم المعتدل - وتجاهلت تماماً المشاكل الناجمة عندما تصبح الأسواق المالية مفرطة الهشاشة. وكانت الخسائر الناجمة عن الإخفاقات في الأسواق المالية أكبر بألف مرة من تلك التي تنجم حتى عن التضخم، ما دام منخفضاً أو معتدلاً.

محافظو المصارف المركزية ميّالون إلى الأهواء والموضات. كما يميلون إلى أن يكونوا محافظين، ولا يؤمنون في تدخل الحكومة في السوق إلى حدٍّ ما. وثمة شيء غريب في ذلك: فمهمّتهم المركزية هي تحديد أحد أهم الأسعار في الاقتصاد، معدل الفائدة. لذا فإن المسألة لا تتعلق بما إذا كانت الحكومة ستتدخل أم لا، ولكن كيف ومتى. استخدم مريدو ميلتون فريدمان من دعاة النظرية النقدية نماذج تبسيطية لدعم الاندفاعة الإيديولوجية للحدّ من دور الحكومة. وقد قدّمت وصفاً بسيطة (تدعى النظرية النقدية، وأصبحت شائعة في السبعينيات (1970يات) وأوائل الثمانينيات) الدليل: تقييد يدي الحكومة بجعلها تزيد النقد المتداول بمعدل ثابت كل عام. وهكذا عندما تدجّن الحكومة، تستطيع الأسواق تحقيق أعاجيبها.

استندت النظرية النقدية إلى فكرة أن أفضل طريقة للمحافظة على استقرار الأسعار (انخفاض التضخم) هي زيادة مجموع النقد المتداول بمعدل ثابت، يساوي معدل توسّع المخرجات الحقيقية. وعندما أصبحت هذه النظرية شائعة، ازدادت الأدلة المضادة لها. تقوم الفرضية التجريبية الأساسية للنظرية النقدية على أن نسبة النقود إلى الناتج الإجمالي المحلي (تدعى سرعة التداول) ثابتة. لكنها تفاوتت كثيراً في الواقع في الثلاثين سنة الأخيرة، في بعض البلدان على الأقل. وهكذا فشلت النظرية النقدية، ولا تعتمد عليها أي حكومة تقريباً.

أصبح استهداف التضخم رائجاً في أواخر التسعينيات (1990يات). وبموجب هذه السياسة، تختار الحكومة معدلاً للتضخم، 2 بالمئة مثلاً. إذا تجاوز التضخم 2 بالمئة، يرفع المصرف المركزي معدلات الفائدة. وكلّما ازداد تجاوز التضخم للهدف، ازداد ارتفاع معدلات الفائدة. فالتضخم أسوأ الشرور، وواجب المصرف المركزي الرئيسي القضاء على هذا التّنين. يقوم استهداف التضخم

على الاعتقاد بأن السوق إذا أدركت أن المصرف المركزي سيتخذ تدابير قوية ضد التضخم الذي يتجاوز 2 بالمئة مثلاً، فسيقول الدافع لدى النقابات أو سواها إلى المطالبة بزيادة الأجور التي تؤدي إلى أن يتجاوز التضخم ذلك المستوى.

استند التركيز على التضخم إلى أربع مقولات، لا تحظى أي منها بكثير من الدعم التجريبي أو النظري. أولاً، رأى محافظو المصارف المركزية أن للتضخم تأثيراً معاكساً كبيراً على النمو. لكن خلافاً لذلك، لا يبدو أن هناك أي تأثير سلبي ملحوظ، ما دام التضخم منخفضاً أو معتدلاً<sup>(44)</sup> - مع أن المحاولات المفرطة القسوة لكبح التضخم أبطأت النمو بالفعل<sup>(45)</sup>. ثانياً، زعموا أن التضخم مضر جداً بالفقراء. لكن يجب أن تثور شكوك المرء عندما يسمع أن المصرفيين يحملون لواء قضية الفقراء. والواقع أن حملة السندات هم الأشخاص الذين يتكبدون أكثر الخسائر، عندما يرون تآكل القيمة الحقيقية لسنداتهم.. في الولايات المتحدة ومعظم البلدان الأخرى، يرتفع الضمان الاجتماعي (معاشات المسنين التقاعدية) مع التضخم. وعندما يصبح التضخم مستمراً، فإن عقود الأجور تنص على إدخال تعديلات تلقائية تتوافق مع تكاليف المعيشة. لا يعني ذلك أن كثيراً من الفقراء لن يعانون - الضمان الاجتماعي لا يكفي للمحافظة على مستويات معيشة العديد من المتقاعدين، وكثير منهم، وربما معظمهم، لا يستفيدون من السندات المرتبطة بمؤشر التضخم. كما أن هناك فترات من التضخم المرتفع التي عانى فيها الفقراء - لكن ذلك لا يرتبط كثيراً بالتضخم. فالارتفاع السريع في أسعار النفط في السبعينيات (1970يات) عنى ازدياد فقر الأميركيين - على المستهلكين أن يدفعوا أكثر مقابل النفط الذي يشترونه. ولم يكن من المفاجئ أن يعاني العمال. فقد أتت صدمة أسعار النفط إلى ارتفاع التضخم أيضاً. يرى بعض الأشخاص التراجع في مستويات المعيشة ويلوم التضخم خطأ على ذلك، لكن للثنين سبباً مشتركاً. إن أكثر ما يهم العمال هو الوظائف، وإذا أدى ارتفاع معدلات الفائدة إلى مزيد من البطالة، فسيعاني العمال مرتين - من نقص العمل والضغط التراجعي على الأجور.

الاعتقاد الخاطئ الثالث هو أن الاقتصاد على حافة هاوية - أي انحراف

طفيف في اتجاه التضخم يؤدي إلى الانزلاق بسرعة وخطورة في منحدر التضخم المتزايد الوتيرة. وباستخدام استعارة أخرى: يجب محاربة التضخم باتباع نهج مماثل لمحاربة الإدمان على الكحول. لا يطلب من المدمنين السابقين على الكحول الابتعاد عن الكحول تماماً خوفاً العودة إلى ما كانوا عليه. ويسمى ذلك السقوط من العربة. كذلك يرى المصرفيون أنه ما إن يتنوّق البلد إكسیر التضخم، حتى يطالب بالمزيد منه. وما يبدأ بمثابة تضخم منخفض سرعان ما تتسارع وتيرته. غير أن الأدلة تشير إلى خلاف ذلك ثانية - تستطيع البلدان اتخاذ إجراءات ضدّ التضخم عندما يتصاعد بل تتخذها.

الاعتقاد الخاطئ الأخير هو أن عكس التضخم يكلف كثيراً. لذا على المرء القضاء عليه قبل أن يبدأ. خلافاً لذلك ثانية، خفّض قليل من البلدان (مثل غانا وإسرائيل) التضخم من مستويات مرتفعة جداً إلى مستويات منخفضة أو معتدلة بتكلفة زهيدة. وفي بلدان أخرى، كانت التكاليف من حيث ارتفاع البطالة المطلوبة لخفض التضخم متناسبة مع فوائد البطالة المنخفضة في أثناء فترة التضخم.

من أبرز الانتقادات الموجهة لبدعة استهداف التضخم أنها لا تولي الاهتمام الكافي لمصادر التضخم. إذا كان التضخم المرتفع ناجماً عن الارتفاع الشديد لأسعار النفط والأغذية - كما كانت الحال في سنتي 2006 و2007 - فإن البلد الصغير الذي يرفع معدلات الفائدة لن يؤثر كثيراً على هذه القوى العالمية. صحيح أن بلداً ما يستطيع خفض معدل التضخم بالتسبب في ارتفاع البطالة في سائر الاقتصاد ما يخفّض الأجور والأسعار، لكن العلاج أسوأ من المرض. تلتفت الولايات المتحدة حول المشكلة باستثناء الأغذية والنفط من قياس التضخم لأغراض الاقتصاد الكلي. غير أن ذلك يستبعد 50 بالمئة من محدّدات الأسعار في معظم البلدان النامية. بل إن الناس حتى في الولايات المتحدة يهتمون جداً بأسعار الأغذية والنفط. وذلك يؤثر على توقّعاتهم للتضخم في المستقبل والأجور التي يطلبونها.

ستسجل الأزمة الراهنة وفاة استهداف التضخم التبسيطي لسبب آخر. فقد افترض محافظو المصارف المركزية بسذاجة أن انخفاض التضخم ضروري

وكافٍ تقريباً لتحقيق الازدهار الاقتصادي. وهكذا، ما دام التضخم منخفضاً، فإنهم يستطيعون إطلاق طوفان من السيولة وهم واثقون من أن كل شيء تحت السيطرة. لكن الأمر لم يكن كذلك. فقد كان طوفان السيولة يحدث فقاعات أسعار الأصول التي يؤدي انفجارها إلى انهيار النظام المالي والاقتصاد. يمكن أن يحدث التضخم تشوهات بطبيعة الحال. ومن ركّزوا على التضخم وحده (مدرسة شيكاغو وكينزي عدم مرونة الأجور - الأسعار) كانوا مصيبين في القول إن جميع الأسعار لا تتغير في الوقت نفسه، إذ في ظل التضخم قد تصبح الأسعار النسبية غير منسجمة قليلاً<sup>(46)</sup>. لكن هذه الخسائر تبته مقارنة بالخسائر الناجمة عن هشاشة السوق المالية. ويبدو أن الضرب الآخر من علماء اقتصاد الكينزية الجديدة، الذين يركّزون على الهشاشة المالية، هو الذي فاز. ومن حسن الحظ اليوم أن معظم محافظي المصارف المركزية يدركون أن عليهم إيلاء الاهتمام للأسواق المالية وفقاعات أسعار الأصول فضلاً عن تضخم السلع، ولديهم الأدوات للقيام بذلك<sup>(47)</sup>.

## المعركة في المالية

ربما انتشر الاعتقاد بعقلانية الأسواق في نظرية الأسواق المالية أكثر من انتشاره في أي فرع آخر من فروع الاقتصاد. وأعتقد أن ذلك ناجم عن عدوى من المشاركين المحافظين في السوق. فقد كان الاعتقاد بأن الأسواق تتسم بالكفاءة وتصح نفسها بنفسها ملائم للعديد من أصحاب المصلحة الخاصة. بل إن عدم اتسامها بذلك كان غير ملائم. ورأى كثيرون، بمن فيهم المشاركون في السوق المالية، فرصاً للربح الحقيقي إذا ألغيت الرقابة على الأسواق. فالرقابة تشكل قيداً في النهاية. وستبدو الأرباح حيث تكون الشركات مقيدة أقل بحكم الضرورة مما ستبدو عليه حيث لا تكون كذلك.

أقول إن الأرباح تبدو أقل إذ لا تأخذ كل شركة العواقب الكاملة لإزالة القيود في الحسبان عند التفكير بهذه الطريقة. وسيتغير سلوك الآخرين أيضاً. إننا نعلم في الواقع ما تقوله النظرية الاقتصادية القياسية لو كان صحيحاً أن

الأسواق تتسم بالكفاءة والتنافسية: ستنخفض الأرباح إلى الصفر ثانية في النهاية. وربما تتيح إزالة القيود للشركة الأولى اغتنام الفرصة وتحقيق أرباح مرتفعة، لكن مثل هذه الأرباح تتبدد بسرعة. فستدرك بعض الشركات أن الطريقة الوحيدة لتحقيق أرباح مستدامة هي التفوق على منافسيها في الكفاءة أو التوصل إلى كيفية جعل عمل الأسواق غير كامل.

للمعركة الفكرية بشأن كفاءة الأسواق المالية ضروب عديدة: هل تعكس الأسعار في الأسواق المالية جميع المعلومات المتوافرة؟ ما الدور الذي تؤديه في تحديد أنشطة الاستثمار؟ إن الأسواق المالية كما رأينا هي محور اقتصاد السوق الناجح لأنها توجه توزيع رأس المال النادر، وهو أحد الموارد النادرة الرئيسية. وتوجد آلية الأسعار في صلب عملية جمع المعلومات ومعالجتها وبثها في السوق. تعتقد "فرضية السوق الكفوءة" المتطرفة أن الأسعار تعكس جميع المعلومات المتوافرة في السوق بدقة، وتقدم جميع المعلومات المهمة للشركات كي تتخذ القرارات، مثل القرارات المتعلقة بالاستثمار. لذا فإن من المهم جداً تعزيز دور الأسواق في "اكتشاف الأسعار" وفقاً لهذا الرأي.

تعكس الأسعار بعض ما يجري في الاقتصاد، لكن هناك كثير من الضجيج الخارجي، بحيث إن قليلاً من رجال الأعمال يعتمدون فقط على المعلومات التي تقدمها الأسعار في تلك الأسواق. وتؤثر أسعار الأسهم في القرارات بطبيعة الحال - لأن السوق تؤثر في تكلفة رأسمال الشركة. لكن من هي شركة الفولاذ التي تتخذ قراراً بالاستثمار في مصنع فولاذ جديد لأن نادياً ما لأطباء الأسنان والأطباء في بيوريا، إلينوي، قرّر أن الفولاذ معدن المستقبل، فترفع هي ومستثمرون آخرون سعر مخزونات الفولاذ اليوم. ومن هي شركة النفط التي تبني قرارات التنقيب بناء على سعر النفط اليوم الذي يتأثر بالمضاربة على المدى القصير؟

لو كانت نظرية الأسواق الكفوءة صحيحة والمشاركون في الأسواق عقلانيين تماماً، فسيعلمون جميعاً أن ليس في وسعهم التغلب على السوق. وسيشترون عندئذ وفقاً لموقعهم في السوق - أي أن الشركة التي تمتلك 0.01

بالمئة من ثروة البلد تشتري 0.01 بالمئة من كل من الأصول. وهذا ما تفعله صناديق الاستثمار المرتبطة بمؤشر stock index funds، لكن في حين نمت صناديق الاستثمار المرتبطة بمؤشر كثيراً في العقود الثلاثة الماضية، فإن هناك صناعة كبيرة تحاول التغلب على السوق. فمجرد أن ينفق المشاركون في السوق مليارات الدولارات في محاولة التغلب على السوق نفسها يدحض الفرضيتين التوأمين بأن الأسواق تتسم بالكفاءة وأن معظم المشاركين في السوق عقلانيون. لقد حظيت هذه النظرية بالمصادقية لأن من الصعب "التغلب على السوق"؟ فأسعار السوق تظهر عادة شيئاً من الاتساق: سعر فول الصويا يرتبط ارتباطاً منهجياً بسعر دقيق الصويا وزيت الصويا. ومن السهل اختبار "كفاءة" السوق بهذا المعنى في أي وقت<sup>(48)</sup>. لكن تقييم "كفاءة" الأسواق صعب في الظروف الأكثر تعقيداً. إذا كانت الأسواق تتسم بالكفاءة، فلن تحدث فقاعات البتة. لكنها حدثت بصورة متكررة. لم يكن من السهل بطبيعة الحال معرفة أننا موجودون وسط فقاعة عقارية - ومعظم المستثمرين لم يعرفوا ذلك، على الرغم من وجود علامات دالة. لكن قلة قليلة عرفت (مثل جون بولسون الذي حقّق المليارات لصندوقه التحوطي).

غير أنه قد يكون من الصعب التغلب على السوق لسببين مختلفين. يمكن أن تكون السوق كفوءة تماماً، حيث تعكس الأسعار جميع المعلومات المتاحة، أو ألا تكون أكثر من نايّ للقمار للأثرياء، حيث تتأثر الأسعار عشوائياً بتقلّب المزاج والتوقعات. وفي كلا الحالتين، لا يمكن توقّع أسعار العقود الآجلة. لقد تجمّعت أدلة قوية بمرور الوقت تعارض تفسير كفاءة الأسواق. وعزّزت الأزمة الراهنة استنتاجاً قائماً على الكثير من الأحداث السابقة. على سبيل المثال، في 19 تشرين الأول/أكتوبر 1989 انهارت أسواق الأسهم في العالم، وتراجعت نحو 20 بالمئة أو أكثر. ما من خبر أو حدث يمكن أن يفسّر تراجعاً بهذا الحجم في قيمة رأس المال العالمي - دمار يفوق كل ما يمكن أن تحدث حتى أسوأ الحروب. لا يستطيع المرء توقّع مثل هذا الحدث، لكنه لا يستطيع القول إن هذا التقلّب في السوق يعكس معالجة السوق الحكيمة للمعلومات ذات الصلة<sup>(49)</sup>.

ثمة عدم اتساق غريب في آراء العديد من دعاة الأسواق الكفوءة. فقد اعتقدوا أن الأسواق كفوءة تماماً **بالفعل**. مع ذلك تباهاوا بفضائل الابتكارات الجديدة في الأسواق المالية، وادّعوا أن علاواتهم وأرباحهم الضخمة هي مكافآت عادلة على الفوائد الاجتماعية التي حققتها هذه الابتكارات. غير أن مزايا هذه الابتكارات كانت محدودة في هذه الأسواق الكفوءة بالفعل: اقتصرَت على خفض تكاليف المعاملات - ما يمكن الأفراد العقلانيين من خفض تكاليف إدارة المخاطر التي يستطيعون إدارتها بخلاف ذلك.

هناك قلة من الأشخاص (صناديق التحوط) الذين يبدو أنهم يتغلبون على السوق باستمرار. وثمة طريقة واحدة للقيام بذلك تتسق مع فرضية الأسواق الكفوءة: الحصول على معلومات داخلية. الاتجار اعتماداً على معلومات داخلية مخالف للقانون - إذا اعتقد المشاركون في السوق أن ثمة آخرين يحظون بمزايا معلوماتية، فستقل رغبتهم في الاتجار. من المخاوف التي أثّرت سابقاً (الفصل السادس) أن قلة من المصارف الكبيرة تحظى بميزة معلوماتية بحكم حجمها وامتداد تعاملاتها. ربما لا تنتهك بذلك القانون، لكنه لا يتيح فرصاً متكافئة<sup>(50)</sup>. وقد أوجت كثرة الحالات في خريف سنة 2009 أن قسماً كبيراً من صناعة صناديق التحوط يقوم نجاحه على الحصول على معلومات داخلية<sup>(51)</sup>.

### الأسواق التي تتسم بالكفاءة وأسواق المعلومات

أرادت مدرسة شيكاغو ومريدها أن تعتقد أن سوق المعلومات مماثلة لأي سوق أخرى. فهناك عرض للمعلومات وطلب عليها. وكما أن الأسواق تتسم بالكفاءة في إنتاج الفولان، فإنها كفوءة أيضاً في إنتاج المعلومات وبنّائها. لكن هذا الرأي لا يستند إلى تحليل عميق مثل الفكرة التي تفيد بأن الأسواق ذات المعلومات الناقصة تتصرّف على نحو مماثل جداً للأسواق ذات المعلومات الكاملة، وعندما درس علماء الاقتصاد هذه المسائل الاقتصادية نظرياً وتجريبياً، تبين أنها خاطئة.

المحاجّات النظرية معقّدة، لكن ما يلي قد يعطي نكهة لبعض أوجه النقد. لنأخذ مثلاً المحاجّة بأن أسعار السوق تنقل جميع المعلومات ذات الصلة. لذا فإن

من يتفحص السعر في السوق يحرز معلومات كاملة مثل من ينفق أموالاً كثيرة لشراء الأبحاث وتحليل البيانات. في تلك الحالة لن يكون هناك حافز لجمع المعلومات، ما يعني أن الأسعار التي تنقلها السوق لن توصل معلومات كثيرة. ثمة عدم اتساق منطقي إلى حدٍّ ما بين الاعتقاد بأن الأسواق نقلت جميع المعلومات وأن أسعار السوق تنقل معلومات كثيرة<sup>(52)</sup>.

لا تأخذ الحاجة القياسية في الحسبان الاختلافات بين القيمة الاجتماعية والشخصية للمعلومات. فمعرفة اكتشاف حقل نفط جديد قبل وقت قصير من الآخرين يمكن أن تحقق عوائد شخصية كبيرة. يمكنني بيع النفط بعقود آجلة (مراهناً على أن السعر سينخفض) وجني كثير من المال. بل يمكنني أن أجنبي مزيداً من المال ببيع أسهم شركات النفط على المكشوف. في هذه الحالات، يكون ربحي على حساب خسارة أشخاص آخرين. وتلك مسألة إعادة توزيع للثروة وليس خلقاً للثروة. غير أن الحصول على هذه المعلومات قبل بضع دقائق من الآخرين لن يحدث أي قرار حقيقي، لذا ليس لهذه المعلومات فائدة اجتماعية كبيرة أو ليس لها فائدة اجتماعية على الإطلاق<sup>(53)</sup>. وكذلك فإن بعض أنجح المصارف الاستثمارية حققت كثيراً من أموالها من الاتجار. لكن ثمة جانب آخر في كل تجارة: مكاسب أحد الجانبين تأتي على حساب الجانب الآخر.

ومن هذا المنظور، فإن قسماً كبيراً من النفقات على المعلومات يذهب سدى - إنه سباق للوصول أولاً، واكتشاف شيء قبل الآخرين، للكسب على حسابهم. وفي النهاية يجب على الجميع إنفاق مزيد من الأموال كي لا يتخلفوا عن الركب.

إنني أعمد إلى شرح المشكلة لطلابي بطريقة مختلفة. لنفترض أنه في أثناء استماعكم لمحاضرتي سقطت ورقة من فئة المئة دولار بجانب كل منكم. يمكنكم مواصلة الاستماع إلى المحاضرة وتعلّم مبادئ علم الاقتصاد المهمة. وفي نهاية المحاضرة، ينحني كل منكم ويلتقط ورقة المئة دولار التي بجانبه. هذا هو الحل الكفء. لكنه ليس توازن السوق. سيلاحظ أحدكم أن جيرانه لم ينحنوا، وسيقوم بذلك بسرعة لا لالتقاط المئة دولار القريبة منه فحسب وإنما



لأخذ المئة دولار القريبة من جاره. وبما أن كلاً منكم يدرك ما سيفعله جاره، فستنحنون على الفور، رغبة في الوصول إلى ورقة المئة دولار قبل الآخرين. وفي النهاية، يحصل كل منكم على المئة دولار التي كان يمكنه الحصول عليها لو انتظر، لكن المحاضرة تتعرض للمقاطعة.

### فرضية الأسواق الكفوءة والسياسة النقدية الفاشلة

أدى الإيمان الواسع في فرضية الأسواق الكفوءة دوراً في فشل مجلس الاحتياطي الفيدرالي. لو كانت الفرضية صحيحة، لما وجدت أشياء مثل الفقاعات. وفي حين أن المجلس لم يذهب إلى ذلك الحد، فقد رأى أن ليس في وسع المرء أن يعرف بوجود فقاعة ما إلا بعد انفجارها - لا يمكن توقّع الفقاعات إلى حدّ ما. لقد كان مجلس الاحتياطي الفيدرالي مصيباً في أنه ليس في وسع المرء التنبّئ من وجود فقاعة إلا بعد انفجارها، لكن في وسعه الإدلاء ببيانات قوية عن احتمالاتها. فجميع السياسات توضع في إطار عدم اليقين، وقد اتضح بجلاء، وبخاصة عندما دخل الاقتصاد في سنة 2006، أن ما يجري شبيه جداً بفقاعة. فكلما طال أمد ارتفاع الأسعار، تراجعت القدرة على احتمال تكاليف السكن، وارتفعت احتمالات وجود الفقاعة.

ركّز مجلس الاحتياطي الفيدرالي على أسعار السلع والخدمات، لا على أسعار الأصول - وخشي من أن رفع معدلات الفائدة يمكن أن يؤدي إلى تراجع اقتصادي. وكان المجلس مصيباً في ذلك. لكن كان في متناول المجلس أدوات أخرى اختار ألا يستعملها. وقدّم المحاجّات المعيبة نفسها التي طرحها إبان فقاعة التكنولوجيا. وكان في وسعه رفع الهوامش المطلوبة (مقدار النقود التي يجب أن يقدمها الأفراد لشراء الأسهم). في سنة 1994، منح الكونغرس مجلس الاحتياطي الفيدرالي سلطة إضافية للرقابة على سوق الرهن، لكن رئيس المجلس آلن غرينسبان رفض استخدامها. لكن حتى لو لم يكن المجلس يتمتع بسلطة رقابية، فإن في وسعه، ويجب عليه، التوجّه إلى الكونغرس للحصول على الصلاحيات اللازمة (مثلاً قلت أنفاً إن في وسعه، ويجب عليه، الذهاب إلى الكونغرس إذا لم

يكن لديه السلطة الملائمة على المصارف الاستثمارية). وفي الفترة المؤدية إلى هذه الأزمة، كان على المجلس خفض النسب القصوى للقروض مقابل القيم لأن احتمالات الفقاعة تزايدت - بدلاً من السماح بزيادتها. وكان عليه أن يخفّض النسب القصوى للدفعات مقابل الدخل، بدلاً من السماح بزيادتها. وكان في وسعه تقييد القروض المضمونة برهن عقاري ذات معدلات الفائدة المتغيرة، لكن غرينسبان روج لها بدلاً من ذلك. وكان في وسعه تقييد القروض ذات الإيفاء السالب والقروض المنخفضة التوثيق (الكاذبة). لقد كان في متناوله أدوات كثيرة<sup>(54)</sup>. ربما لم يكن في وسع تلك الأدوات تحقيق النجاح الكامل، لكن لا شك في أنها كانت ستفّس الفقاعة قليلاً.

من أسباب سأم مجلس الاحتياطي الفيدرالي الشديد من الفقاعة إيمانه بفكرة معيبة أخرى: إذا نشأت مشكلة، فإن في وسعه التعامل معها بسهولة. ومن أسباب اعتقاده بسهولة التعامل مع المشاكل إيمانه بنموذج التسنيّد الجديد: توزّع المخاطر على العالم إلى درجة تمكّن النظام الاقتصادي العالمي من استيعابها بسهولة. ماذا يعني انهيار سوق المنازل في فلوريدا؟ فذلك الأصل جزء صغير جداً من الثروة العالمية. هنا ارتكب المجلس خطأين: الأول أنه (على غرار المصرفيين الاستثماريين ووكالات التصنيف) قلّل من تقدير حجم الترابط - يمكن أن تهبط أسواق العقارات في الولايات المتحدة (وفي جزء كبير من العالم) لأسباب معروفة. ثانياً، أنه بالغ في تقدير حجم التنوع. لم يدرك مقدار ما أبقتة المصارف الكبرى من المخاطر في دفاترها. وكان قد بخس تقدير الحوافز التي تدفع إلى الإفراط في المخاطرة وبالغ في تقدير كفاءة المصرفيين في إدارة المخاطر<sup>(55)</sup>.

عندما قال غرينسبان إن الحكومة تستطيع أن "تصلح" الاقتصاد بسهولة، لم يوضح أن التعامل مع المشاكل سيكلّف دافعي الضرائب مئات المليارات من الدولارات ويكلّف الاقتصاد أكثر من ذلك. إن القول بأن إصلاح السيارة بعد خرابها أسهل من تجنّب الخراب فكرة غريبة. لقد تعافى الاقتصاد من حالات ركود سابقة، ولم تنتشر أزماتا شرق آسيا وأميركا اللاتينية إلى الولايات المتحدة.

لكن تركت كل منهما آثارها: فكّر في معاناة من يفقدون وظائفهم أو بيوتهم أو التقاعد المريح. إن تكلفة الركود الخفيف كبيرة من منظور الاقتصاد الكلي، لكن تكاليف هذا الركود العظيم الحقيقية والظاهرة في الموازنات ستبلغ تريليونات الدولارات. لقد أخطأ غرينسبان ومجلس الاحتياطي الفيدرالي. فالمجلس أنشئ، بصورة جزئية، لتجنّب مثل هذه الحوادث، ولم ينشأ للمساعدة في التنظيف بعد حدوثها. لكنه نسي مهمته الأصلية.

### المعركة على علم اقتصاد الابتكار

لم تتحدّث النظرية الاقتصادية القياسية (النموذج الكلاسيكي المحدث الذي تناولناه من قبل في هذا الفصل) كثيراً عن الابتكار، على الرغم من أن معظم الارتفاعات المتحقّقة في مستويات المعيشة الأميركية في المئة سنة الأخيرة نتجت عن التقدّم التقني<sup>(56)</sup>. وذلك مماثل "للمعلومات" التي بقيت خارج النماذج القديمة كما قلت آنفاً.

عندما استوعب علماء اقتصاد التيار السائد أهمية الابتكار، بدؤوا يحاولون تطوير النظريات التي تشرح مستواه واتجاهه<sup>(57)</sup>. وعندما فعلوا ذلك، أعادوا تفحص بعض الأفكار التي طرحها عالما اقتصاد عظيمان في النصف الأول من القرن العشرين، جوزيف شُمبِتر وفريدريك هايك، ولم يتطرق إليها التيار السائد إلى حدّ ما.

عارض شُمبِتر، وهو نمساوي وضع أهم أعماله في هارفرد، النموذج التنافسي القياسي<sup>(58)</sup>. وركّز على التنافس على الابتكار. رأى أن محتكراً ما يسيطر على كل السوق إلى أن يزيحه مبتكر آخر ويصبح المحتكر الجديد. لذا فإن المنافسة على الأسواق وليست في الأسواق، وأن هذه المنافسة تتم عبر الابتكار.

من الواضح أن هناك مقداراً كبيراً من الحقيقة في تحليل شُمبِتر. كما أدخل تركيزه على الابتكار تحسیناً كبيراً على التحليل الاقتصادي الولراسي القياسي (نظريات التوازن العام الولراسية التي تجاهلت الابتكار وتناولناها سابقاً

في هذا الفصل). لكن شُمبِيتَر لم يطرح الأسئلة الحاسمة: أَلن يتخذ المبتكرون إجراءات لردع دخول المنافسين الجدد؟ وهل يوجّه المبتكرون اهتمامهم على محاولة الحصول على الاستحواذ على حصة المنافس القائم في السوق، بدلاً من تطوير فكرة جديدة حقاً؟ وهل هناك مغزى يحمل المرء على القول إن هذه العملية المبتكرة تتسم بالكفاءة؟

تظهر التجارب الحديثة أن الأمور قد لا تكون ودية كما يزعم دعاة السوق. على سبيل المثال، استغلّت ميكروسوفت قوتها الاحتكارية في نظام تشغيل الحواسيب الشخصية لتحقيق دور مسيطر في تطبيقات مثل معالجة النصوص وجداول البيانات وبرامج تصفّح الإنترنت. وكان للمنافسين المحتملين تأثير مرعب على ابتكارات خصومهم المحتملين. ربما يكون لبعض هذه الإجراءات قيمة اجتماعية إيجابية - مثل الابتكار بسرعة أكبر من المنافس. لكن ليس لبعض هذه الإجراءات قيمة مفيدة للمجتمع. لا شك في أن كل شركة مسيطرة تتعرض للتحدي في الاقتصاد الديناميكي في نهاية المطاف. فقد اقتطعت تويوتا من حصة جنرال موتورز؛ وغوغل تتحدّى ميكروسوفت في العديد من المجالات. لكن نجاح المنافسة في نهاية المطاف لا يقول شيئاً عن الكفاءة الإجمالية لعمليات السوق، أو الرغبة في موقف يتحاشى التدخل ويدعم حرية النشاط الاقتصادي.

ابتعد هايك، على غرار شُمبِيتَر، عن نهج التوازن الذي سيطر على علماء اقتصاد التيار السائد. وكتب وسط الجدل الذي أثارته الشيوعية، حيث تؤدي الحكومة دوراً مسيطراً في إدارة الاقتصاد. في هذه الأنظمة، يناط اتخاذ القرارات مركزياً في مكتب للتخطيط. وكان بعض من شهدوا الكساد العظيم وعانوا سوء توزيع الموارد - والمعاناة الهائلة للبشر - قد اعتقدوا أن على الحكومة أن تؤدي دوراً مركزياً في تحديد كيفية توزيع الموارد. اعترض هايك على تلك الآراء، وقدم الحجج دفاعاً عن الميزة المعلوماتية لنظام الأسعار اللامركزي، وكذلك عن التطور اللامركزي للمؤسسات أنفسها. وفي حين أنه أصاب تعذّر قيام أي مخطّط بجمع المعلومات ذات الصلة ومعالجتها، كما رأينا، فإن ذلك لا يعني أن نظام الأسعار غير المقيّد كفء بحدّ ذاته.

تأثر هايك باستعارة التطور البيولوجي (مقارنة بولراس الذي استلهم أفكار "التوازن" من الفيزياء). فقد تحدّث داروين عن بقاء الأصلح، وأكّدت الداروينية الاجتماعية على نحو ذلك أن المنافسة القاسية مع الشركات في إطار البقاء للأصلح تعني ضمناً تعاضم كفاءة الاقتصاد باطراد. آمن هايك بذلك كأحد المعتقدات الأساسية، لكن العمليات التطورية غير الموجهة ربما تؤدي أو لا تؤدي إلى الكفاءة الاقتصادية. والانتقاء الطبيعي لا يختار بالضرورة الشركات (أو المؤسسات) الأفضل على المدى البعيد<sup>(59)</sup>. ومن الانتقادات الرئيسية للأسواق المالية أنها أصبحت قصيرة النظر على نحو متزايد. وقد أدّت بعض التغيرات المؤسسية (مثل تركيز المستثمرين على العوائد الربعية) إلى تزايد صعوبة اعتماد رؤية شاملة طويلة المدى. وفي هذه الأزمة، اشتكت بعض الشركات من أنها لم تكن تريد أن ترفع نسبة مديونيتها كما فعلت - أدركت المخاطر - لكنها ما كانت لتبقى لو لم تفعل ذلك، ولتدنى عائد ملكية الشركة وأساء المشاركون في السوق تفسير انخفاض عائدها بأنه ناجم عن الافتقار إلى الابتكار والمبادرة، وانخفضت أسعار أسهمها. لذا لم يكن أمامها من خيار سوى اتباع القطيع - مع ما استتبع ذلك من نتائج كارثية على المدى الطويل، على المساهمين والاقتصاد على السواء.

من المثير للاهتمام أن هايك أصبح مرجعاً وحجة في أوساط المحافظين، لكنه (على غرار سميث) أدرك أن على الحكومة أن تؤدي دوراً مهماً. وعبر عن ذلك بقوله، "ربما ما من شيء ألحق ضرراً شديداً" بقضية دعاة السوق مثل "الإصرار العنيد... على بعض القواعد العامة المسلّم بها، وفي مقدّمها رأسمالية حرية النشاط الاقتصادي"<sup>(60)</sup>. ورأى هايك أن للحكومة دوراً تقوم به في العديد من المجالات، من تنظيم ساعات العمل والسياسة النقدية والمؤسسات إلى تدفق المعلومات الملائمة<sup>(61)</sup>.

قدّمت النظريات الاقتصادية في ربع القرن الأخير أفكاراً ثابتة بشأن أسباب فشل الأسواق في الغالب وما يمكن فعله لتحسينها. اختار منظرو اليمين وعلماء الاقتصاد الذين يقدّمون لهم يد العون - مدعومين من أصحاب المصالح الخاصة

الذين يحققون نجاحاً كبيراً من حركة إلغاء الرقابة - تجاهل هذا التقدم في المعرفة. واختاروا الادّعاء أن آدم سميث وفريدريك هايك كان لهما القول الفصل بشأن كفاءة السوق - ربما بعد تحديثه ببعض النماذج الرياضية المزخرفة التي تؤيّد النتائج - لكنهم تجاهلوا تحذيرات هذين العالمين بشأن الحاجة إلى تدخّل الحكومة.

إن سوق الأفكار ليس أفضل من سوق المنتجات ورأس المال والعمالة، حيث لا تسود أفضل الأفكار دائماً، على المدى القصير على الأقل. لكن الأخبار الطيبة أن هناك بعض العلماء الذي يحاولون فهم كيفية عمل الأسواق، فيما ربما يسود الهراء بشأن الأسواق الكاملة في بعض أوساط مهنة علم الاقتصاد. وأفكارهم متاحة الآن كي يستخدمها من يريدون بناء اقتصاد أكثر استقراراً وازدهاراً ومساواة.



## الفصل العاشر

### نحو مجتمع جديد

**يقال** إن التجربة التي يقترب فيها المرء من الموت تجبره على إعادة تقييم أولوياته وقيمه. لقد شهد الاقتصاد العالمي تجربة كادت تؤدي به إلى الموت. لم تكشف الأزمة العيوب في النموذج الاقتصادي السائد فحسب، وإنما العيوب في المجتمع أيضاً. فكثير من الأشخاص استغلوا أشخاصاً آخرين وانكسر الإحساس بالثقة. وحمل كل يوم تقريباً معه قصصاً عن السلوك السيئ للعاملين في القطاع المالي - مخططات الاحتيال (بونزاي)، والتعامل الداخلي بأسهم الشركة، والإقراض المتوحش، ومجموعة من مخططات بطاقات الائتمان الرامية إلى استخلاص أقصى ما يمكن من المستخدمين التعيسين. لم يركّز هذا الكتاب على من خالفوا القانون، وإنما على الفئات التي أطلقت المنتجات الرديئة، من خلال القانون، وغلفتها، وأعادت تغليفها، وانغمست في سلوك طائش هدّد بإسقاط النظام المالي والاقتصادي بأكمله. لقد أنقذ النظام، ولكن بتكلفة لا يزال من الصعب تصديقها.

الموضوع البسيط الذي يطرحه هذا الفصل هو أن علينا اغتنام هذه الفرصة للحساب والتأمل، والتفكير في نوع المجتمع الذي نريد الحصول عليه،



وسؤال أنفسنا، هل نقوم بإنشاء اقتصاد يساعدنا في تحقيق هذه الطموحات؟

لقد قطعنا شوطاً بعيداً على المسار البديل، فأنشأنا مجتمعاً تسيطر فيه المادية على الالتزام الأخلاقي، ولا يمكن فيه استدامة النمو السريع الذي حققناه من الناحية البيئية أو الاجتماعية، مجتمع لا نعمل فيه معاً كمجموعة للتعامل مع احتياجاتنا المشتركة، لأن الفردية الفظة وأصولية السوق أضعفتنا أي إحساس بالجماعة وقادتنا إلى تفشي استغلال الأفراد غير الواعين وغير المحميين وإلى تعميق الانقسام الاجتماعي. فتأكلت الثقة، ولم يقتصر ذلك على مؤسساتنا المالية فحسب. بيد أن الأوان لم يفت لإصلاح هذه التصدّعات.

### كيف يؤثّر علم الاقتصاد في المجتمع والأفراد

من الدروس المستفادة من هذه الأزمة أن ثمة حاجة إلى العمل الجماعي - هناك دور للحكومة، كما أكّدت على نحو متكرّر. لكن هناك آخرون: لقد سمحنا للأسواق بأن تؤثر في اقتصادنا دون تبصّر، فساعد ذلك في التأثير علينا وعلى المجتمع. وأمامنا فرصة لنسأل أنفسنا إذا كنا نريد هذا التأثير بالطريقة التي حدثت.

### سوء توزيع أكثر مواردها ندرة: مواهبنا البشرية

شرحت كيف أساءت أسواقنا المالية توزيع رأس المال. لكن التكلفة الحقيقية لقطاعنا المالي الجامع ربما تكون أكبر بكثير، إذ قاد إلى إساءة توزيع أكثر مواردها ندرة، مواهبنا البشرية. لقد شهدت العديد من أفضل طلابنا يتوجّهون إلى القطاع المالي. لم يستطيعوا مقاومة ملايين الدولارات. عندما كنت طالباً في الجامعة قبل التخرّج، كان أفضل الطلاب يتوجّهون إلى العلوم، أو التعليم، أو الإنسانية، أو الطب. كانوا يريدون تغيير العالم باستخدام عقولهم. أذكر بوضوح نصيحة والديّ، عندما تساءلت ككل المراهقين عما سأفعل عندما أكبر. قالوا لي، "النقود ليست مهمة، لأنها لن تهبك السعادة. [نصيحة غريبة لمن سيصبح عالم اقتصاد لاحقاً]. استخدم العقل الذي وهبه الله لك في خدمة الآخرين. فذلك ما يمنحك الرضا".

لو كانت العوائد الاجتماعية منسجمة مع العوائد الشخصية، لانعكست ملايين الدولارات التي كسبها القطاع المالي في مضاعفة إنتاجية المجتمع. وقد كانت الحال كذلك أحياناً، لكن ليس في الغالب - كما في الفترة السابقة لهذا الكارثة.

### كيف غيّرت السوق طريقة تفكيرنا وأساءت لقيمنا

تفترض النظرية الاقتصادية القياسية أننا نولد ولدينا أفضليات مكتملة. لكننا نتأثر بما يحدث حولنا، بما في ذلك، وربما الأهم، الاقتصاد.

اعتنق الكثيرون النظرية التي تفيد بأن الأجر يعكس المساهمات الاجتماعية، وخلصوا إلى أن من يحصل على أجر مرتفع يقدم أهم المساهمات الاجتماعية. وقدّر الكثيرون ما تقدّره السوق. لذا فإن ارتفاع أجور المصرفيين يعني أن المصرفية مهمة.

يتضح كيف غيّرت السوق طريقة تفكيرنا بالمواقف من الأجر التشجيعي. ما نوع المجتمع الذي يقول فيه رئيس تنفيذي ما، "إذا دفعتم لي 5 ملايين دولار فسأعطيكم جزءاً من جهدي. وللحصول على اهتمامي الكامل، عليكم إعطائي حصة من الأرباح"؟ لكن هذا هو بالضبط ما يقوله الرؤساء التنفيذيون عندما يزعمون أنهم بحاجة إلى أجر يحفزهم على رفع مستوى أدائهم.

كان هناك عقد اجتماعي بشأن التقسيم المعقول للمكاسب المتأتية من العمل معاً داخل الاقتصاد. وكان الأجر الذي يحصل عليه المديرون في الشركات يبلغ أربعين ضعف متوسط أجر العامل، وهو رقم كبير جداً في الظاهر، وأكبر مما عليه في أوروبا أو اليابان. (المديرون التنفيذيون في معظم هذه الشركات عمال أيضاً، بمعنى أنهم لا يمتلكون الشركة. لكنهم في موقع اتخاذ القرار، بما في ذلك القرارات المتعلقة بمقدار دخل الشركة الذي يذهب للمساهمين، والعمال، وأنفسهم.) لكن حدث شيء ما قبل ربع قرن، عندما حلت حقبة مارغريت تاتشر ورونالد ريغان. وحل مقدار ما يستطيع المديرون التنفيذيون الحصول عليه لأنفسهم محل أي شعور بالعدالة.

إن ما يحدث في الأسواق والسياسة ينبئ بالكثير عن الاقتصاد والقوة السياسية. كما أنه يبعث برسائل قوية يستجيب لها الشباب، وبذلك تغيّر مجتمعنا. عندما نفرض ضريبة على عوائد المضاربة تقل معدلاتها عن المعدلات المفروضة على دخل الذين يكسبون للحصول على أجورهم، فإننا لا نشجع مزيداً من الشبان على دخول مجال المضاربة فحسب، وإنما نقول في الواقع إننا كمجتمع نولي المضاربين تقديراً يفوق تقدير العمال.

### أزمة أخلاقية

كُتب الكثير عن حماقة المخاطر التي قام بها القطاع المالي، والدمار الذي ألحقته المؤسسات المالية بالاقتصاد، والعجز المالي الذي نتج عن ذلك. لكن لم يكتب سوى القليل عن "العجز الأخلاقي" الأساسي الذي انكشف - وهو عجز قد يكون أكبر وتصحيحه أشد صعوبة. ربما لم يحقق السعي الذي لا يلين وراء الأرباح وتقديم المصلحة الشخصية الازدهار المأمول، لكنه ساعد في إحداث عجز أخلاقي.

لعل هناك خط دقيق بين المحاسبة الخلّاقة والمحاسبة الخادعة - خط دقيق تجاوزته القطاع المالي مراراً وتكراراً، بما في ذلك قبل بضع سنوات في فضيحتي وورلد كوم وإنرون. لم يكن من الممكن دائماً التمييز بين العجز والخداع، لكن من غير المحتمل أن تجد شركة تفوق قيمتها الصافية مئة مليار دولار نفسها فجأة ذات قيمة سالبة من دون أن تعرف أن المحاسبة فيها خادعة. ولا يمكن التصديق أن منشئي الرهن العقاري والمصرفيين الاستثماريين لم يكونوا يعرفون أن المنتجات التي ينشئونها ويشترونها ويعيدون تغليفها رديئة وسامة. إن المصرفيين الاستثماريين يريدوننا أن نعتقد أنهم خدعوا من قبل من باعهم قروض الرهن العقاري. لكنهم لم يخدعوا. فقد شجّعوا منشئي الرهن العقاري على ولوج السوق العالية المخاطر لأنهم من خلال العرض الواسع للقروض المضمونة برهن عقاري وتحويل الأصول الخطيرة إلى منتجات جديدة يجنون الرسوم ويحققون العوائد التي تجعلهم، من خلال نسبة المديونية، يبدون

مثل السحرة الماليين. وإذا ما كانوا قد خدعوا فذلك لأنهم لم يريدوا أن يعرفوا. ربما لم يكن قليل منهم يدرون ما يفعلون، لكنهم مذنبون أيضاً، بجريمة مختلفة، تتمثل في إساءة العرض والادّعاء أنهم يعرفون ما هي المخاطر فيما من الواضح أنهم لا يعرفون.

إن المبالغة في فضائل البضاعة التي يعرضها المرء أو الادّعاء بكفاءة أكبر مما تتيحه الأدلة أمر ربما نتوقّعه من العديد من الشركات، على الرغم من أن مقدار ذلك فاق المعتاد، مثلما بولغ في تقدير الذات والأجور. (وقد عبّرت عن ذلك المقولة القديمة، ليحترس الشاري.) لكن من الصعب الصفح عن الفساد الأخلاقي - استغلال القطاع المالي للأميركيين الفقراء وحتى المنتمين للطبقات الوسطى. وكما أشرت من قبل، اكتشفت المؤسسات المالية أن هناك نقوداً في أسفل الهرم وصنعت كل ما تستطيع أن تصنعه ضمن القانون (وكثير منهم تجاوز القانون) لرفعها إلى القمة. لكن بدلاً من التساؤل لماذا لم توقفهم الجهات الرقابية، يجدر بنا أن نتساءل عما حدث للنوازع الأخلاقية للمنخرطين في هذه الممارسات.

في الفصل السادس، أوضحت أن مخطط بيرني مادوف الاحتيالي لم يكن مختلفاً كثيراً عن آخرين لجؤوا إلى رفع نسبة المديونية. كان الممولون يعرفون - أو يجب أن يعرفوا - أن من المرجح أن يلي العوائد المرتفعة على المدى القصير (مصحوبة بالرسوم المرتفعة) خسائر كبيرة لن تؤثر على علاواتهم بموجب عقودهم. وكان يجب على دعاة الأسواق الكاملة أن يعرفوا أن نسبة المديونية لا يمكن أن توفرّ غداء مجانياً - عوائد تفوق المعتاد من دون مخاطر هبوط كبيرة. وقد حقّق ارتفاع نسبة المديونية عوائد مرتفعة في السنوات السمان، لكنه عرّض المصارف أيضاً إلى مخاطر هبوط كبيرة.

نظراً لأن كسب المال الهدف الأسمى في الحياة، فليس هناك حدود للسلوك المقبول. وعلى غرار الأزمات المصرفية العديدة التي سبقتها، تميّز كل حدث بآثام أخلاقية مخجلة، من دون أن يدخل السجن سوى قليل من أكثر الشخصيات إساءة (لكن غالباً ما يغادرونه وفي حساباتهم مئات الملايين من

الدولارات، حتى بعد دفع غرامات مذهلة): تشارلز كيتنغ ومايكل ميلكن في الثمانينيات (1980يات)، وكنت لاي وبرنارد إبرز في أوائل سنوات هذا العقد.

تجاوز مادوف الخط الفاصل بين "المبالغة" و"السلوك الاحتيالي". لكن في كل يوم تكبر لائحة الممولين "المعترض على أخلاقياتهم". ومنهم على سبيل المثال، أنجيلو موزيلو، رئيس كونتري سايد فايننشال، أكبر منشئ للقروض الخطيرة المضمونة برهن عقاري. فقد اتهمته هيئة الأوراق والأسواق المالية بتزوير الأوراق المالية والاتجار بأسهم شركته: وصف سرّاً الرهون التي ينشئها بأنها رديئة، بل قال إن كونتري سايد "تخلق على غير هدى"، في حين يستغلّ مواطن قوّة شركته للرهن العقاري من خلال قروض بضمان رهن عقاري ذات نوعية ممتازة باستخدام معايير تعهّد اكتتاب عالية<sup>(1)</sup>. تتحقّق الأرباح الكبيرة لكثير من رواد الأعمال من بيع شركتهم. فالجميع يحلم بأن يعثر على أحرق مستعدّ لدفع سعر مرتفع. وقد نجح أنجيلو موزيلو ببيع أسهم شركته محققاً أرباحاً تقرب من 140 مليون دولار.

لم تظهر مصارفنا ومصرفيوننا، قبل الأزمة وفي أثنائها، المعايير الأخلاقية التي نأمل بها، بصرف النظر عن كيفية النظر في المسألة، وبخاصة في استغلالهم المقترضين العاديين. وما القروض العالية المخاطر المضمونة برهن عقاري سوى غيظ من فيض الممارسات المسيئة في العديد من المجالات التي تشمل قروض الطلاب والقروض مقابل الراتب والشراء التأجير<sup>(2)</sup> وبطاقات الخصم والائتمان.

تقول الشركات المالية (والشركات الأخرى) في بعض الأحيان إن اتخاذ قرار بشأن ما هو الخطأ والصواب لا يعود إليها، بل يعود إلى الحكومة. وما دامت الحكومة لم تحظر نشاطاً، فإن المصرف ملزم أمام مساهميه بتقديم الأموال له ما دام ذلك يحقق الربح. وبهذا المنطق لا ضير في مساعدة شركات السجائر علماً أنها تصنع منتجات إدمانية تسبب الموت<sup>(3)</sup>.

إن من يرون أنهم أحرار في العمل كما يشاؤون ما دام ذلك في إطار

القانون، يحاولون تدبّر أمورهم بسهولة. ففي النهاية، أنفق مجتمع الأعمال مبالغ طائلة في محاولة الحصول على تشريع يتيح له الانخراط في الممارسات الشريرة. فقد بذل القطاع المالي جهوداً كبيرة لوقف تشريع يمنع الإقراض المتوحّش، وتفريغ قوانين حماية المستهلكين من محتواها، وضمان أن تبطل الحكومة الفيدرالية - بمعاييرها الرخوة في عهد بوش - عمل الجهات الرقابية في الولايات. والأسوأ من ذلك أن العديد من الشركات عملت جاهدة لإصدار تشريع يحميها من الالتزامات العادية. وتحلم شركات التبغ بالحصول على نوع من الرقابة "الخفيفة" التي لا تمنعها من القيام بأي شيء تريد، بل تسمح لها بالقول، دفاعاً عن نفسها أمام أي حالة وفاة ناجمة عن أنشطتها، إنها افترضت أن كل ما تقوم به مقبول - لأنه قانوني ويتم بإشراف الحكومة التام.

### تحمل المسؤولية

قدّم علم الاقتصاد الدعم لهذا الافتقار للمسؤولية الأخلاقية من دون قصد<sup>(4)</sup>. فالساذج الذي يقرأ آدم سميث قد يخيّل إليه أنه أعفى المشاركين في السوق من التفكير في المسائل الأخلاقية. ففي النهاية، إذا كان السعي وراء المصلحة الشخصية يؤدّي إلى مصلحة المجتمع، كما لو أن هناك يدّاً خفية، فليس على المرء إلا الحرص على اتباع مصلحته الشخصية. ويبدو أن العاملين في القطاع المالي قد فعلوا ذلك. لكن السعي وراء المصلحة الذاتية - والجشع - لم يؤدّ إلى رخاء المجتمع، في هذه الأزمة أو الفضائح السابقة التي شملت وورلد كوم وإنرون.

إن نظرية فشل الأسواق التي عرضتها في الفصول السابقة تساعد في تفسير الخلل، وكيف أن المصرفيين في سعيهم وراء مصالحهم الذاتية قادوا إلى هذه النتائج الاجتماعية الكارثية، ولماذا لم يؤدّ سعي المصرفيين وراء مصالحهم الذاتية إلى رفاه المجتمع. عندما يحدث فشل في السوق، مثل العوامل الخارجية، فإن عواقب عمل ما (المنافع والتكاليف الحدية) لا تنعكس في الأسعار (المحصّلة أو المدفوعة) تماماً. وقد شرحت كيف أن العالم مليء بالعوامل الخارجية. ففشل

مصرف ما قد يكون له تأثيرات كارثية على مصارف أخرى، وفشل النظام المصرفي - أو حتى احتمال فشله - أحدث تأثيراً هائلاً على الاقتصاد ودافعي الضرائب والعمال والشركات وأصحاب البيوت. وحبس رهن أحد القروض المضمونة برهن عقاري يقلل من قيمة البيوت المجاورة في السوق، ويزيد احتمال الاستيلاء عليها.

إن النموذج العنجهي للفردية الأميركية الفظة، التي جسدها الرئيس بوش بقوة بأحذية رعاة البقر وتبخره برجولته، يصور عالماً نتحمل فيه المسؤولية عن نجاحاتنا وإخفاقاتنا - ونحصد فيه المكافآت على جهودنا. لكن ذلك خرافة على غرار الإنسان الاقتصادي الذي تناولناه في الفصل التاسع وشركة القرن التاسع عشر التي يديرها مالكها. "الإنسان ليس جزيرة منعزلة"<sup>(5)</sup>. فما نفعله يؤثر تأثيراً كبيراً على الآخرين، ولم نصل إلى ما نحن عليه إلا بسبب جهود الآخرين، جزئياً على الأقل.

المفارقة في طريقة عمل نموذج الفردية الأميركية في الواقع أن الناس يحصلون على الفضل على النجاحات لكنهم يتعرضون للقليل من المساءلة أو المسؤولية عن الإخفاقات أو التكاليف المفروضة على الآخرين. عندما تحققت أرباح (مسجلة) بالمليارات، حظي المصرفيون بالفضل وزعموا أن ذلك راجع إلى جهودهم. وعندما وقعت خسائر (حقيقية) بالمليارات، كانت ناجمة عن قوى خارجة عن سيطرتهم.

انعكس ذلك في مخططات مكافآت المديرين التنفيذيين التي على الرغم من تشديدها على الحوافز، فإنه غالباً ما لا يكون هناك ارتباط عام بين الأجر والأداء: ترتفع الحوافز المدفوعة عندما يكون الأداء جيداً، لكن إذا كان الأداء ضعيفاً، يعوّض عن النقص بأشكال أخرى من الأجور مثل "أجر الاحتفاظ بهم". يقول القائمون على القطاع، علينا أن نجزل الأجر للعامل حتى إذا كان الأداء ضعيفاً، إذ يمكن أن يختطفه الآخرون. ربما يتوقع المرء من المصارف أن تتخلص من ذوي الأداء الرديء. لكن يقول القائمون على القطاع إن ضعف الأرباح ليس ناجماً عن عدم كفاية الأداء وإنما بسبب أحداث خارجة عن سيطرة الجميع. لكن الأمر نفسه

يصحّ عندما تكون الأرباح مرتفعة. وذلك واحد من العديد من أمثلة التنافر المعرفي، وقدرة العاملين في السوق المالية على الإتيان بحجة معقولة من جانب والفشل في رؤية العواقب كاملة<sup>(6)</sup>.

يبدو أن كثيراً من الحديث عن المساءلة ما هو إلا كلام أيضاً: في المجتمع الياباني، عندما يكون أحد الرؤساء التنفيذيين مسؤولاً عن دمار شركته وتسريح آلاف العمال، فإنه قد يقدم على الانتحار. وفي المملكة المتحدة، يستقيل الرؤساء التنفيذيون عندما تفشل شركاتهم. أما في الولايات المتحدة، فإنهم يقاتلون من أجل حجم مكافأتهم.

يدّعي الجميع تقريباً البراءة في الأسواق المالية اليوم. فهم إنما كانوا يؤثرون أعمالهم. لكن غالباً ما تنطوي أعمالهم على استغلال الآخرين أو العيش على نتائج مثل هذا الاستغلال<sup>(7)</sup>. هناك فردية، لكن من دون مسؤولية فردية. ولا يستطيع المجتمع أداء وظيفته بصورة جيدة على المدى الطويل إذا لم يتحمّل الناس تبعات أعمالهم. ولا يمكن أن تشكّل عبارة "كنت أؤدي عملي" دفاعاً مقبولاً.

العوامل الخارجية وإخفاقات السوق الأخرى ليست الاستثناء وإنما القاعدة. وإذا كانت الحال كذلك، فإن لها عواقب وخيمة. هناك معنى للمسؤولية الفردية ومسؤولية الشركات. على الشركات ألا تكتفي بالعمل على تعظيم قيمتها في السوق. وعلى الأفراد داخل الشركات أن يفكّروا ملياً في ما يفعلونه وتأثيراته على الآخرين. ولا يمكنهم أن يفلتوا بالقول إنهم كانوا يعملون على تعظيم مداخيلهم "فحسب".

### ما تقيسه هو ما تقدّره، والعكس بالعكس<sup>(8)</sup>

إننا نسعى إلى تحسين أدائنا في المجتمع الذي يتوجّه نحو الأداء مثل مجتمعنا - لكن ما نقوم به يتأثر بما نقيسه. إذا اختبر الطلاب في القراءة، فسيدرّس المعلمون القراءة - لكنهم سيصرفون وقتاً أقل على تطوير



المهارات الإدراكية الأوسع. وكذلك يسعى السياسيون وصناع السياسة وعلماء الاقتصاد إلى فهم ما يسبب تحسّن الأداء مقيساً بالنتائج الإجمالي المحلي. لكن إذا كان الناتج الإجمالي المحلي مقياساً رديئاً لرفاه المجتمع، فإننا نسعى عندئذ إلى تحقيق هدف خاطئ. وربما يكون ما نفعله ذا نتائج عكسية من حيث غاياتنا الحقيقية.

إن قياس الناتج الإجمالي المحلي في الولايات المتحدة لم يقدم صورة جيدة عما كان يجري قبل انفجار الفقاعة. ظنّت أميركا أن أداءها أفضل مما هو عليه، وكذا الآخرون. فقد ضخّمت أسعار الفقاعة قيمة الاستثمارات في العقارات وضخّمت الأرباح. وسعى الكثيرون إلى تقليد أميركا. وأجرى علماء الاقتصاد دراسات معقّدة تربط النجاحات بسياسات مختلفة - لكن بما أن مقياس النجاح كان معيباً، فإن الاستنتاجات التي استخلصوها من الدراسات كانت معيبة أيضاً<sup>(9)</sup>.

كشفت الأزمة مقدار ما يمكن أن تكون عليه رداءة تشوّه أسعار السوق - وما ينتج عن ذلك من تشوّه شديد لقياس أدائنا. بل إن أسعار جميع السلع مشوّهة حتى من دون الأزمة لأننا عاملنا جوّنا (والمياه النظيفة في الغالب) كما لو أنه مجاني، في حين أنه شحيح. ويتوقّف مقدار تشوّه أي سلعة محدّدة على حجم "الكربون" الذي ينطوي عليه إنتاجها (بما في ذلك نتاج جميع المكونات التي تدخل في تصنيعها).

إن بعض المجادلات التي تتعلّق بالمقايضة بين البيئة والنمو الاقتصادي تجانب الصواب: لن يكون هناك مقايضات إذا قسنا المخرجات بصورة صحيحة. فسترتفع المخرجات المقيسة بصورة صحيحة عند اتباع سياسات بيئية سليمة - وستكون البيئة في أفضل حال. سندرك أن الأرباح الظاهرية للمنتجات الملتزمة للوقود، مثل سيارات هامر (تبيّن أنها قصيرة الأمد على أي حال)، زائفة: فهي تأتي على حساب الرفاه في المستقبل.

استند النمو الاقتصادي إلى الاقتراض من المستقبل أيضاً: فنحن نصرف

أكثر من مواردنا. وبعض نموّنا أيضاً يستند إلى استنزاف الموارد الطبيعية وتدرّك البيئة - وهو نوع خبيث من الاقتراض من المستقبل لأن الديون التي ندين بها ليست شديدة الوضوح<sup>(10)</sup>. ونتيجة لذلك نترك الأجيال القادمة أكثر فقراً لأن مؤشّر الناتج الإجمالي المحلي لا يعكس ذلك.

ثمة مشاكل في قياس رفاهنا. فنصيب الفرد من الناتج الإجمالي المحلي يقيس ما ننفقه على الرعاية الصحية، لا مخرجاتها - أي حالتنا الصحية كما يعكسها العمر المتوقّع مثلاً. ونتيجة لذلك يزداد عدم كفاءة نظام الرعاية الصحية لدينا، ربما يبدو هناك نموّ في الناتج المحلي الإجمالي مع أن النتائج الصحية تتراجع. كما أن نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي في الولايات المتحدة يبدو أعلى مما هو عليه في فرنسا والمملكة المتحدة، ويرجع ذلك جزئياً إلى أن نظامنا الصحي أقل كفاءة. فنحن ننفق أكثر بكثير منهم للحصول على نتائج صحية أسوأ بكثير.

من الأمثلة الأخيرة (هناك أمثلة أكثر بكثير)<sup>(11)</sup> على الطبيعة المضلّلة لمقاييسنا المعيارية أن متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي يمكن أن يرتفع مع أن معظم الأشخاص في مجتمعنا لا يشعرون بأنهم أسوأ حالاً، بل إنهم أسوأ حالاً بالفعل. يحدث ذلك عندما يتزايد انعدام المساواة في المجتمع (وهو ما يحدث في معظم بلدان العالم). الكعكة الكبيرة لا تعني أن الجميع - أو حتى الغالبية - يحصلون على شريحة أكبر. فكما أشرت في الفصل الأول، انخفض دخل الأسر الوسطي نحو 4 بالمئة في سنة 2008 عما كان عليه في سنة 2000، بعد تعديله وفقاً للتضخم، مع أن نصيب الفرد من الناتج الإجمالي المحلي (قياساً لما يحدث في المتوسط) ارتفع بنسبة 10 بالمئة<sup>(12)</sup>.

إن غاية الإنتاج في المجتمع هي زيادة رفاه أعضاء المجتمع بصرف النظر عن كيفية تعريف ذلك. لكن مقياسنا المعياري ليس مقياساً جيداً، وهناك بدائل. ما من مقياس واحد يمكن أن يحيط بكل تعقيدات ما يجري في المجتمع الحديث، بيد أن مقياس الناتج المحلي الإجمالي يفشل فشلاً ذريعاً. إننا بحاجة إلى مقاييس تركّز على أحوال الفرد النموذجي (مقاييس الدخل الوسطي أفضل بكثير

من الدخل المتوسط<sup>(\*)</sup>، والاستدامة (مقاييس تأخذ في الحسبان على سبيل المثال استنزاف الموارد وتدرّك البيئة بالإضافة إلى زيادة المديونية)، والصحة والتعليم. وقد وضع برنامج الأمم المتحدة الإنمائي مقياساً أكثر شمولاً يتضمّن التعليم والصحة فضلاً عن الدخل. ووفقاً لهذه المقاييس تتفوّق البلدان الإسكندنافية على الولايات المتحدة التي تحتل المركز الثالث عشر<sup>(13)</sup>.

لكن حتى عندما توسّع المقاييس الاقتصادية لتشمل الصحة والتعليم، فإنها تستبعد الكثير مما يؤثّر على إحساسنا بالرخاء. لقد شدّد روبرت بُتمان على أهمية ارتباطنا بالآخرين. بيد أن الإحساس بالارتباط أخذ يضعف في أميركا، وربما تسهم الطريقة التي نَظَمنا بها اقتصادنا في ذلك<sup>(14)</sup>.

حاولت مملكة بوتان البوذية في جبال هماليا صياغة نهج مختلف. فهي تريد إنشاء مقياس للسعادة القومية الإجمالية. فالسعادة ترتبط بالسلع المادية ارتباطاً جزئياً فحسب. لكن بعض النواحي، مثل القيم الروحانية، لا يمكن حساب كميتها وربما يجب عدم القيام بذلك، في حين أن هناك جوانب أخرى يمكن قياسها (مثل الترابط الاجتماعي). غير أن التركيز على هذه القيم، حتى من دون حساب كميتها، يسلط الضوء على بعض الطرق التي يجب أن نفكر فيها لإعادة توجيه اقتصادنا ومجتمعنا.

## الأمن والحقوق

الأمن من الأبعاد المهمة لرفاه المجتمع. فقد تراجعت معظم مستويات معيشة الأميركيين، وإحساسهم بالرخاء، أكثر مما قد توحي به إحصاءات الدخل القومي ("دخل الأسر الوسطي")، ويرجع ذلك جزئياً إلى تزايد انعدام الأمن. تراجع إحساسهم بالأمان الوظيفي، ويعلمون أن فقدان وظيفتهم سيفقدتهم تأمينهم

(\*) الدخل الوسطي وفقاً لمكتب الإحصاء الأميركي هو "المبلغ الذي يقسم توزيع الدخل إلى فئتين متساويتين، فئة (أو نصف) يزيد دخلها عن ذلك المبلغ وفئة يقل دخلها عن ذلك المبلغ. أما الدخل المتوسط فهو المبلغ الذي يتم الحصول عليه بتقسيم الدخل الإجمالي للفئة على عدد الوحدات الاعضاء في تلك الفئة" - [المترجم نقلاً عن ويكيبيديا].

الصحي. ومع ارتفاع تكاليف التعليم، تراجع إحساسهم بالأمان من حيث قدرتهم على أن يوفّروا لأبنائهم التعليم الذي يمكنهم من تحقيق طموحاتهم. ومع تراجع حسابات التقاعد، تراجع إحساسهم بالأمان تجاه قدرتهم على قضاء شيخوختهم بارتياح. وتخشى نسبة كبيرة من الأميركيين اليوم ألا تتمكن من الاحتفاظ ببيوتها. فقد اختفت وسادة ملكية البيت، أي الفارق بين قيمة البيت وقيمة الرهن. فما يقرب من 15 مليون بيت، تمثل نحو ثلث العقارات المرهونة في كل أنحاء البلاد، تحمل قروضاً مضمونة برهن عقاري يتجاوز قيمة العقار<sup>(15)</sup>. وفي الركود الراهن، فقد 2.4 مليون شخص تأمينهم الصحي لأنهم فقدوا وظائفهم<sup>(16)</sup>. وحياة هؤلاء الأميركيين على حافة الهاوية.

يمكن أن يكون لتعاظم الأمن تأثير غير مباشر على تعزيز النمو: فهو يسمح للأفراد بالقيام بمزيد من المخاطرة، لعلمهم أن هناك مستوى معيناً من الحماية الاجتماعية إذا لم تكن النتائج كما يرجى. إن البرامج التي تساعد الناس في الانتقال من وظيفة إلى أخرى تسهم في ضمان الاستخدام الأفضل لأحد أهم مواردنا على الإطلاق، أي الموهبة البشرية. ولهذه الأنواع من الحماية الاجتماعية بُعدٌ سياسي أيضاً: إذا شعر العمال بمزيد من الأمان، ستقل المطالبة بالنزعة الحمائية. وهكذا فإن الحماية الاجتماعية من دون نزعة حمائية يمكن أن تسهم في مجتمع أكثر ديناميكية. والاقتصاد والمجتمع الأكثر ديناميكية - مع درجة ملائمة من الحماية - يمكن أن يوفّرا مزيداً من الرضا للعمال والمستهلكين على السواء.

يمكن أن يكون هناك حماية مفرطة للوظائف بطبيعة الحال - من دون وجود نظام لمعاقبة الأداء الرديء، لن يكون هناك حافز كبير للأداء الجيد. لكن من المفارقة أننا أبدينا قلقاً تجاه تأثيرات هذه المخاطر/الحواجز الأخلاقية بين الأفراد أكثر مما أبديناها بين الشركات، فأحدث ذلك تشويهاً في ردودنا على الأزمة الراهنة. وأعاق استعداد إدارة بوش للاستجابة لملايين الأميركيين الذين يفقدون بيوتهم أو وظائفهم. لم تشأ الإدارة أن تبدو كأنها "تكافئ" من انخرط في الاقتراض غير المسؤول. ولم تشأ زيادة تأمين البطالة لأن ذلك يضعف

الحوافز على البحث عن عمل. وكان يجدر بها ألا تقلق بشأن هذه المشاكل بقدر ما تقلق بشأن الحوافز المنحرفة لشبكة أمان الشركات التي أنشئت حديثاً<sup>(17)</sup>.

تحدثت الشركات الأميركية الميسورة عن أهمية الأمن أيضاً. وشددت على أهمية أمن حقوق الملكية، وكيف أنها لن تقدم على الاستثمار من دون وجود مثل هذا الأمن. فهي تنفر من المخاطر - على غرار الأميركيين العاديين. أولت السياسة العامة، وبخاصة في أوساط اليمين، اهتماماً كبيراً لهذه المخاوف بشأن أمن الملكية. لكن المفارقة أنها رأت وجوب تقليص الأمن الفردي، فقلّصت الأمن الاجتماعي والأمن الوظيفي للمواطنين العاديين. وذلك تناقض غريب، لا يشبهه سوى المناقشات التي جرت مؤخراً بشأن حقوق الإنسان<sup>(18)</sup>.

انهمكت الولايات المتحدة والاتحاد السوفياتي طوال عقود بعد بداية الحرب الباردة في معركة بشأن حقوق الإنسان. وقد أدرج الإعلان العالمي لحقوق الإنسان الحقوق الأساسية الاقتصادية والسياسية<sup>(19)</sup>. أرادت الولايات المتحدة التحدث عن الحقوق السياسية فقط، فيما أراد الاتحاد السوفياتي التحدث عن الحقوق الاقتصادية. وأولى كثيرون في العالم الثالث وزناً أكبر للحقوق الاقتصادية، مع أنهم لاحظوا أهمية الحقوق السياسية: ما الخير الذي يعنيه حق التصويت لشخص يتصور جوعاً؟ وشكّكوا فيما إذا كان غير المتعلم يستطيع ممارسة حق التصويت بصورة ذات مغزى فيما هناك قضايا خلافية معقدة.

أخيراً، بدأت إدارة بوش تدرك أهمية الحقوق الاقتصادية - لكن هذا الإدراك لم يكن متوازناً: أدركت حق رأس المال في التحرك بحرية داخل البلدان وخارجها، وتحرير أسواق رأس المال. ومن الحقوق الاقتصادية الأخرى التي شددت عليها حقوق الملكية الفكرية وحقوق الملكية على العموم. لكن هل يجب أن تحظى هذه الحقوق الاقتصادية - حقوق الشركات - بالأسبقية على حقوق الأفراد الاقتصادية الأساسية، مثل حق الحصول على الرعاية الصحية أو السكن أو التعليم؟ أو الحق بالمستوى الأدنى من الأمن؟

هذه هي المسائل الأساسية التي يجب على جميع المجتمعات مواجهتها.

ولا يدخل البحث المفصل لهذه المسائل في نطاق هذا الكتاب القصير. لكن يجب أن يتضح أن مسائل الحقوق هذه ليست منحة من الله. إنها منشآت اجتماعية. ويمكننا اعتبارها جزءاً من العقد الاجتماعي الذي يحكم كيف نعيش معاً كمجتمع.

## وقت الفراغ والاستدامة

هاتان قيمتان أخريان لا يعبر عنهما مقياس الناتج المحلي الإجمالي المعياري بطريقة جيدة: إننا نقدر وقت الفراغ، سواء استخدمناه للاسترخاء أو لقضاء الوقت مع الأسرة، أو للثقافة أو الرياضة. ويمكن أن يكون وقت الفراغ على قدر كبير من الأهمية للملايين الذين توفر لهم وظائفهم قدراً محدوداً من الرضا، ومن يعملون ليعيشوا بدلاً من أن يعيشوا ليعملوا.

احتفى كينز قبل خمس وسبعين عاماً بأن البشرية توشك أن تتحرر من "المشكلة الاقتصادية" للمرة الأولى في تاريخها<sup>(20)</sup>. فقد كرّس الإنسان طوال تاريخه معظم طاقاته لإيجاد الطعام والمأوى والملبس. لكن التقدم في العلوم والتكنولوجيا يعني إمكان تأمين هذه الاحتياجات الأساسية بالعمل بضع ساعات فقط في الأسبوع. على سبيل المثال، ينتج أقل من 2 بالمئة من القوة العاملة الأميركية كل الغذاء الذي يتناوله بلد مفرط في الاستهلاك وتزداد فيه السمنة بسرعة - بل يفيض ما يكفي لجعل بلدنا مصدراً رئيسياً للقمح والذرة وفول الصويا. وقد تساءل كينز عما سنصنعه بثمار هذا التقدم. وكان لديه أسس محقّة لإبداء القلق بالنظر إلى كيفية قضاء الوقت لدى الطبقات العليا في إنكلترا.

لم يتوقع تماماً ما حدث، وبخاصة في ثلث القرن الأخير. فقد استجابت أميركا وأوروبا بطريقتين مختلفتين في الظاهر. خلافاً لما توقع كينز، لم تتمتع أميركا ككل بمزيد من وقت الفراغ. بل ارتفع عدد ساعات عمل الأسرة في الواقع (بنحو 26 بالمئة في الثلاثين سنة الماضية)<sup>(21)</sup>. وأصبحنا مجتمعاً استهلاكياً/ مادياً: سيارتان في موقف كل بيت، وأي بود لكل أذن، وملابس من دون حدود. إننا نشترى ونبدد<sup>(22)</sup>. اتبعت أوروبا مساراً مختلفاً جداً. الإجازة التي تبلغ مدتها خمسة أسابيع هي المعيار - يرتعد الأوروبيون خشية من معيارنا الذي تبلغ

مدته أسبوعين. وتزيد مخرجات فرنسا في الساعة عن مخرجات الولايات المتحدة، لكن الفرنسي النموذجي يعمل ساعات أقل في السنة ويجني دخلاً أقل أيضاً.

هذه الاختلافات ليست وراثية. إنها تمثل التطور المختلف لمجتمعيها. ولن يرغب معظم الفرنسيين في تبادل الأماكن مع الأميركيين. لقد جرى التطور في أميركا وأوروبا من دون سابق تصور. وعلينا أن نسأل أنفسنا إذا كان ذلك مساراً اخترناه بأنفسنا. ويمكننا كعلماء اجتماع محاولة شرح لماذا اختار كل المسار الذي اتبعه.

ربما لن نتمكن من معرفة أي نمط عيش هو الأفضل. لكن نمط العيش الأميركي غير مستدام. وربما يكون نمط عيش الآخرين أكثر استدامة. وإذا حاول سكان البلدان النامية تقليد نمط العيش الأميركي، فمصير كوكبنا الخراب. ليس هناك ما يكفي من الموارد الطبيعية، ولن يكون التأثير على الاحترار العالمي محتملاً. لذا على أميركا أن تتغير - وسيتعين عليها التغير بسرعة.

## المجتمع والثقة

لم يغير نموذج الفردية اللفظ إلى جانب أصولية السوق كيف يفكر الأفراد في أنفسهم وتفضيلاتهم فحسب، وإنما كيفية علاقاتهم بعضهم مع بعض. ففي عالم الفردية الفظة، ليس هناك حاجة كبيرة إلى المجتمع ولا حاجة إلى الثقة. وتشكل الحكومة عائقاً، بل هي مشكلة وليست حلاً. لكن إذا تفتشت العوامل الخارجية وإخفاقات السوق، فثمة حاجة إلى عمل جماعي، ولن تكون الترتيبات الطوعية كافية (إذ ليس هناك سلطة "إنفاذ" أو طريقة للحرص على تصرف الناس كما يجب)<sup>(23)</sup>. لكن الأسوأ من ذلك أن الفردية الفظة مجتمعة مع المادية المتفشية أدت إلى تقويض الثقة. الثقة حتى في اقتصاد السوق هي شحم التزليق الذي يسهل عمل المجتمع. يمكن أن يتدبر المجتمع أمره من دون ثقة - من خلال اللجوء إلى وسيلة إنفاذ قانونية مثل العقود - لكن ذلك هو الخيار

المفضول. في الأزمة الراهنة، فقد المصرفيون ثقتنا، وفقدوا ثقتهم ببعضهم ببعض. وقد شدد المؤرخون القانونيون على الدور الذي أدته الثقة في تطوير التجارة والعمل المصرفي. ومن أسباب تطوّر بعض المجتمعات كتجار وممولين عالميين أن أعضاء المجتمع يثقون بعضهم ببعض<sup>(24)</sup>. ولعل الدرس الكبير المستخلص من هذه الأزمة أن قطاعنا المالي المعقّد لا يزال يعتمد على الثقة على الرغم من التغييرات التي أدخلت في القرون القليلة الأخيرة. وعندما انهارت الثقة، جمد اقتصادنا. لكننا أنشأنا نظاماً اقتصادياً يشجّع السلوك القصير النظر - السلوك الذي لا يأخذ تكاليف انهيار الثقة في الحسبان. (هذا السلوك القصير النظر يفسّر كما رأينا الجوانب المقلقة الأخرى لسلوك نظامنا المالي - ويفسّر عدم رغبة المجتمع في التعامل مع المشاكل البيئية التي لن تنتهي)

أدت الأزمة المالية إلى تآكل الثقة وسرعته. فقد اعتبرنا الثقة أمراً مسلماً به، فكان أن ضعفت. وإذا لم ندخل تغييرات جوهرية فلن نتمكن من الاعتماد على الثقة ثانية. وإذا كان الأمر كذلك فسيحدث ذلك تغييراً جوهرياً في كيفية تعاملنا بعضنا مع بعض، وسيعيق علاقتنا بعضنا ببعض، ويغيّر كيف نفكر في أنفسنا وفي الآخرين. وسيتآكل معنى المجتمع، وتضعف كفاءة اقتصادنا.

يقدم التسنيّد وكيفية استخدامه مثلاً على كيف يمكن أن تضعف الأسواق العلاقات الشخصية والمجتمع. فالعلاقة "الودية" في المجتمع المستقر بين المصرفي والمقترض، حيث يعرف المصرفي الشخص الذي يقترض المال (إذا تعرّض المقترض لمشكلة حقيقية، يعرف المصرفي كيف يعيد هيكلة قرضه) ربما كانت خرافة إلى حدّ ما. لكنها لا تزال تحمل بعض الحقيقة، فهي علاقة تقوم جزئياً على الثقة. لم يعد للثقة دور مع التسنيّد، فليس هناك بين المقرض والمقترض أي علاقة شخصية. كل شيء مغفل، وتتلخّص جميع المعلومات ذات الصلة عن خصائص الرهن العقاري في بيانات إحصائية. وعندما يوصف من تدمر حياتهم بأنهم مجرد بيانات، فإن القضايا الوحيدة في إعادة الهيكلة تتعلق بما هو قانوني - ما يُسمح لمخدّم الرهن بالقيام به - وبما يعظّم العائد المتوقع لمالكي الأوراق المالية. لم تدمر الثقة بين المقرض والمقرض فحسب، وإنما لم



تعد موجودة أيضاً بين مختلف الأطراف الأخرى: على سبيل المثال، لا يثق حامل الأوراق المالية بأن مقدّم الخدمة يعمل لمصلحته. وفي ظل انعدام الثقة، فإن العديد من العقود تقيّد نطاق إعادة الهيكلة<sup>(25)</sup>. ويؤدي ذلك إلى معاناة المقرضين والمقترضين عندما يتورطون في نزاعات قانونية. ولا يفوز إلا المحامون.

لكن حتى عندما تكون إعادة الهيكلة ممكنة، فإن الحوافز نفسها التي أدّت إلى قيام المقرضين باستغلال المقرضين تبقى قائمة. وإذا كان هناك أي تعاطف بين المصرفيين، فليس هذا الوقت الملائم لذلك: إنهم قلقون بشأن استلام راتبهم التالي. فلماذا لا نتوقّع عندئذ ألا تستخدم ثانية الممارسات التي ألقوها، أي كيف يستغلون مالكي البيوت العاديين لزيادة أرباحهم؟ تبدو أمارات الدهشة على وسائل الإعلام والحكومة وتبرز رواية تلو أخرى عن تباطؤ سرعة إعادة الهيكلة، وأن العديد من عمليات إعادة الهيكلة مضرّة جداً بالمقرضين. ما يريده المقرضون هو إعادة هيكلة تمديد فترة دفع الأقساط، وتزيد الرسوم على المدى القصير، ويعرفون أن كثيراً من المقرضين يعجزون عن تسديد أقساطهم الشهرية ولا يريدون فقدان بيوتهم لذا فإنهم سيقعون ضحية هذه الاتفاقيات الرديئة.

سيبقى التسنيّد قائماً، فهو جزء من واقع الاقتصاد الحديث. لكننا قدّمنا الإعانة ضمنياً للتسنيّد من خلال عمليات الإنقاذ. وعلينا على الأقل إتاحة تكافؤ الفرص - وربما يجب علينا الثاني عنه.

### بيت منقسم

كشفت الأزمة عن تصدّعات في مجتمعنا، بين وول ستريت ومين ستريت، وبين أثرياء أميركا وبقية مجتمعنا. وقد بيّنت كيف تجمّدت مداخيل معظم الأميركيين أو تراجع في العقود الثلاثة الأخيرة، في حين حقّقت الصفوة نجاحات كبيرة جداً. وتم التستّر على العواقب، فطلب ممن في الأسفل - أو حتى في الوسط - مواصلة الاستهلاك كما لو أن مداخيلهم ترتفع، وشجّعوا على أن ينفقوا أكثر من

مداخيلهم عن طريق الاقتراض، وساعدت الفقاعة في ذلك. غير أن عواقب العودة إلى الواقع بسيطة - لا بد من أن تهبط مستويات المعيشة. وأعتقد أن تحقيق ذلك يكمن خلف حدة الجدل بشأن مكافآت المصارف.

البلد بأكمله ينفق أكثر من مدخوله. ولا بدّ من إجراء بعض التعديلات. ولا بدّ من أن يتحمل أحد تكاليف عمليات إنقاذ المصارف. بل إن التقاسم النسبي سيكون بمثابة كارثة على معظم الأميركيين. ليس هناك أي خيار مع تراجع دخل الأسر الوسطي بنسبة 4 بالمئة عما كان عليه في سنة 2000: إذا أردنا المحافظة على أي إحساس بالعدالة، يجب أن يتحمّل التعديل الصفوة الذين كسبوا الكثير في العقود الثلاثة الأخيرة، والقطاع المالي الذي فرض مثل هذه التكاليف الباهظة على ما تبقى من المجتمع.

لكن تحقيق ذلك لن يكون سهلاً من الناحية السياسية. فالقطاع المالي لا يريد تحمّل المسؤولية عن فشله. وجزء من السلوك الأخلاقي والمسؤولية الفردية قبول الملامة عند استحقاقها، فكل البشر خطّائون - بما في ذلك المصرفيون. لكننا رأينا أنهم عملوا جاهدين لإلقاء التبعة على الآخرين - بمن فيهم ضحاياهم.

لسنا الوحيدين في مواجهة التعديلات القادمة. فقد كان النظام المالي البريطاني أكثر انتفاخاً من ذلك الموجود في الولايات المتحدة. وكان مصرف رويال بنك أوف سكوتلند، قبل انهياره، أكبر مصرف في أوروبا وعاني من أشدّ الخسائر في سنة 2008. وعلى غرار الولايات المتحدة، شهدت المملكة المتحدة فقاعة عقارية انفجرت الآن. وربما يتطلّب التكيف مع الواقع الجديد خفض الإنفاق ما يقرب من 10 بالمئة<sup>(26)</sup>.

## الرؤية وما يتعلق بها

لم تعتمد الحكومات الأميركية إلى التفكير الواعي بشأن هيكلة الاقتصاد أو إعادة هيكلته، لكن ثمة استثناء واحداً - الدخول في اقتصاد الحرب والخروج منه. في حالة الحرب العالمية الثانية، أنجز ذلك بصورة جيدة جداً. لكن قيامنا بذلك عن وعي لا يعني أن السياسة العامة لم تؤثر في مجتمعنا. فقد أنشأ برنامج

الطرق السريعة لأيزنهاور الضواحي الحديثة - بجميع أخطائها، بما في ذلك تكاليف الطاقة والانبعاثات والوقت الذي يستغرقه الذهاب والإياب. وأدّى إلى دمار بعض مدننا مع جميع المشاكل الاجتماعية التي رافقت ذلك.

قلت في الفصل السابع إن مجتمعنا الحديث، سواء أحببنا ذلك أم لا، يتطلب أن تؤدي الحكومة دوراً كبيراً: من وضع القوانين وإنفاذها، إلى توفير البنية التحتية، إلى تمويل الأبحاث، وتوفير التعليم والصحة ومختلف أشكال الحماية الاجتماعية. وكثير من النفقات طويلة الأجل وذات تأثيرات على المدى البعيد (كما تتجسّد في برنامج الطرق السريعة لأيزنهاور). إذا أريد إنفاق الأموال بطريقة جيدة، فلا بدّ من التفكير بشأن ما نريد وإلى أين نذهب.

رأينا في هذا الكتاب العديد من التغيّرات التي أدّت، من خلال تفاعلها معاً، إلى تغيير طبيعة السوق ومجتمعنا: ابتعاد عن المنظور الأكثر توازناً للفرد والمجتمع (بما في ذلك الحكومة)، وعن المنظور الأكثر توازناً للأنشطة الاقتصادية وغير الاقتصادية، وعن دور السوق والدولة الأكثر توازناً، وعن العلاقات بين الأفراد التي تتوسّطها الثقة إلى العلاقات التي تتوسّطها السوق وتعتمد على الإنفاذ القانوني.

شهدنا أيضاً تزايد توجّه الأفراد والشركات والحكومة إلى المدى القصير. فكما أشرنا، يعود جزء من سبب المشاكل الأخيرة في العديد من قطاعات الاقتصاد الأميركي، بما في ذلك القطاع المالي، إلى التركيز المفرط على المدى القصير (وهو في حدّ ذاته من نواحي الرأسمالية الإدارية). النجاح على المدى الطويل يتطلب تفكيراً - رؤية - على المدى الطويل، لكننا بنينا الأسواق اليوم بطرق تشجّع على العكس، وثنيّا الحكومة عن ملء الفراغ. والحجة الداعية إلى التفكير الحكومي على المدى الطويل أعظم من ذلك - على الرغم من أن حوافز السياسيين للتفكير على المدى القصير تماثل حوافز مديري الشركات قوة أو تزيد.

التفكير على المدى الطويل يعني امتلاك الرؤية. وقد عبّر جيل ميشال،

رئيس صندوق الاستثمار الاستراتيجي الفرنسي بقوة، "للدولة الحق في أن تمتلك رؤية. ... إننا نعتبر أنه يجوز للسلطة العامة إبداء القلق بشأن طبيعة تطوّر النسيج الصناعي للبلد"<sup>(27)</sup>. لقد قدّمت النظرية الاقتصادية جزءاً من المبرر المنطقي: وجود العوامل الخارجية (إذا أردنا العودة إلى موضوع شائع في هذا الكتاب). يمكن أن يكون لتطوير صناعة جديدة أو منتج جديد تأثيرات تموجية على الآخرين - منافع ربما لا يراها رائد الأعمال، ولا يستطيع التقاطها حتى إذا رآها.

إن الحكومة تنفق مبالغ طائلة، لذا من الصعب ألا يكون لديها رؤية، رؤية لكل صغيرة وكبيرة: بلد أكثر اعتماداً على المركبات الشرهة في استهلاك الوقود، أو على المواصلات العامة، على المواصلات الجوية أو الحديدية؛ اقتصاد يتوجّه نحو البحوث والابتكار والتعليم أو نحو الصناعة. إن حزمة الحوافز التي أقرت في شباط/فبراير 2009 تعرض أمثلة على ما يمكن أن يحدث من دون رؤية: البلد يشقّ طرقاً جديدة فيما تُجبر المجتمعات المحلية على تسريح المعلمين وتُجبر الجامعات على إجراء تخفيضات كبيرة على النفقات. والتخفيضات الضريبية تشجّع على الاستهلاك، فيما على الحكومة تعزيز الاستثمار.

### السياسات والاقتصاد والمجتمع - الفساد على الطريقة الأميركية

هناك إدراك منذ مدة طويلة للعديد من المشاكل التي تناولناها، مع ذلك فإن التقدّم في معالجتها بطيء. لماذا لا يستطيع بلد لديه كثير من الموهوبين - بلد يستطيع إرسال إنسان إلى القمر - القيام بعمل أفضل لحلّ هذه المشاكل هنا على الأرض؟

حذر الرئيس أيزنهاور من مخاطر المجمع الصناعي العسكري<sup>(28)</sup>. لكن ذلك المجمع توسّع في نصف القرن الأخير: تشمل الفئات ذات المصالح الخاصة التي تؤثر في السياسة الاقتصادية والاجتماعية الأميركية الشؤون المالية والأدوية والنفط والفحم. وقد جعل تأثيرها السياسي صنع السياسات العقلانية أمراً

متعذراً. في بعض الحالات، تؤدي مجموعات الضغط دوراً مفهوماً في تفسير الظواهر الاجتماعية والاقتصادية المعقدة - بوجهة نظر منحازة بطبيعة الحال. لكن لم تكن أعمالهم في كثير من القضايا الرئيسية أكثر من محاولة عارية لكسب المال، كما يتجسد في طلب صناعة الأدوية من الحكومة، أكبر مشترٍ للدواء، عدم المساومة معها على أسعار الأدوية. لكن القطاع المالي جسد الأسوأ قبل الأزمة وبعدها على السواء.

سيكون من الصعب على الولايات المتحدة تحقيق أي رؤية تراها لنفسها عندما تعمي بصيرتها المساهمات في الحملات الانتخابية ومجموعات الضغط ونظام الأبواب الدوارة. ربما نتمكن من بلوغ تحقيق رؤانا من دون تخطيط مسبق، لكن ما التكاليف التي سنتكبدها اليوم وتتكبدها أجيال المستقبل؟ يجب أن تكون هذه الأزمة حافزاً لنا على الاستيقاظ: يمكن أن تكون التكاليف عالية، بل عالية جداً وتتجاوز ما يستطيع أغنى بلد في العالم احتماله.

### ملاحظات ختامية

أقوم بتأليف هذا الكتاب وسط المعمة. وقد انتهى الإحساس بالسقوط الحر. وربما يكون الإحساس بالأزمة قد انتهى عند صدور الكتاب، وعاد الاقتصاد إلى العمالة الكاملة - على الرغم من أن ذلك مستبعد.

قلت إن المشاكل التي يواجهها بلدنا والعالم تقتضي أكثر من إجراء تعديل طفيف على النظام المالي. ورأى بعضهم أننا عانينا من مشكلة ثانوية في نظام السبابة، بسبب اختناق الأنابيب. وقد اتصلنا بالسباكين أنفسهم الذين ركّبوا نظام السبابة - يفترض بهم بعد إحداث الفوضى أن يكونوا على دراية بكيفية إصلاح الأمور. علينا أن نغض الطرف إذا غالوا في الرسوم التي تقاضوها منا للتركيب، وأن نغض الطرف إذا غالوا في الرسوم التي تقاضوها للإصلاح. علينا أن نكون من الشاكرين لأن نظام السبابة عاود العمل ثانية، فلندفع الفواتير بهدوء وندعو أن يكون عملهم هذه المرة أفضل من المرة الأخيرة.

لكن الأمر ليس مجرد "سباكة": الإخفاقات في نظامنا المالي ترمز إلى إخفاقات أكبر في نظامنا الاقتصادي، وتعكس الإخفاقات في نظامنا الاقتصادي مشاكل أعمق يعاني منها مجتمعنا. بدأنا عملية الإنقاذ من إدراك واضح لنوع النظام المالي الذي نريده في النهاية، وتأثرت النتيجة بالقوى السياسية نفسها التي أوقعتنا في هذه الفوضى. لم نغيّر نظامنا المالي، لذا ربما يجب ألا نفاجأ بأي من ذلك. مع ذلك، كان هناك أمل بأن التغيير ممكن، بل ضروري.

لا شك في أنه ستطرأ تغيّرات نتيجة للأزمة، ولن تتم العودة إلى عالم ما قبلها. لكن ما عمق هذه التغيّرات وجوهرها؟ وهل ستكون في الاتجاه الصحيح؟ لقد فقدنا الإحساس بالإلحاح، وما حصل حتى الآن لا ينبئ بالخير في المستقبل.

ستتحسّن الرقابة في بعض المجالات - سيكبح فرط نسبة المديونية بالتأكيد. لكن الملاحظ أن التقدّم المتحقّق، عند دفع هذا الكتاب إلى المطبعة، قليل جداً في مجالات أخرى - سيسمح للمصارف الأكبر من أن تفشل بمواصلة العمل كما في السابق إلى حدّ كبير، وستتواصل الأوراق المالية المشتقة في السوق الموازية بلا هوادة تقريباً، وسيستمر حصول المديرين التنفيذيين في القطاع المالي على مكافآت ضخمة. سيتم القيام بعمل تجميلي في كل من هذه المجالات، لكنه سيقصر كثيراً عن المطلوب. وفي بعض المجالات الأخرى سيستمر إلغاء الرقابة بسرعة مع أنه أمر مخيف: يبدو أن الحماية الأساسية للمستثمرين العاديين ستضعف بإضعاف قانون ساربينز - أكسلي الذي أقرّه كونغرس جمهوري في أعقاب فضائح إنرون وسواها من شركات الدوت كوم ووقّع عليه رئيس ديمقراطي إلا إذا حال الاعتراض الشعبي دون ذلك.

ازدادت الأمور سوءاً في العديد من المجالات المهمة وسط الأزمة. فنحن لم نغيّر مؤسساتنا فحسب - بالتشجيع على التركّز في قطاع المال - وإنما قواعد الرأسمالية أيضاً. وأعلنا أن الانضباط في السوق لن يفرض على المؤسسات المفضّلة أو سيكون قليلاً. وأنشأنا رأسمالية بديلة من دون قواعد واضحة - ولكن ذات نتيجة متوقّعة: أزمات في المستقبل، ومخاطرة مفرطة على حساب المصلحة العامة بصرف النظر عن عود نظام الرقابة الجديد، وتعاظم انعدام

الكفاءة. لقد قدّمنا المواعظ عن أهمية الشفافية، لكننا منحنا المصارف مجاًلاً واسعاً للتلاعب بدفاترها. في الأزمات السابقة ثارت المخاوف بشأن المخاطر الأخلاقية، أي الحوافز المعاكسة التي تقدّمها عمليات الإنقاذ. لكن حجم هذه الأزمة أعطى معنى جديداً لهذا المفهوم.

تغيّرت قواعد اللعبة عالمياً أيضاً. فقد ماتت سياسات إجماع واشنطن والإيديولوجية التي تقوم عليها أصولية السوق. في الماضي، ربما ثار جدال بشأن ما إذا كانت الفرص متكافئة بين البلدان المتقدّمة والأقل تقدّماً، الآن لا يمكن المجادلة في ذلك. البلدان الفقيرة لا تستطيع أن تدعم مؤسساتها بالطريقة التي تفعلها البلدان الغنية، وذلك يغيّر المخاطر التي تستطيع القيام بها. لقد شهدت إساءة إدارة مخاطر العولمة، لكن الإصلاحات المأمول إدخالها على كيفية إدارة العولمة لا تزال بعيدة.

لقد أصبح من المبتذل ملاحظة أن الرموز الصينية للأزمة تعكس "الخطر" و"الفرصة". لقد شهدنا الخطر، فهل سننتهز الفرصة لاستعادة التوازن بين السوق والدولة، وبين الفردية والمجتمع، وبين الإنسان والطبيعة، وبين الوسائل والغايات؟ لدينا الآن الفرصة لإنشاء نظام مالي جديد يقوم بما يحتاج البشر إلى أن يقوم به النظام المالي، وإنشاء نظام اقتصادي جديد يستحدث وظائف ذات مغزى، وعملاً لائقاً لكل من يحتاج إلى عمل، نظام تضيق فيه الفجوة بين من يملكون ومن لا يملكون، بدلاً من أن تتوسّع. والأهم من ذلك إنشاء مجتمع جديد يكون فيه كل فرد قادر على تحقيق تطلّعاته ومنسجماً مع قدراته، مجتمع ينسجم فيه المواطنون مع المثلّ والقيم المشتركة، مجتمع يعامل الكوكب بالاحترام الذي يتطلبه على المدى البعيد. هذه هي الفرص، والخطر الحقيقي الآن ألا نتمكّن من اغتنامها.

## الخاتمة

في الشهور الثمانية التي تلت صدور الطبعة الأولى، تكشّفت الأحداث كما هو متوقّع (للأسف) إلى حدّ كبير: بقي النموّ ضعيفاً واستمرّ ارتفاع البطالة بعناد، وتواصلت عمليات حبس الرهن بسرعة، واستعيدت علاوات المصارف وأرباحها، ولم يعد تقديم القروض إلى سابق عهده مع أن استئناف الإقراض كان السبب المفترض لإنقاذ المصارف. وكما هو متوقّع، فإن السقوط السياسي الناجم عن هذه الإخفاقات يعني أن من غير المرجّح أن يوافق الكونغرس على حزمة الحوافز الثانية التي تدعو الحاجة إليها.

تبيّن أن بعض المسائل - الأزمة في أوروبا وحجم الممارسات الاحتياطية وغير الأخلاقية للمصارف - أسوأ من المتوقّع، وأن بعضاً آخر - حجم الخسائر في عمليات إنقاذ المصارف - أقلّ سوءاً مما كان متوقعاً. وجاءت الإصلاحات في الرقابة على القطاع المالي أقوى من المتوقّع، ويعود الفضل في ذلك على وجه الخصوص إلى غولدمان ساكس - تغلّب الغضب الشعبي الناجم عن سلوكها على أموال المصارف وضغوطها. غير أن المصارف تمكّنت من التخفيف من الضوابط الرقابية بالقدر الكافي الذي جعل احتمال وقوع أزمة أخرى في المستقبل غير ضئيل: لقد اشترينا القليل من الوقت قبل حدوث الأزمة التالية، وربما خفّضنا التكلفة المحتملة التي يتكبّدها اقتصادنا وخزینتنا.



الأخبار الحقيقية في الأشهر الثمانية الماضية هي إقرار المسؤولين الحكوميين والاقتصاديين ببطء بالصورة الكثيفة للمستقبل الفوري التي نبّهت إليها: معدلات بطالة جديدة أعلى من المعتاد، ونموّ منخفض ومستويات منخفضة من الخدمات العامة في البلدان الصناعية المتقدّمة. لقد حلّ اعتلال على الطريقة اليابانية لا نهاية له في الأفق محل الازدهار. لكن في "العقد الضائع" في اليابان، بقيت البطالة متدنية والتماسك الاجتماعي مرتفعاً على الأقل. أما في أوروبا وأميركا، فإن بعض الاقتصاديين يتحدثون عن معدّل بطالة مستمرة يبلغ 7.5 بالمئة، وهو أعلى بكثير من معدّل 4.2 بالمئة الذي كان قائماً في التسعينيات (1990يات). لقد أحدثت الأزمة الاقتصادية في الواقع ضرراً طويلاً المدى في اقتصادنا لن نتعافى منه إلا بالتدريج<sup>(1)</sup>.

لم يكن القطاع الخاص وحده هو الذي يعيش في عالم من الأحلام تدعمه فقاعات العقارات والأسهم. بل شاركت الحكومات في ذلك الحلم بصورة غير مباشرة بحصولها على بعض "الدخل الوهمي" من الفقاعة على شكل عائدات ضريبية. وعندما ضربت الأزمة، اكتشفت البلدان التي اعتقدت أنها كانت حكيمة من الناحية المالية، مثل إسبانيا، وحققت فائضاً قبل الأزمة، أنها لا تواجه عجزاً دورياً مؤقتاً فحسب، وإنما عجزاً هيكلياً أيضاً<sup>(2)</sup>. وحتى إذا عادت اقتصاداتها إلى العمالة الكاملة، فإنها ستعاني على الأرجح من فجوة في الموازنة. أما بالنسبة إلى البلدان الطائشة من الناحية المالية، مثل الولايات المتحدة في عهد الرئيس جورج دبليو بوش واليونان في عهد رئيس الوزراء كوستاس كرامنليس، فإن الأمور أكثر سوءاً. فبحلول سنة 2009، ارتفع العجز الأميركي إلى 9.9 بالمئة من الناتج المحلي الإجمالي، والعجز اليوناني إلى 13.6 بالمئة. ولن تكون إعادة هذا العجز إلى الصفر مجرد مسألة انتظار للتعافي، لأن هذه البلدان واجهت عجزاً حتى عندما كانت اقتصاداتها تتمتع بعمالة شبه كاملة وعائداتها الضريبية معززة بالضرائب على أرباح الفقاعات، وإنما تقتضي زيادات كبيرة على الضرائب أو تخفيضات كبيرة في النفقات. لكن الأمر ينطوي على صعوبة: مع تعثر التعافي العالمي، فإن أي تخفيضات في

النفقات أو زيادات على الضرائب ستؤدي حتماً إلى تباطؤ النمو، وربما تدفع العديد من الاقتصادات إلى ركود مضاعف(\*).

على الرغم من هذه التوقعات الكثيرة للاقتصاد العالمي، سرعان ما صدرت دعوات إلى لجم العجز عن وول ستريت والأسواق المالية. لقد أدى قصر نظرها إلى إحداث الأزمة، وها هم الآن يبدون قصر نظر مماثلاً بالمطالبة بسياسات تؤدي إلى استمرارها. إنهم يطالبون بإجراء تخفيضات في الموازنة، وبخلاف ذلك فإنهم، إلى جانب وكالات التصنيف، يحذرون من أن أسعار الفائدة سترتفع وسيترجع الحصول على القروض، ولن يكون أمام البلدان من خيار سوى تخفيض الإنفاق. لكن ما إن أعلنت إسبانيا عن إجراء تخفيضات في الموازنة في أيار/مايو [2010] حتى ردت وكالات التصنيف والأسواق: زعموا، وأعتقد أنهم مصيبون، أن تخفيض الإنفاق سيبطئ النمو. وبتباطؤ النمو، تترجع العائدات الضريبية، وترتفع النفقات الاجتماعية (مثل إعانات البطالة)، ويبقى العجز كبيراً. وخفّضت فيتش (Fitch)، وهي إحدى وكالات التصنيف الرائدة الثلاث، تصنيف إسبانيا الائتماني، وواصلت أسعار الفائدة التي عليها دفعها الارتفاع. وهكذا فإن البلدان ستواجه مشكلة سواء خفّضت الإنفاق أم لم تخفّضه. فالمرة الوحيدة التي أبدت فيها الأسواق بعض التسامح عندما ذهبت الأموال إلى خزائنها مباشرة، كما حدث في أثناء عملية الإنقاذ العظيم [2008].

يتبين أن هذه النتائج أشدّ إيلاًماً عندما يؤخذ في الحسبان لحظة الوحدة الوطنية والعالمية التي حدثت في ذروة الأزمة، عندما وقفت البلدان معاً لتواجه الكارثة الاقتصادية العالمية. ولأول مرة تجمع مجموعة العشرين البلدان المتقدمة مع البلدان ذات الأسواق الناشئة لحل مشكلة العالم العالمية. أتى حين من الوقت أصبح فيه العالم كينزياً بأكمله، وسقطت مصداقية الفكرة المضلّة بأن الأسواق التي لا تخضع للتدخل والرقابة تتسم بالاستقرار والكفاءة. وساد أمل ببروز رأسمالية أكثر اعتدالاً ونظام اقتصادي عالمي جديد أكثر توازناً - اقتصاد يمكن أن يحقق استقراراً أكبر على المدى القصير على الأقل ويعالج المشاكل القائمة منذ مدة طويلة، وهي التي

(\*) يشير إلى ركود يليه تعافٍ قصير يعقبه ركود آخر - المترجم

تناولتها بالتفصيل في الفصل السابع (مثل الفجوة الكبيرة والمتنامية بين الأغنياء والفقراء، وتكيف اقتصادنا مع تهديد الاحترار العالمي، وتحريره من اعتماده على النفط، وإعادة هيكلته كي ينافس بفعالية البلدان الناشئة في آسيا).

أخذ الأمل الذي انتشر في الشهور الأولى للأزمة يتبدد بسرعة. وحلّ محله مزاج جديد يسيطر عليه القنوط: ربما يكون الطريق إلى التعافي بطيئاً، بل أبطأ مما اقترحت، وربما تصبح التوتّرات الاجتماعية أشدّ وطأة. لقد عاد المسؤولون في المصارف إلى بيوتهم حاملين معهم علاوات بملايين الدولارات، في حين لا يواجه المواطنون العاديون البطالة الطويلة فحسب وإنما أيضاً شبكة أمان من البطالة لا ترقى إلى مواجهة تحديات الركود العظيم. وربما تنمو الانقسامات - الاقتصادية والإيديولوجية - داخل البلدان وفيما بينها وتتعاظم. ومع استمرار التراجع الاقتصادي، تستمرّ الحاجة إلى اتخاذ إجراء عالمي، لكن هذه الانقسامات تزيد من صعوبة استجابة الولايات المتحدة بالشكل الملائم، وتبدد الأمل باتخاذ مثل هذا الإجراء العالمي المنسّق المرغوب فيه.

في هذه الخاتمة أراجع الأحداث الرئيسية - السياسية والاقتصادية على السواء - التي حدثت منذ صدور الطبعة الأولى من هذا الكتاب، وأتفحص كيف تعزّز استنتاجاتي الباكورة أو تعدّلها. لقد أبرزت هذه الأحداث مفاهيم وأسئلة جديدة وأدخلت زخماً جديداً للإجابة عن الأسئلة القديمة. يدعي المنتقدون أن الاقتصاد الكينزي، على سبيل المثال، يؤجّل يوم الحساب فقط. لكنني أقدم الحجّة في هذه الخاتمة على أن قدر العالم سيكون التراجع الطويل الأجل إذا لم نعد إلى المبادئ الأساسية للاقتصاد الكينزي.

لقد نقلت الأزمة العالم إلى أرض لا خريطة لها ويكتنفها الكثير من عدم اليقين. لكن ثمة أمراً واحداً يمكننا التيقّن منه نسبياً: إذا واصلت البلدان المتقدّمة اتباع المسار الذي يبدو أنها شرعت فيه اليوم، فسيتضاءل احتمال حدوث تعافٍ في أي وقت قريب. وستتقلّص المواقع السياسية والاقتصادية النسبية للولايات المتحدة وأوروبا كثيراً نتيجة لذلك، وكذا قدرتنا على التعامل مع المشاكل الطويلة الأمد التي يتوقّف عليها رفاهنا في المستقبل<sup>(3)</sup>.

## مسار الاقتصاد

بدأت إدارة أوباما بُعيد تسلمها مهامها تدافع عن تعافي الاقتصاد على أمل أن تحمل الأخبار السارة الأميركيين إلى مراكز التسوق ثانية. وقد نوى الشطء المفترض الذي رآته ببصرها الحادّ في آذار/مارس 2009 بحلول نهاية الصيف، لكن النموّ استؤنف نحو نهاية السنة بحيث دفع لاري سمرز، رئيس المجلس الاقتصادي القومي للرئيس أوباما، إلى الإعلان عن انتهاء الركود. وكان الحال كذلك بالنسبة إلى المصارف التي أحدثت الأزمة: منحتها الحكومة النقود بمعدّل فائدة قريب من الصفر ما أتاح لها العودة إلى الاتجار العالي المخاطر وغيره من أنشطة المضاربة وتحقيق أرباح جيدة. غير أن الأمور بقيت كئيبة في سائر الاقتصاد - ولا يشاهد ذلك بوضوح أكبر مما يشاهد في سوق العمالة، حيث شهد كل شهر أرقاماً قياسية جديدة في أعداد الأميركيين العاطلين عن العمل (أو الذين يطلق عليهم اسم عاطلين عن العمل إذا لم يتخلّوا عن البحث عن عمل)<sup>(4)</sup>. وقد توقّعتُ هذا الأمر المخيب للآمال، إذ لم أر شيئاً في الأفق يمكن أن يحلّ محل فقاعة المساكن والدفع الذي منحته للطلب الكلي. أصبحت المخرجات الأميركية محدودة بالطلب، لأن انهيار فقاعة المساكن وضع حدّاً لطفرة الاستهلاك. وهذه الحقائق، إلى جانب القطاع المالي المثير للمشاكل، تؤدّي إلى ضعف الاستثمار. كما أن من يشتري المنتجات الأميركية يتقاسم معنا المشاكل التي نواجهها، لذا ضعفت الصادرات أيضاً. وأصبحت الحكومة الحائل الوحيد دون وقوع كارثة أسوأ.

## سوق العمالة

في أواسط سنة 2009، اتضح أن سرعة تراجع الوظائف التي ميّزت أوائل سنة 2009 - فقدت 750,000 وظيفة في كانون الثاني/يناير وحده - لن تتواصل. وساد الابتهاج، في بعض الأوساط، عندما بدا أن المدّ قد انحسر في الربع الأول من سنة 2010. مع ذلك فإن المئة وخمسين ألف وظيفة التي استحدثت في ذلك الربع تشكّل أقلّ من نصف العدد الذي يجب أن يستحدث عادة للداخلين الجدد

إلى سوق العمالة - استمر تزايد عجز الوظائف في الواقع. ولا يُظهر معدّل البطالة الإحصائي الذي بقي ثابتاً (أعلى من 9 بالمئة بكثير) أعداداً كبيرة من "العمال المحبطين" الذين عرفوا أنه لا توجد وظائف. لم يجد سوى 1 بالمئة من العاطلين عن العمل وظيفة في الربع الأول، وثلث هذه الوظائف عمال إحصاء مؤقتين. وتزايدت أعداد العمال الذي ينفقون من مدخراتهم أو يواجهون احتمالات انتهاء إعانات البطالة. وبلغ جزء العاطلين عن العمل منذ ستة أشهر أو أكثر - النصف تقريباً - مستويات غير مسبقة منذ بدأ جمع البيانات في سنة 1948<sup>(5)</sup>. ومع امتداد الركود، تبين أن كل تمديد لإعانات البطالة ليس سوى مسكن مؤقت - وكلما حاول المهتمون بمحنة العاطلين عن عمل منذ أمد طويل الحصول على تمديد جديد، وضع عضو ما في الكونغرس أو حَدَث آخر العقوبات في طريقهم. وتكرّر حدوث ذلك في حزيران/يونيو 2010، بحيث دخل الكونغرس عطلة السّنة في 4 تموز/يوليو من دون إقرار التمديد، ما ترك 3 ملايين يواجهون خطر توقّف إعاناتهم في نهاية ذلك الشهر<sup>(6)</sup>. كما أصبح من المرجح تأكّد التجارب التي شهدتها التراجعات الاقتصادية السابقة: سيجد من تعطلّ عن العمل فترات طويلة صعوبة متزايدة في إيجاد وظيفة أخرى، وعندما ينجحون في إيجاد واحدة فإنما يكون ذلك بأجر أكثر انخفاضاً<sup>(7)</sup>.

مع أن البيانات المتاحة في أوائل سنة 2010 كشفت ما توقّعه العديّدون، واستثناف النموّ في النصف الثاني من سنة 2009، فقد انعكس تقلّب ذلك النموّ في رفض المكتب القومي للبحوث الاقتصادية - مجموعة الأكاديميين المستقلة المسؤولة عن تحديد تواريخ الركود - الإعلان عن انتهاء الركود حتى في أواسط سنة 2010. ومع وجود خطر حقيقي لاحتمال انزلاق الاقتصاد بسرعة في تراجع آخر، فإن من الخطأ تصنيف التراجع اللاحق بأنه ركود منفصل. بل هو في الواقع استمرار للركود العظيم لسنة 2008.

### أزمة القروض المضمونة برهن عقاري

هناك أسباب عديدة أخرى للقلق بشأن الاتجاه الذي يسلكه الاقتصاد، إلى جانب

استمرار ضعف أسواق العمال. منها استمرار مشكلة السوق العقارية: ربما "استقرت" السوق العقارية، لكن الأسعار لا تزال أدنى بنحو 30 بالمئة من الذروة، وتلك النسبة متوسطة. ففي بعض أنحاء البلد طرأ تراجع بنسبة 50 بالمئة أو أكثر. وبقي ربع القروض المضمونة برهن عقاري أعلى من قيمة العقار، وتوحي التوقعات أن ما بين 2.5 و3.5 ملايين أميركي سيفقدون بيوتهم في سنة 2010، وهو عدد أكبر من العديدين المسجلين في السنتين السابقتين. ولوضع مقدار سوء الأمور في نصابه الصحيح، فإن عدد الوحدات السكنية الجديدة في أيار/مايو 2010 كان أقل من ثلث مستوى ما كان عليه في أيار/مايو 2005، وأقل من نصف مستوى ما كان عليه قبل خمس عشرة سنة، في أيار/مايو 1995<sup>(8)</sup>.

لقد كانت مبادرات الإدارة بشأن القروض المضمونة برهن عقاري غير كافية كما توقعت. وكانت المبادرات الأخرى لمساعدة سوق المساكن مجرد حلول مؤقتة. وعندما انتهت بعض التدابير التي ساعدت في تعويم السوق في أوساط سنة 2010، مثل الائتمان الضريبي لمشتري البيوت الأوائل، بدا أن السوق أخذت تغوص أكثر من ذي قبل. وعندما "أعيدت هيكلة" القروض المضمونة برهن عقاري لخفض أقساطها الشهرية وجعلها محمولة أكثر، تُرجم انخفاض الأقساط إلى ارتفاع الأموال التي يدين بها المقترضون، وبخاصة عندما تضيف المصارف مزيداً من رسوم المعاملات.

والأهم من ذلك أنه في حين ساعدت مبادرات الإدارة القليل من الأميركيين الذين لا تزال لديهم وظائف وبيوت لكنهم لا يستطيعون سداد أقساط الرهن، فإنها لم تنجز الكثير بشأن القروض بضمان رهن عقاري التي تفوق القيمة الحالية للعقار. تقدّر الفجوة الإجمالية بين ما يدين به مالكو البيوت الأميركيون وقيمة بيوتهم بما بين 700 و900 مليار دولار، لذا يمكن فهم سبب رفض المصارف تخفيض القروض المضمونة برهن عقاري: فهي لا تريد أن تظهر الخسائر في ميزانياتها العمومية. لكن من دون القيام بإعادة هيكلة حقيقية لهذه القروض، من الصعب الاعتقاد بأن الاقتصاد الأميركي يستطيع العودة إلى "حالته

السوية" عما قريب. ونظراً لأن الأميركيين يواجهون هذا العبء الضخم للدين، فمن غير المرجح أن يعاودوا الاستهلاك كما في السابق بعد أن فقدوا مدّخراتهم - يضاف إلى ذلك الضعف الذي تعاني منه سوق العمالة. مع ذلك لا يزال الأمل يحلو من يبحث عن التعافي المبكر. فهم يمحّصون البيانات بحثاً عن دلائل على "عودة المستهلك". لا بدّ أن تحدث طفرة قصيرة في الإنفاق بطبيعة الحال بعد تأجيل الكثير من الاستهلاك في أعقاب كارثة ليمان براذرز (مثلما دفع فرط استنزاف المخزونات الشركات إلى إعادة بناء مخزوناتها). لكن احتمال استمرار هذه الطفرة قليل. بل إن أي عودة إلى تبذير ما قبل الأزمة يجب أن يكون في الواقع سبباً للقلق لا الابتهاج - فمثل هذا الاستهلاك لن ولا يمكن أن يكون دائماً، ولا بدّ أن يكون التعافي الذي يقوم عليه قصيراً.

### انهيار العقارات التجارية

تلوح مشكلة أخرى في القطاع العقاري التجاري، حيث انخفضت الأسعار بشدّة على نحو مماثل لما حدث للعقارات السكنية (بل أكثر سوءاً في بعض الأماكن). لقد تعلّم مالكو البيوت مخاطر "الأقساط الكبيرة النهائية" - القروض المضمونة برهن عقاري التي تسدّ كاملة بعد خمس أو عشر سنوات كاملة عن طريق رهن جديد في العادة. تموّل معظم العقارات التجارية بتلك الطريقة، حيث يعاد تمويل القروض المضمونة برهن عقاري ("يمدّد أجلها") كل خمس أو عشر سنوات. وذلك يعني أن الرهن الذي يتم في ذروة الفقاعة يجب تمديد أجله في السنوات القادمة. في شباط/فبراير 2010، قدّرت لجنة الإشراف التابعة للكونغرس قيمة العقارات التجارية التي يجب إعادة تمويلها في الفترة الممتدة بين سنتي 2011 و2014 بنحو 1.4 تريليون دولار، وأن نصف القروض المضمونة بهذه العقارات تفوق قيمة العقارات نفسها<sup>(9)</sup>. وقد ألّمح إلى حجم المشاكل التي تواجه سوق العقارات التجارية إفلاس مشروع بيتر ستوفيسنت في كانون الثاني/يناير 2010، وهو مشروع عقاري تبلغ قيمته عدة مليارات من الدولارات ويشمل إقامة 11,000 وحدة في نيويورك.

إلى جانب التباين بين حجم القروض وقيمة العقارات، ثمة ثلاثة عوامل تجعل تمديد أجل القروض مثيراً للمشاكل. تتبع المصارف عادة التظاهر والتمديد: التظاهر بعدم وجود خلل، وتمديد أجل القروض، والدعاء أن تستعيد الأسعار عافيتها في غضون ذلك لتتمكن من إدارة الخسائر. غير أن المشرفين على المصارف، الذين وجهت إليهم انتقادات محقة لعدم تأديتهم عملهم في الفترة التي سبقت الأزمة، يتخذون موقفاً متشدداً هذه المرة<sup>(10)</sup>.

كما أن قسماً كبيراً من القروض قد تم تسنيده، وربما يرغب الدائنون المسنون في الحصول على أموالهم الآن بدلاً من مخاطر ربطها خمس سنوات إضافية.

لقد أشرت آنفاً في هذا الكتاب إلى التشابكات القانونية بين مقدمي القروض الأولى والثانية بضمان رهن عقاري سكني<sup>(11)</sup>. وهذه لا تعدو أن تكون لعبة أطفال مقارنة بالتشابكات التي تواجه العقارات التجارية، حيث يمكن أن يكون هناك المزيد من الشرائح<sup>(12)</sup> ومن تضارب المصالح.

لا شك في أن انهيار الأسواق العقارية مؤلم لمن استثمروا أموالهم فيها - البيت هو أهم الأصول لدى معظم الأميركيين. لكن الانهيار يضعف الاقتصاد بأكمله أيضاً: الأسر التي تشهد خسارة قسم كبير من قيمة بيوتها لن تنفق المال على الأرجح، بل هي بحاجة إلى بناء مدّخراتها سواء أكان ذلك لتمويل تقاعدها أم لتعليم أبنائها. وستواجه الأسر والشركات التي اقترضت باستخدام بيوتها أو عقاراتها كضمان مزيداً من الصعوبة في الاقتراض، ما يقيّد الاستهلاك والاستثمار على السواء. في السنوات التي سبقت الأزمة، شكّلت الإنشاءات العقارية 30 إلى 40 بالمئة من الاستثمار الإجمالي، لكن مع تراجع أسعار العقارات، أصبح شراء عقار قديم أرخص من بناء عقار جديد. وأدى الإفراط السابق في البناء إلى هبوط إنشاء المساكن (كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي) إلى أدنى مستوى منذ الحرب العالمية الثانية (عندما كان للبلد اهتمامات أخرى بطبيعة الحال). واستمرّ سنوات طويلة قبل أن يعود إنشاء المساكن إلى مستويات ما قبل الأزمة<sup>(13)</sup>.



## الأزمة المصرفية

ثمة عاقبة أخرى لانفجار فقاعة المساكن والتراجع الاقتصادي: نظراً لعدم قدرة كثير من الأميركيين على تسديد قروضهم أو عدم رغبتهم في ذلك، فإن المصارف تواجه حالات هائلة من التخلف عن السداد تضعف قدرتها على الإقراض. أحدث هذا المسار اللولبي الأزمة المالية، لكن التركيز على الأزمة المصرفية حرف الانتباه للأسف عن المشاكل الاقتصادية الأساسية الأوسع. وأدى القصور في استجابة إدارتي بوش وأوباما للأزمة المصرفية إلى عدم حلّ هذه المشكلة أيضاً.

أوضح الرئيس أوباما أن الاقتصاد لن يتعافى إلى أن يُستأنف الإقراض. واستند جلّ الدفاع عن تقديم الأموال للمصارف إلى أن القيام بذلك ليس محبة في المصارف، بل لأننا نريد استئناف الإقراض. لكن الطريقة التي اتبعتها إدارتا بوش وأوباما في التعامل مع الأزمة المصرفية لم تصمّم لإعادة إطلاق القروض. ولم يتحقق ذلك. بل إن الإقراض يواصل تراجعته. الائتمانات القائمة أدنى بكثير مما كانت عليه قبل الأزمة. وفي أيار/مايو 2010، سجّل الإقراض التجاري بالأسعار الاسمية تراجعاً بنسبة 20 بالمئة تقريباً عما كان عليه قبل خمس سنوات<sup>(14)</sup>. وتواجه الشركات الصغيرة والمتوسطة التي تعتمد على المصارف للحصول على الائتمانات تشدداً في الحصول على القروض. تستطيع المصارف الاقتراض من مجلس الاحتياطي الفيدرالي بمعدل فائدة قريب من الصفر، لكن على الشركات الأخرى في البلاد - تلك التي تستحدث الوظائف - أن تدفع معدلات فائدة مرتفعة إلى المصارف نفسها التي أحدثت الأزمة، هذا إذا استطاعت الحصول على قروض أصلاً. وذلك مصدر للثروة للمصارف الكبيرة، وكابوس لسائر البلد.

لقد ركّزت الحكومة، كما أشرت في الكتاب، على إنقاذ المصارف الأكبر من أن تفشل، وسمحت ب فشل المصارف الصغيرة. وهذه المصارف الصغيرة هي الدعامة الرئيسية لإقراض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، التي تشكّل المصدر الرئيسي للوظائف المستحدثة. إن عدد المصارف التي يتوقّع إفلاسها في سنة

2010 يفوق المئة والأربعين التي أفلست في سنة 2009. وفي غضون ذلك، نفذت الأموال لدى المؤسسة الفيدرالية لضمان الودائع واضطرت إلى اللجوء إلى وزارة الخزانة باعتبارها الملاذ الأخير<sup>(15)</sup>.

مع ذلك فإن المصارف التي أفلست ليست سوى رأس الجبل الجليدي. ومقابل كل مصرف يشهر إفلاسه، يوجد العديد من المصارف الأخرى التي تفكر في القيام بذلك. هذه المصارف تقيد الإقراض. والمحاسبة الزائفة التي تتيح الاحتفاظ بالقروض الرديئة بضمان رهن عقاري في دفاتر المصارف كما لو أنها قروض جيدة خدعة لا تنطلي على أحد. وتعلم المصارف والمشرفون عليها أنها في خطر.

تواجه المصارف السليمة أيضاً مشكلة في تمديد القروض. فمعظم الشركات الصغيرة تقترض على أساس تقديم ضمان (أصول تستخدم لضمان تسديد ما تدين به للمصرف). يكون الضمان عادة عقاراً، ومع انخفاض أسعار العقارات تقلصت المبالغ التي تستطيع اقتراضها. وذلك يعني أن هذه الشركات لا تستطيع التوسع - بل إن عليها التقلص. ومن غير المرجح أن تحل هذه المشكلة عما قريب.

### التصدير كخلاص لأميركا

في خطاب حالة الاتحاد في 27 كانون الثاني/يناير 2010، طرح الرئيس أوباما مصدراً محتملاً للطلب الكلي لدعم التعافي: الصادرات. التعافي القائم على الصادرات يستند إلى ثلاثة افتراضات: ضعف الدولار الذي يزيد تنافسية السلع الأميركية، وقوة شركائنا التجاريين الرئيسيين، وقيام الولايات المتحدة بإنتاج سلع يريدها الآخرون. وقد تعرض كل من هذه الافتراضات للتشكيك. والنتيجة أننا في الأشهر الأربعة الأولى من سنة 2010، عندما كان الدولار ضعيفاً، بقيت قيمة السلع المصدرة بالدولار، معدلة بأخذ التضخم في الحسبان، أدنى بخمسة بالمئة من المستوى الذي بلغته قبل سنتين<sup>(16)</sup>.

أدى خفض القدرة الصناعية الأميركية - نجم جزئياً عن الإيديولوجية

نفسها التي قادت إلى إلغاء الرقابة - إلى تناقص السلع التي نبيعها ويريد الآخرون شراءها. وفرضت القيود على صادرات التقنية المتقدمة إلى الصين حواجز في سوق نامية نستطيع تحقيق المبيعات فيها. وأعاقَت القيود الشديدة على التأشيرَات مجالات القوة الأخرى في السياحة والتعليم.

كما أن النمو لدى شركائنا التجاريين بقي ضعيفاً. وأزالت الأزمة في أوروبا الميزة الوحيدة التي تتمتع بها أميركا، أي انخفاض سعر صرف عملتها. ولا يشير المستقبل إلى حدوث تحسّن. ومن المرجح أن يؤدي ردّ أوروبا على أزمتهَا إلى مزيد من الضعف في النمو.

### تراجع قيمة اليورو

سعت البلدان في الركود العظيم إلى استعادة عافية اقتصاداتها من خلال سياسة إفقار الجار، أي فرض التعريفات الجمركية التي تحوّل الطلب المحدود عن السلع الأجنبية إلى السلع المصنّعة محلياً، على أمل أن يؤدي ذلك إلى خفض البطالة. وشاع أيضاً خفض قيمة العملة لزيادة التنافسية، أي خفض أسعار صرف عملة البلد مقابل عملة المنافسين ما يعني أن تصبح سلعه أرخص من أسعار سلعهم. لم تنجح أي من السياستين عملياً لأن الشركاء التجاريين ردّوا بالمثل بطبيعة الحال. ففرضوا التعريفات الجمركية وخفضوا قيمة عملاتهم مقابل الذهب، لذا لم يتغيّر السعر النسبي (للدولار مقابل الجنيه مثلاً) - وهو كل ما يهم.

ربما سعت أميركا إلى استراتيجية مماثلة رداً على الركود العظيم، لا عن طريق سياسة الحماية هذه المرة (أشرت في الفصل الثامن إلى أنها فرضت أحكام "شراء السلع الأميركية" في خطة الحوافز)، وإنما من خلال تخفيض العملة التنافسي. وفي حين يواصل وزير الخزانة إلقاء الخطابات عن فضائل الدولار القوي، فإن استمرار انخفاض معدلات الفائدة وتضخم العجز يضاعف الدولار، إذا لم يكن ذلك مخططاً أصلاً.

تشبه أسعار الصرف اليوم مسابقات الجمال السلبي. لم يعد الأمر ما هو البلد الذي يحظى بأفضل التوقعات الاقتصادية، بل البلد الذي لديه أقل التوقعات

سوءاً. كما أن الأسواق متقلّبة. فهي تركّز على أمر الآن وعلى أمر آخر في وقت آخر. لقد أدخل الركود العظيم مزيداً من انعدام اليقين الجديد - وفرصاً جديدة كي تظهر السوق تقلّباتها، وافتقارها إلى التبصّر وبعد النظر. وحوّلت المشاكل التي يعاني منها اليونان - والفرص التي يبدو أن المخاض اليوناني يتيحها للمضاربين - الانتباه عن المشاكل في أميركا ووجّهه نحو أوروبا. وسأتناول هذه المشاكل لاحقاً في هذه الخاتمة. أما الآن فهناك نقطة واحدة أشير إليها: عندما ركّزت الأسواق على المشاكل في أوروبا، تراجعت قيمة اليورو من 1.60 دولار في آب/أغسطس 2009 إلى 1.20 في حزيران/يونيو 2010. ويجب أن يكون تأثير ذلك على الصادرات الأميركية وقدرتها على المنافسة واضحاً: بعدما انخفضت قيمة اليورو 25 بالمئة، أصبحت السلع الأوروبية أرخص بكثير فجأة. ولم تستطع الشركات الأميركية الردّ، على المدى القصير على الأقل، بزيادة الكفاءة أو تخفيض الأجور. فالتخفيضات الصغيرة في الأسعار في معظم الصناعات التنافسية يمكن أن تدفعها بسهولة إلى الإفلاس.

الأمّل الوحيد أمام الشركات الأميركية في منافسة الشركات الأوروبية هو حدوث تغيير في آراء الأسواق المالية. فقد كان العجز الأميركي الذي بلغ 9.9 بالمئة من الناتج الإجمالي المحلي في سنة 2009 أعلى بكثير من العجز في منطقة اليورو<sup>(17)</sup>، الذي بلغ 6.3 بالمئة فقط<sup>(18)</sup>. وهناك مزيد من المشاكل في ماليات الولايات والمناطق المحلية، مثل الفجوات المستترة في صناديق تقاعد الولايات والمناطق المحلية في جميع أنحاء البلد. وربما تستيقظ الأسواق المالية وتتنبّه لهذه المشاكل المحدقة عندما تستحكم الأزمة في واشنطن - أو عندما تتبع الولايات المتحدة سياسة تخفيض العجز التي تؤدي إلى ضعف الاقتصاد. عندئذ يضعف الدولار وتقوى الصادرات.

بدا واضحاً أن مستقبل صادرات البلد، واقتصاده على العموم، لا يتوقّف على حكمة الأسواق البعيدة النظر التي تعمل بطرق غامضة تساعد في توجيه هذا المشروع المعقّد بهدوء وثبات نحو زيادة دائمة في الازدهار. بل اتضح بدلاً من ذلك أن ازدهارنا المستقبلي مرتبط بنزوات وقصر نظر الأسواق المتقلّبة التي

تحاول التبراري بعضها على بعض ومع العملية السياسية. وبدا على نحو متزايد أنها ستكون مباراة لا يربح فيها إلا القليل - وهم الذين يضعون قواعد المباراة.

### الإنفاق في الولايات والمناطق المحلية

نظراً للضعف الشديد الذي يعتري القطاع الخاص، فإن الحكومة هي الجهة الوحيدة التي تستطيع توفير الدعم للاقتصاد. لكن تبين للأسف أن المشاكل في الولايات والمناطق المحلية التي تناولتها سابقاً في هذا الكتاب لا تقل سوءاً عما خشيته - أصبح خطأ عدم تقديم دعم إضافي للولايات في قانون الحوافز الأصلي واضحاً عندما سُرّحت الولايات المعلمين والموظفين في القطاع العام. وفي أوائل سنة 2010، أفادت 80 بالمئة من المجتمعات المحلية أن مشاكلها في سنة 2009 كانت أسوأ مما كانت عليه في السنة الماضية<sup>(19)</sup>، وذلك عائد إلى سبب واضح: كثير منها يعتمد على ضريبة العقارات، وقد أعيد تقدير قيمة العقارات بالتدريج، ما يعني أن عدداً متزايداً من المجتمعات المحلية يواجه انخفاضاً في قاعدته الضريبية. وقد تواصل تراجع الإيرادات الضريبية كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي. صحيح أن حزمة الحوافز وفّرت بعض المساعدة في ردم الفجوة، لكن تلك المساعدة ستصل إلى نهايتها. ويتعين على الولايات والمناطق المحلية ألا تتخطى في أنفاقها حدود دخلها، إما بتخفيض النفقات وإما برفع الضرائب. لكن كلا الخيارين يؤدي إلى تقليص الطلب الكلي - أي إلى حافز سلبي.

### خلاصة القول: شكل التعافي

في بداية الأزمة كثر النقاش بشأن شكل التعافي. فأمل بعضهم في حدوث ارتداد سريع، تعافٍ على شكل حرف v. لم يعد أحد يتحدث عن ذلك الآن، فاستمرار ارتفاع البطالة بعد مرور ثلاث سنوات تقريباً على بدء الركود يجعل تلك الفكرة مجرد وهم. السؤالان الوحيدان اللذان يطرحان الآن هما، كم ستستغرق العودة إلى الحالة السوية من وقت - وهل ستنتوي "الحالة السوية" الجديدة على ارتفاع مستمر للبطالة؟

## انهيار الأحلام

أملت إدارة أوباما أن تكون المشاكل التي تواجه القطاع المالي قصيرة الأجل، وأن يؤدي توزيع المال على القطاع المصرفي إلى استعادة عافيته بسرعة (وأن يبدأ سائر الاقتصاد بالنمو بعد عودتها إلى تحقيق الأرباح)، وتؤدي الحكومة دور المصدر البديل للطلب الكلي في غضون ذلك، وبتقلص الدعم الحكومي بسرعة مع تعافي القطاع الخاص. وكانت الحوافز علاجاً على المدى القصير مصممة وفق هذا المنظور. لقد كانت مقامة: خشيتُ أن تغامر الإدارة، عندما طلبت حزمة حوافز أصغر وأقصر من اللازم، باحتمال أن يكون التعافي ضعيفاً وألا تُمنح الحوافز التقدير الذي تستحق. (نجحت بالفعل - لكن معدل البطالة ربما يصل إلى 12 بالمئة بدلاً من 10 بالمئة). ومن عواقب تصوّر فشل الحوافز أن احتمالات تقديم حزمة حوافز ثانية أصبحت ضئيلة، لا سيما بعد أن ظهر حجم العجز والدين. وقد تبين أن هذه المخاوف صحيحة. إذا كان معدل البطالة 8 بالمئة عادة، فإن الحكومة تطالب بالتدخل. الآن بعدما زادت البطالة عن 9 بالمئة، ليس هناك احتمال أن تتخذ الحكومة إجراءات سوى برنامج صغير "للوזائف" قيمته 15 مليار دولار - أقرّ كقانون في آذار/مارس ووقعه الرئيس أوباما - ومن غير المحتمل أن يكون له تأثير كبير على معدل البطالة<sup>(20)</sup>. وستؤدي نهاية الحوافز إلى إضعاف الطلب الكلي وتباطؤ النمو.

## تكلفة أفعال المصارف المنافية للقانون

في غضون ذلك، حاولت وزارة الخزانة إقناع الأميركيين أن سخاءها مع المصارف لن يكلف الاقتصاد كثيراً. وأشارت إلى أنها استعادت قسماً كبيراً من الأموال التي أنفقتها. لكن حساباتها الجزئية للتكاليف تقوّي وجهة نظر بعض الأشخاص أن وزارة الخزانة منقادة للقطاع المالي الذي ساعد نظامه المحاسبي غير النزيه في إحداث الأزمة<sup>(21)</sup>. وتعزّز هذا الرأي بالمواقف التي اتخذتها وزارة الخزانة بشأن الرقابة المالية، والتي سأتناولها بالتفصيل لاحقاً. فقد كرّرت الحديث عن الحاجة إلى رقابة أقوى، لكنها تذبذبت عند القضايا المهمة، وغالباً ما كانت

تقف إلى جانب المصارف. بعد صدور الطبعة الأولى من هذا الكتاب، قرّرت وزارة الخزانة أخيراً دعم بعض القيود على التجارة المصرفية (قانون فولكر) - لكنها دعمت لاحقاً التأجيل سنة أخرى يمكن خلالها إجراء مزيد من الدراسة لهذه القضية، كما لو أن السنوات التي انقضت منذ بدء الأزمة لم تمنح المسؤولين في وزارة الخزانة الوقت لدراسة القضية. وعندما قامت بلانش لنكون، عضوة مجلس الشيوخ عن أركنساس التي تكافح للمحافظة على بقائها السياسي، بالمساعدة في دفع حكم يقيّد اتجار المصارف بالأوراق المالية المشتقة ذات المخاطر العالية، عارضت الإدارة ومجلس الاحتياطي الفيدرالي هذا الإصلاح، من خلف الكواليس وبصورة صريحة أحياناً.

ليس هناك ما يرمز إلى عملية الإنقاذ المعيبة - ودور مجلس الاحتياطي الفيدرالي والإدارة الغامض - أكثر من إنقاذ المجموعة الدولية الأميركية (إيه آي جي) الذي كلف 180 مليار دولار. مع تكشف مزيد من التفاصيل عن عملية إنقاذ شركة إيه آي جي، اتضح بجلاء لماذا حاول المسؤولون في الإدارة ومجلس الاحتياطي الفيدرالي إبقاء الأمر طي الكتمان. فقد تبين أن شركة غولدمان ساكس (الرئيس التنفيذي الوحيد من وول ستريت الذي شارك في المناقشات الأخيرة بشأن مصير شركة إيه آي جي هو رئيس غولدمان ساكس)<sup>(22)</sup> هي أكبر متلقٍ لأموال إنقاذ إيه آي جي. وكلما حاولت الإدارة ومجلس الاحتياطي الفيدرالي الدفاع عما فعلاه، ازدادت الشكوك. أشرت سابقاً في هذا الكتاب إلى أنه عند إغلاق مراكز المشتقات الخطيرة، دُفع للمصارف 100 سنت لكل دولار: كان ذلك كأن شركة تأمين ألغت سياسة تأمين ضدّ الحريق، لكنها بعملها ذلك دفعت لك كما لو أن البيت أحرق تماماً. قال مجلس الاحتياطي الفيدرالي ووزارة الخزانة إنه لم يكن أمامهما أي خيار آخر - أكّدا أن القانون الفرنسي يقضي بأن يدفع للمصارف الفرنسية 100 سنت للدولار، وأنه لا يمكن أن نعامل غولدمان ساكس أسوأ من معاملة المصارف الفرنسية، لذا كان علينا أن نعطي غولدمان ساكس 100 سنت للدولار. لكن ذلك غير صحيح: سوّت المصارف الفرنسية أوضاعها مع الأطراف الخاصة بأقل من ذلك بكثير. هل خُدع مسؤولونا الحكوميون بهذه

المحاولة للحصول على أكبر قدر ممكن من المال من حكومتنا. وهل كانوا سَدَجاً لهذا الحدّ؟ أم أنهم كانوا يريدون أن يُخدعوا؟ أم يظنون أنه يمكن أن نُخدع بهذه السهولة؟ لا تزال هذه الأسئلة من دون إجابة حتى الآن.

يتضح الموقف الغامض تجاه شركة إيه آي جي (والمصارف على العموم) بصورة رائعة بالدعوى القضائية المتواصلة بين شركة إيه آي جي ومكتب الإيرادات الضريبية التي تشمل مئات الملايين من الدولارات<sup>(23)</sup>. وتلك في الواقع دعوى بين وزارة الخزانة الأميركية (مالكة إيه آي جي) ووزارة الخزانة الأميركية (المسؤولة عن إدارة الإيرادات الضريبية)، حيث الرابع الوحيد هم المحامون الأميركيون. تزعم إيه آي جي أن خداعها الضريبي المعقّد (ربما استخدمت منتجات مالية معقّدة - أنواع الأدوات المالية التي تبين أنها مدمّرة واستُخدمت بنجاح لخداع المراقبين والمستثمرين وجامعي الضرائب على السواء) قانوني<sup>(24)</sup>. إذا ربحت إيه آي جي، فإن أحد جيبي وزارة الخزانة سيدفع المال إلى الجيب الآخر. لا شك في أن وزير الخزانة تيم غيثنر يستطيع الادعاء عندئذ أن الحكومة فقدت القليل من المال في عملية الإنقاذ الهائلة. لكن تكلفة حملة العلاقات العامة هذه كبيرة - وتتجاوز الفواتير القانونية التي تتراكم على الجانبين (وجميعها يدفعها المكلّفون الأميركيون). إذا ربحت شركة إيه آي جي، فسيُفتح منفذ في نظام ضريبة الدخل الأميركي بحيث يمكن تجنّب قسم كبير من ضريبة دخل الشركات الإجمالية. لماذا يرغب أحد، ناهيك عن وزير الخزانة المفترض فيه أنه مهتم بشأن العجز، في فتح منفذ ضريبي كهذا؟

ثمة نمط هنا: عند إنقاذ المصارف، لم تشأ إدارتا بوش وأوباما التدخل في عمليات هذه المؤسسات المالية - حتى عندما أظهر من يديرونها عجزهم ولم ينخرطوا في المخاطرة المفرطة فحسب وإنما بممارسات الإقراض المسيئة والمحاسبة الخادعة. عندما تصبح الحكومة مالكة، ولو جزئياً، لشركة خاصة، فإن عليها أن تشجّع المسؤولية الاجتماعية للشركة - ويعني ذلك على الأقل عدم محاولة تجنّب القانون في دفع الضرائب أو التعامل مع العملاء.

إذا ربحت وزارة الخزانة كمالك لشركة إيه آي جي، فسيُعني ذلك بالطبع



أن هذه الشركة سستمكن من "سداد" ما يفوق أموال إنقاذها. لكن ذلك لا يكاد يكون تبريراً مقنعاً لدفاع وزارة الخزانة عن استخدام المخططات الضريبية لشركة يمتلكها الآن الشعب الأميركي. وحتى إذا تم سداد جميع الأموال، فإنه يجب عدم اعتبار أن الحسابات قد سويت. إن أهم ما تغفله حسابات وزارة الخزانة هو تكاليف الأزمة على الاقتصاد بأكمله - التباين بآلاف مليارات الدولارات بين ما يمكن أنه سينتجه الاقتصاد وما ينتجه بالفعل - والتكاليف التي تحملها العمال ومالكو المنازل والمتقاعدون. كما أغفلت التكلفة التي يتحملها دافعو الضرائب على المدى الطويل: يرجح أن يرتفع الدين الوطني عدة آلاف مليار دولار فوق ما يمكن أن يكون عليه لولا الأزمة. ولا ترجع زيادة الدين بمعظمها (في الولايات المتحدة وأوروبا على السواء) إلى الحوافز أو حتى عمليات إنقاذ المصارف. بل إن معظمها ناجم عن "أدوات تثبيت الاستقرار التلقائية"، أي عندما يضعف الاقتصاد، تتراجع الإيرادات الضريبية وترتفع النفقات على البطالة والبرامج الاجتماعية الأخرى<sup>(25)</sup>. وبغياب أدوات تثبيت الاستقرار التلقائية، فإن اقتصادنا يتعرض لخطر الركود.

لكن الارتفاع الضخم للعجز والدين الوطني، سواء أكان ناجماً عن أدوات تثبيت الاستقرار التلقائية أو البرامج التحفيزية، يضغط على جميع أنواع النفقات الحكومية، بما في ذلك البرامج الاجتماعية للفقراء، وبرامج تقاعد الضمان الاجتماعي للطبقة المتوسطة، والاستثمارات في التكنولوجيا والتعليم الضرورية لنمو البلد على المدى الطويل. وسيؤدي خفض الاستثمارات العامة إلى انخفاض النمو في المستقبل، والتأثر بنتائج ذلك على مدى سنوات.

كانت حسابات إدارة الرئيس أوباما خاطئة بطرق أخرى أيضاً. على سبيل المثال، إن حصول المصارف على الأموال بمعدل فائدة قريب من الصفر (نتيجة سياسات مجلس الاحتياطي الفيدرالي) يشكّل في الواقع إعادة توزيع للثروة من المستثمرين العاديين، بمن فيهم المتقاعدين، إلى المصارف. وذلك، على غرار عمليات الإنقاذ، يرمي إلى زيادة الإقراض، لكن نظراً لرفض مجلس الاحتياطي أو وزارة الخزانة وضع شروط على المصارف، فإنها لم تستخدم الأموال لتلك

الغاية. وكما أشرت، استمرّ انكماش الإقراض وتواصل توزيع العلاوات وحصص الأرباح بسرعة. ويبدو أن المصرفيين يشعرون أنه على رغم استمرار معاناة سائر البلد نتيجة الإقراض الطائش الذي اتبعوه، فإنهم يتمتعون بحق لا يقبل التصرف في الحصول على علاوات مفرطة.

أدى استعداد الإدارة للسماح للمصارف بإعادة شراء أسهمها الممتازة وصكوك خيار الاكتتاب الإضافي (warrants) إلى توجيه مزيد من الانتقادات لها. أولاً، سمح للمصارف بالعودة إلى طرقها القديمة، بما في ذلك علاواتها الشائنة. ثانياً، بإغلاق الاستثمارات باكراً، جنت الإدارة أقل مما كانت لتحقيقه لو أنها احتفظت بالاستثمارات مدة أطول. ثالثاً، بما أن إعادة الشراء أضعفت رأسمال المصارف، فإن الإقراض قد يصبح مقيداً أكثر - ويضعف التعافي. رابعاً، إذا اصطدم الاقتصاد بأحد المطبات المحتملة العديدة، فسيكون القطاع المالي في موقف أكثر اهتزازاً.

لقد كان هناك نوع من المراوغة في موقف الإدارة. فشروط الاتفاقات - والمحاسبة - لم تكن من النوع الذي تقرّه المصارف لأنشطتها. لن تزعم أي من شركات النفط أن أداءها كان جيداً لأن أحد آبارها حقق عوائد. فالآبار الناجحة يجب أن تحقق عائداً كافياً للتعويض عن الآبار غير الناجحة - ومخاطر نزوب جميع الآبار. وعندما استثمر وارن بافيت في غولدمان ساكس، طلب الحصول على عائد يعوّض عن المخاطرة والقيمة الزمنية للنقود. والمصارف تطلب الأمر نفسه: فهي تشير دائماً إلى من لا يسدّدون ما عليهم في دفاعها عن معدلات الفائدة المرتفعة التي تفرض على المتلقين عن طريق بطاقات الائتمان، مثلاً. لا شك في أن الحكومة لا تستطيع الادّعاء بأنها فرضت رسوماً كافية إذا لم تحصل على تعويض كافٍ عن المخاطرة والقيمة الزمنية للنقود، وإذا لم يعوّض المسدّدون عن خسائر من لم يسدّدوا.

لقد قلت سابقاً في هذا الكتاب أن دافعي الضرائب خُدعوا، ولم يغيّر أي شيء مما حدث منذ ذلك الوقت ذلك الوصف - حتى إذا تبين الآن أن خسائر وزارة الخزانة أقل مما اعتُقد في السابق. إن عدم الحصول على اتفاق أفضل

لدافعي الضرائب أمر مهم، ولو كان بسبب الإحساس الجزئي بالعدالة: من استفاد من الإنقاذ هو الذي سبّب المشاكل في المقام الأول، وهم من أغنى الأميركيين. لكنه أيضاً مسألة تتعلق بموقف البلد المالي على المدى الطويل الذي كان يمكن أن يكون أفضل بكثير لو أن وزارة الخزانة ومجلس الاحتياطي الفيدرالي صمّما برنامجاً أفضل.

لقد بدأنا نشهد اليوم نتيجة أخرى لعمليات إنقاذ المصارف ذات التصميم الرديء: تزايد خيبة الأمل بالحكومة. وكنت محقاً عندما كتبت أن إنقاذ المصارف سيزيد من صعوبة الحصول على الأموال في الجولة الثانية من الحوافز التي ستكون ضرورية بالتأكيد. لكن ما لم أتوقّعه تماماً هو حجم ردّة الفعل المعاكسة: بعد أن شهد الأميركيون أن أموالهم التي كسبوها بالجدّ والتعب ذهبت إلى المصرفيين، الذين واصلوا التمتّع بعلاواتهم فيما بقي سائر البلد يعاني من الركود الذي تسبّبوا به، أخذوا يظهرون مزيداً من انعدام الثقة بالحكومة - وهو ما تجسّده حركة حفلات الشاي. ربما لا يدرك الناس العاديون دقائق علم الاقتصاد الكلي، وربما لا يعرفون كيف يؤدي خفض الموازنة إلى ركود أعمق ومزيد من الانخفاض في الوظائف، لكن ما يدركونه هو أن أكبر عملية إنقاذ في التاريخ اتجهت إلى مساعدة المصرفيين. ولم ترشح النقود إليهم كما وُعدوا، ولذلك فإنهم غاضبون.

### هموم جديدة، معالجات قديمة

بعد مرور ثلاث سنوات تقريباً على بداية الركود، وأربع سنوات على انفجار الفقاعة، اتضح أن الاقتصاد ربما يكون على مسار التعافي، لكن المسار حافل بالعقبات غير المرئية. ومن بين العوامل غير المتوقّعة تغيّر السياسة والمواقف العامة.

### هل التضخّم تهديد؟

تحول الاهتمام إلى التضخّم والدين العام - في بعض الأوساط على الأقل -

حتى قبل استعادة نمو الاقتصاد وفيما يبدو البلد غارق في البطالة المرتفعة. التضخم الآن ليس تهديداً، ومن غير المحتمل أن يصبح كذلك إذا ما بقيت البطالة مرتفعة. ويوحي انخفاض معدلات الفائدة على السندات الطويلة الأجل والسندات المرتبطة بمؤشر التضخم التي تصدرها الحكومة لدفع ديونها أن "السوق" نفسها غير قلقة كثيراً من التضخم، حتى على المدى الطويل. لكن مع استمرار البطالة، يصبح الانكماش الخطر الداهم (مع أن ذلك يمكن أن يتغير بسرعة مع التضخم المدفوع بالتكلفة، إذا واصل نمو الصين دفع أسعار الفولاذ والسلع الأخرى إلى ارتفاع)<sup>(26)</sup>. يمكن أن يكون الانكماش مشكلة إذ عندما تهبط الأجور والأسعار، تقل قدرة الأسر والشركات على تسديد الأموال التي تدين بها. ينتج عن ذلك التخلف عن السداد، ما يؤدي بدوره إلى مزيد من الاضطراب في النظام المالي الضعيف والمثقل بالديون<sup>(27)</sup>.

المشاكل الرئيسية عندي - ليس الآن ولكن ربما في السنوات القليلة القادمة - لا تتصل بالتضخم والدين بقدر ما تتصل بمخاوف الأسواق المالية بشأن التضخم والدين. إذا بدأت الأسواق تنتظر حدوث الانكماش، فستطلب معدلات فائدة عالية للتعويض عن القيمة المنخفضة للدولار عند السداد. وسيؤدي ارتفاع معدلات الفائدة إلى ارتفاع في عجز موازنات الحكومة وديونها، وعند اجتماع ذلك مع المخاوف من التضخم يحدث ضغط لإجراء تخفيض في نفقات الحكومة قبل أن يقف الاقتصاد على أرض صلبة.

### حل كينزي لمشكلة كينزية

اليوم، كما عند صدور الطبعة الأولى من هذا الكتاب، تبقى البطالة ونقص الطلب الكلي المشكلتين الحقيقيتين اللتين واجههما جون ماينارد كينز قبل خمس وسبعين سنة خلال الكساد العظيم. وكانت السياسة النقدية في ذلك الوقت، والآن، قد وصلت إلى حدودها: يتعذر إجراء مزيد من التخفيض على معدلات الفائدة أو لن يكون له تأثير كبير في تحفيز الاقتصاد.

علينا إذاً الاعتماد على السياسة المالية للمساعدة في استعادة عافية

الاقتصاد. في الفصل الثالث، شرحت - واستبعدت - الحجج التي قدّمت لتفسير احتمال عدم نجاح السياسة المالية<sup>(28)</sup>. كانت الأدلة في ذلك الوقت كبيرة على أنها ستنجح في الوضع الذي واجهته الولايات المتحدة والعالم في سنة 2008. وقد دعمت الأدلة هذا الاستنتاج منذ ذلك الوقت: استخدمت الصين إحدى أكبر حزم الحوافز في العالم وأنجزت تعافياً قوياً على الرغم من أن اقتصادها واجه صدمات كبيرة<sup>(29)</sup>. في أوروبا وأميركا، كانت حزم الحوار صغيرة جداً فلم توازن "الصدمة" الناجمة عن القطاع المالي، لكن لو لم تتخذ هذه الإجراءات لكانت معدلات البطالة أعلى بكثير.

يبين هجوم الأسواق المالية على اليونان (سيبحث في القسم التالي بالتفصيل) أنه يمكن إهمال العجز<sup>(30)</sup>. يمكن أن يؤدي ارتفاع العجز إلى ارتفاع معدلات الفائدة، ما يزيد المشاكل المالية للبلد سوءاً. الأميركيون معتادون على التفكير في أنهم حصينون من هذا "الانضباط في السوق". لكنهم ليسوا كذلك: قبل أربعين سنة، فقدت الأسواق المالية الثقة في الدولار، وصار لا بدّ من إعادة تنشيط النظام المالي العالمي نتيجة لذلك.

لكن الردّ الساذج - تخفيض الضرائب و/أو رفع الضرائب - سيزيد الأمور سوءاً، كما أظهرت استجابة السوق لضغط الإنفاق في إسبانيا. ثمة استعارة تشبّه الحكومات بالأسر، لكن النظر بتلك الطريقة إلى الماليات العامة ليس خاطئاً فحسب وإنما خطر أيضاً. الأسر التي يتجاوز إنفاقها دخلها ولا تستطع العثور على مصرف يموّل استهلاكها لا خيار أمامها سوى تخفيض نفقاتها. فإحداث خفض كبير بالقدر الملائم في النفقات يعيد التوازن إلى حسابات الأسرة. لكن عندما تخفّض الحكومة النفقات، يتباطأ النمو، وترتفع البطالة، ويتراجع الدخل - والعائدات الضريبية. وربما لا تتحسن الحسابات أو تتحسن قليلاً فحسب. كما أن الولايات المتحدة تستطيع عادة تمويل نفقاتها - تستطيع الآن الاقتراض بمعدّل فائدة قريب من الصفر، مع أنها تعاني من عجز كبير.

ثمة طريق للخروج من هذا المأزق الظاهري. يجب أن تؤدي المخاوف من

حجم الدين إلى تحوّل في نمط الإنفاق الحكومي، نحو الإنفاق الذي يحقق عائداً اقتصادياً مرتفعاً. فالأسواق، كما أوضحت في هذا الكتاب، قصيرة النظر: قبل الأزمة كانت قصيرة النظر في القروض التي تقدّمها، وهي كذلك مرة أخرى. الاقتراض لتمويل الاستثمارات (مثل الاستثمار في التكنولوجيا والبنية التحتية والتعليم) بعائدات منخفضة لا تزيد على 5 أو 6 بالمئة يمكن أن يؤدي إلى انخفاض الدين الوطني على المدى الطويل، لأن النمو - على المديين القصير والطويل - يولّد مزيداً من العوائد الضريبية لتسديد الفوائد المستحقة - وفي الماضي حققت الاستثمارات العامة عائداً أعلى بكثير من ذلك<sup>(31)</sup>.

يمكن أيضاً أن يتغيّر هيكل الضرائب ما يؤدي إلى ارتفاع النمو وانخفاض العجز؟ فرفع ضريبة دخل الشركات على الشركات التي لا تعيد الاستثمار في أعمالها، وتخفيضها عن الشركات التي تعيد الاستثمار (من خلال ائتمانات ضريبة الاستثمار) مجرد مثال واحد على ذلك. فزيادة الاستثمار ترفع النمو، وارتفاع النمو يحقق مزيداً من العوائد الضريبية. ويشكل رفع الضرائب على ذوي الدخل المرتفع وتخفيضها عن ذوي الدخل المنخفض مثلاً آخر.

ما زال في وسع الحكومة عمل المزيد للمساعدة في نمو القطاع الخاص - إذا امتنعت المصارف القديمة عن الإقراض، تُنشئ مصارف جديدة تقوم بذلك. وباستخدام جزء صغير مما أنفق على التعامل مع القروض الرديئة للمصارف القديمة، تستطيع الحكومة إنشاء مجموعة من المؤسسات المالية التي لا تعيقها القرارات الرديئة في الماضي.

في غضون ذلك، حاولت الحكومة تكراراً تعزيز ثقة المستهلكين، على أمل أن يؤدي ذلك إلى إعادة الاستهلاك والاستثمار إلى سابق عهدهما. لكنها فشلت - لا يعود ذلك إلى أن نمو العجز قلّ من ثقة المستهلكين، كما يزعم المحافظون، وإنما لأن الإدارة اعتمدت على نظرية انتشار المكاسب من أعلى إلى أسفل. فقد أملت أن يكون صبّ النقود في المصارف، من دون قيود، كافٍ لإعادة إطلاق الإقراض، وأن ذلك يكفي لاستعادة النمو. ربما ساعدت المصارف، وربما عكست ذلك البراعم الخضراء التي ظهرت في آذار/مارس 2009، لكن لم

تُستحدث وظائف جديدة، وذلك هو ما يهَمُّ الأميركيين. لم تُستعد الثقة في الاقتصاد، بل تآكلت الثقة في التوقعات الاقتصادية للإدارة (وعلاجاتها).

## وجهات النظر العالمية

ثمة بعض العزاء في أن الوضع أسوأ في أماكن أخرى مما هو عليه في الولايات المتحدة. لكن موقف البلد العالمي لم يتحسن لأن الأزمة "صنعت في أميركا". بل إن جهود وزارة الخزانة لمواجهة محاولة أوروبا كبح صناديق التحوط الأميركية في ربيع سنة 2010 أثارت الاستياء وأشارت إلى أن الإدارة تخضع للقوى التي تسببت في الأزمة.

في بداية الأزمة، ساد أمل في انفصال أوروبا وآسيا وتمكّنها من النمو حتى إذا غرقت أميركا في الركود. وتبيّن أن ذلك أمل كاذب. لكن حدث انفصال جزئي، لمدة من الزمن على الأقل. فقد كان النمو الذي حقّقه آسيا منذ صدور الطبعة الأولى من هذا الكتاب مثيراً للإعجاب. بلغ نموّ الصين في سنة 2009 نحو 8.7 بالمئة، ونمت الهند بنسبة 5.7 بالمئة، وبلغ النمو في كل منهما على التوالي 11.9 و8.6 بالمئة في الربع الأول من سنة 2010. وقد رفع نموّهما القوي أسعار السلع وساعد مصدري السلع في جميع أنحاء العالم. وشكّلت الأسواق الناشئة مصدر جزء كبير من النمو العالمي في العقد السابق، ويبدو أنها الآن مصدر النمو<sup>(32)</sup>. لكن يبدو من غير المرجح أن يؤدي نموّها بمفردها إلى إنعاش النمو في أوروبا وأميركا. وفي حين زادت الصين استهلاكها زيادة ملحوظة<sup>(33)</sup>، فإنها كانت تشتري سلعاً مصنوعة في الصين وخدمات صحية وتعليمية منتجة في الصين أيضاً.

وعند دفع هذه الطبعة إلى المطبعة، توحى التوقعات باستمرار ارتفاع معدل البطالة في أوروبا - وهو مماثل الآن لما هو عليه في الولايات المتحدة. ويرجع ذلك على وجه الخصوص إلى أن الضغط في أوروبا على خفض النفقات أقوى مما هو عليه في الولايات المتحدة. فالإطار المالي الأوروبي يدعو البلدان

الأوروبية إلى ألا يتجاوز عجزها 3 بالمئة من ناتجها المحلي الإجمالي ودينها 60 بالمئة من ناتجها المحلي الإجمالي. وفي أثناء الأزمة، لم يتمكن أي منها من تحقيق العجز المستهدف: بلغ العجز المالي في إسبانيا 11.2 بالمئة في سنة 2009، و11.5 بالمئة في المملكة المتحدة، و5.3 بالمئة في إيطاليا، و14.3 بالمئة في إيرلندا (وفي حين أن دين إسبانيا بلغ 60 بالمئة من الناتج المحلي الإجمالي فقط، فإن نسبة الدين العام إلى إجمالي الناتج المحلي في اليونان وإيطاليا تبلغ نحو 115 بالمئة وتستمر في الارتفاع)<sup>(34)</sup>.

### عودة هربرت هوفر ووفاة كينز

العجز والديون ليست مفاجئة. لكن المقلق هو التشعّبات السياسية لردّ الأسواق المالية عليها. فكما شهدنا، حقّق علم الاقتصاد الكينزي انتصاراً قصيراً الأجل في بداية الأزمة، عندما لم يقتنع العالم بأكمله أن الإنفاق الحكومي ليس فعّالاً فحسب، وإنما مرغوب فيه وضروري. لقد ساد صراع منذ قرن بين رؤيتين، الرؤية الكينزية والرؤية "الهوفرية" التي تقول إنه لا بدّ من الثقة لاستعادة القوة الاقتصادية؛ واستعادة الثقة لا بدّ من خفض العجز؛ وخفض العجز، يجب خفض الإنفاق وزيادة الضرائب. يجب أن تقدّم برامج صندوق النقد الدولي في شرق آسيا وأميركا اللاتينية وروسيا قبل عقد من الزمن الدليل المقنع على أن نهج هوفر لا ينجح عادة. فخفض الإنفاق يضعف قوة الاقتصاد، والاقتصاد الضعيف يخفّض عائدات الضرائب، لذا فإن انخفاض العجز يكون أقل من المأمول، ولا تستعاد الثقة ولا الاستهلاك ولا الاستثمار. ومن المرجّح أن تظهر "خرافات الثقة" مع السياسات الكينزية التي تستعيد النمو أكثر من ظهورها مع التدابير التقشّفية التي تدمرها<sup>(35)</sup>. وعلى الرغم من هذا السجل الثابت للفشل، فقد عاد دعاة الهوفرية، وفي حين تدور معركة فكرية كاملة في بعض البلدان - مثل المملكة المتحدة - فإنه يبدو أن الهوفرين كسبوا المعركة في بلدان أخرى مثل ألمانيا.

لكن تخشى حتى البلدان الملتزمة بعلم الاقتصاد الكينزي، مثل اليونان



وإسبانيا، من ألا يكون أمامها خيار سوى خفض العجز. وإذا لم تخفّض العجز طوعاً، فإنها لن تتمكن من الحصول على الأموال من الأسواق المالية، وستجبر بعد ذلك على خفض العجز.

### الهجوم على اليونان

إن تجربة اليونان في سنة 2010، عندما هاجمتها الأسواق المالية، تشبه تجربة العديد من البلدان النامية. والمدهش فيها أنها حصلت في بلد صناعي متقدّم. فقد انقلب القطاع المالي، بعد أن أنقذته الحكومات في مختلف أنحاء العالم (بما في ذلك الحكومة اليونانية)، على من مدّ له يد المساعدة.

في الولايات المتحدة، ثمة غضب على المصارف التي تلقي العظات اليوم على الحكومات بشأن الدين الذي نما كثيراً بسبب سلوك المصارف السيئ. وفي أوروبا، قرّرت عضّ اليد التي أحسنت إليها. فبعدما رأى بعض العاملين في القطاع المالي العجز الضخم وحاجة البلدان إلى الأموال، وجدوا فرصة جديدة لتحقيق الأرباح. وعندما أدركت المصارف أن اليونان قد تواجه مشاكل في جمع الأموال من دون دفع معدل فائدة مرتفع عندما تلجأ إلى السوق لتمديد أجل دينها، أو لتمويل عجزها، فإنها باعت السندات القائمة على المكشوف - مراهنة على انخفاض أسعار السندات<sup>(36)</sup>. واستخدمت أسلحة الدمار الشامل المالية الجديدة، مبادلات الإعسار الائتماني، لشن هجوما<sup>(37)</sup>.

### كشف العيوب المعتملة منذ مدة طويلة

عندما أنشئ اليورو كعملة مشتركة في أوروبا، أثرت المخاوف إلى جانب العديد من الأشخاص الآخرين. فأسعار الصرف في البلدان التي تشترك في عملة ما تكون ثابتة بالنسبة إلى بعضها بعضاً، وبالتالي تتخلّى عن أداة مهمة للتعديل الاقتصادي. فلو سُمح لليونان وإسبانيا بخفض قيمة عملتهما لقوي اقتصادهما بزيادة صادراتهما. كما أن البلدين بتحوّلهما إلى اليورو تخليا عن أداة أخرى للتفاعل مع التراجع الاقتصادي: السياسة النقدية. فلو لم تفعل ذلك، لكان

بإمكانهما الاستجابة لأزمتهما بخفض معدلات الفائدة لتحفيز الاستثمار (مع أن خفض معدلات الفائدة لن ينجح في الركود الحادّ الحالي). وبدلاً من ذلك، أصبحت أيدي بلدان منطقة اليورو مكبّلة. لذا فإن أداء اليورو يكون جيداً ما دامت لم تحدث أي صدمة. وسيظهر أدأؤه على المحكّ عندما يواجه بلد أو أكثر تراجعاً اقتصادياً. وقد وفرّ ركود سنة 2008 هذا المحكّ - وبدأ أن أوروبا ستفشل في الاختبار عند صدور هذه الطبعة من الكتاب.

للتعويض عن فقدان هذه الأدوات الحيوية للتعديل الاقتصادي، كان على منطقة اليورو أن تنشئ صندوقاً لمساعدة البلدان التي واجهت مشاكل معاكسة. الولايات المتحدة منطقة "عملة واحدة" لكن عندما تواجه كاليفورنيا مشكلة، ويرتفع معدّل البطالة فيها، تتحمّل الحكومة الفيدرالية جزءاً كبيراً من التكلفة. لكن لا يوجد أي طريقة في أوروبا لمساعدة البلدان التي تواجه مشاكل حادة. تعاني إسبانيا من بلوغ معدّل البطالة 20 بالمئة، حيث تشكّل نسبة العاطلين عن العمل بين الشبان 40 إلى 50 بالمئة. وكانت تتمتع بفائض مالي قبل الأزمة، لكن العجز في موازنتها بلغ 11 بالمئة من الناتج المحلي الإجمالي بعد الأزمة. غير أن إسبانيا مجبرة الآن على تخفيض إنفاقها بموجب قواعد اللعبة، ما سيزيد من معدّل البطالة فيها على الأرجح. وعندما يتباطأ اقتصادها فإن تحسّن موقعها المالي قد يكون في حدوده الدنيا. وربما تدخل إسبانيا نوعاً من التراجع الحلزوني الذي أصاب الأرجنتين قبل نحو عقد من الزمن. ولم تحقّق الأرجنتين النموّ ويتراجع عجزها إلا بعدما فكّت ارتباط عملتها بالدولار. لم تتعرّض إسبانيا لهجوم المضاربين في الوقت الحاضر، لكن ذلك قد يكون مسألة وقت.

لعله ليس من المفاجئ أن تكون اليونان أول من يتعرّض للهجوم. المضاربون يحبّون البلدان الصغيرة - يستطيعون شنّ هجوم بقدر أقل من الأموال. كما أن مشاكل اليونان هي الأخطر من عدة أوجه (مع أن معدّل البطالة فيها الذي يبلغ 10 بالمئة منسجم مع المتوسط في منطقة اليورو، فإن عجزها الذي بلغ 13.6 بالمئة من ناتجها المحلي الإجمالي في سنة 2009 هو الأكبر في أوروبا بعد أيرلندا). وبلغ دينها العام 115 بالمئة من ناتجها المحلي الإجمالي.

وعلى غرار الولايات المتحدة، كانت اليونان تعاني من عجز قبل الأزمة (5.1) بالمئة من الناتج المحلي الإجمالي في سنة 2007، أسوأ من عجز الولايات المتحدة الذي بلغ 2.5 بالمئة). وعلى نحو العديد من الحكومات والعديد من الشركات في القطاع المالي، انخرطت اليونان في المحاسبة الخادعة، وساعدتها في ذلك الشركات المالية وحرّضتها عليه. فقد سوّقت الشركات المالية الأميركية هذه الأساليب والمنتجات إلى الحكومات الراغبة في إخفاء عجزها، بعد أن اكتشفت كيف يمكن استخدام مثل هذه الممارسات المحاسبية والمنتجات المالية (مثل المشتقات واتفاقيات إعادة الشراء) لخداع المساهمين والحكومة على السواء.

في تشرين الأول/أكتوبر 2009، انتخبت اليونان حكومة جديدة. وكان رئيس الحكومة الجديد، جورج بابندريو، قد ترشّح بناء على برنامج يدعو إلى زيادة الشفافية. وعندما انتُخب، وفي بوعده، على غير المعتاد، فكشف عن المشاكل التي تعاني منها حسابات الحكومة، وعندما اكتُشفت مشكلة أخرى - استخدام إحدى مشتقات غولدمان ساكس لتجميل صورة موقفها المالي في سعيها للوفاء بشروط دخول منطقة اليورو - أعلن عنها أيضاً<sup>(38)</sup>. لكن الأسواق المالية اختارت عدم مكافأة هذه النزاهة، وعاقبت اليونان بدلاً من ذلك بدافع الانتقام. في البداية، ساد بعض الأمل في أن تنتهز أوروبا الفرصة لعلاج العجز المؤسسي القائم منذ ولادة اليورو. لكن ألمانيا أصرّت على عدم القيام بعملية إنقاذية وتردّدت في مساعدة اليونان.

بدا موقف أوروبا غريباً للعديد من المراقبين داخل اليونان وخارجها: لقد هبّت لإنقاذ المصارف الكبرى من قبل<sup>(39)</sup>. إن إنقاذ الشركات مقبول لكن إنقاذ بلد يضمّ 11 مليون نسمة محظور. وعلى نحو المساعدة التي قدّمها صندوق النقد الدولي للبرازيل قبل عشر سنوات، فإن اليونان تستطيع الوفاء بالتزاماتها إذا حصلت على الأموال بمعدّل فائدة معقول. لكنها ستواجه مشكلات عميقة إذا ارتفعت معدلات الفائدة أو دخلت في ركود عميق، والحال تنطبق أيضاً على إسبانيا التي تقل ديونها كثيراً عن ديون اليونان.

فشلت سلسلة من أنصاف العروض والوعود الغامضة في تهدئة الأسواق - وذلك ليس مفاجئاً. أخيراً، وضعت أوروبا مع صندوق النقد الدولي برنامجاً للمساعدة - ألف مليار دولار، وهو مبلغ يتجاوز عملية إنقاذ المصارف في الولايات المتحدة. لقد كان برنامجاً "للسيطرة السريعة": أمل أعضاء منطقة اليورو بالإعلان عن هذا البرنامج الكبير في إقناع الأسواق بأن أوروبا ستهدب لإنقاذ أي بلد بحاجة إلى مساعدة. وبوضع مثل هذا البرنامج، فإن معدلات الفائدة المتقاضاة من بلدان مثل اليونان ستبقى منخفضة (على ما يؤمل). لذا فإن البلدان لن تضطر إلى اللجوء إلى أوروبا وصندوق النقد الدولي طلباً للمساعدة. كانت تلك "لعبة الثقة" المألوفة التي جربها صندوق النقد الدولي إبان أزمة شرق آسيا قبل نحو عشر سنوات. لم تنجح في ذلك الوقت، وليس من الواضح إذا كانت ستنجح الآن. وتقدّم ردود الأسواق مؤشرات على ذلك: انخفضت معدلات الفائدة المطلوبة من بعض الحكومات التي تواجه صعوبات من مستوياتها الفلكية التي بلغت، لكنها ظلت مرتفعة، ما يوحي بأن الأسواق لم تقتنع تماماً.

اليونان بلد صغير نسبياً ترتبط توقعاته الاقتصادية على المدى القصير بالتوقعات الخاصة بأوروبا. إذا شهدت ألمانيا تعافياً قوياً، فستتوجّه السياح الألمان إلى اليونان، وسيقوى الاقتصاد اليوناني. وسترتفع العائدات الضريبية وينخفض عجزها.

وضعت أوروبا وصندوق النقد الدولي شروطاً على مساعدة اليونان - أن تبادر اليونان بسرعة إلى تقليل العجز عن طريق تخفيض الإنفاق وإقرار زيادات كبيرة على الضرائب. لو اعتمدت اليونان وحدها التدابير التقشفية، فستعاني وحدها وينتهي الأمر عند هذا الحد. لكن ما يقلق هو أن هناك موجة تقشّف متنامية في جميع أنحاء أوروبا (بل إنها أخذت تضرب الشواطئ الأميركية كما أشرت من قبل). وعندما تخفّض كثير من البلدان إنفاقها قبل الأوان، فإن الطلب الكلي سينخفض ويتباطأ النمو - وربما يؤدي إلى ركود مضاعف. ربما تسببت الولايات المتحدة بالركود العالمي، لكن أوروبا ترد الآن بالمثل.

## مستقبل اليورو

هناك مزيد من المخاطر، بما في ذلك مستقبل اليورو. فقد أظهرت كارثة إيسلندا<sup>(40)</sup> أن المفهوم الأوروبي الذي يمكن المؤسسات المالية من حرية العمل في أي مكان في أوروبا، ما دامت تخضع لرقابة حكومية "رشيدة"، يفتقر إلى المنطق. لكن المأساة اليونانية أظهرت عيباً جوهرياً كبيراً: لا تستطيع العملة الواحدة النجاح من دون وجود تعاون أكبر (بما في ذلك المساعدة المالية) مما هو قائم حالياً.

اشتكت الولايات المتحدة، كما أشير لاحقاً، من فائض الحساب (التجاري) الحالي للصين<sup>(41)</sup>، لكن الفائض الألماني أكبر عند قياسه كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي. وعندما تحقق أوروبا ككل توازناً تقريبياً، فإن الفائض الألماني يعني أن سائر أوروبا تعاني من العجز. لذا فإن استيراد البلدان الأوروبية، باستثناء ألمانيا، أكثر مما تصدر يسهم في ضعف اقتصاداتها. وقد عبّرت الولايات المتحدة أيضاً عن قلقها من رفض الصين السماح برفع سعر صرف عملتها مقابل الدولار، لكن النظام الأوروبي يعني أن سعر صرف العملة الألمانية لا يمكن أن يتغير مقابل العملات الأخرى في منطقة اليورو. وإذا ارتفع سعر الصرف، فستجد ألمانيا صعوبة في التصدير، ويختفي فائضها، ويواجه نموذجها القائم على الصادرات القوية مزيداً من التحديات.

ردّ بعض الأشخاص في ألمانيا (والمتشددون في أمكنة أخرى): ليس هناك خلل في الإطار الأصلي لليورو. المشكلة الوحيدة تكمن في التراخي في إنفاذ القوانين المتعلقة بالانضباط المالي. ولو كانت أوروبا أشدّ صرامة لأجبرت البلدان على تخفيض عجزها ودينها. وهم باختصار يدعمون اعتماد السياسات الهوفرية.

إن هذا النهج عندي لا يعدو أن يكون مجرد هراء. كانت إسبانيا تتمتع بفائض قبل الأزمة، وإذا أجبرت على تخفيض عجزها الآن بسرعة، فسيرتفع معدل البطالة فيها وربما يرتفع عجزها. فمشكلات إسبانيا ليست ناجمة عن عدم

تطبيق قواعد الموازنة قبل الأزمة، لكنها ستتفاهم بتطبيق القواعد بعد الأزمة. لقد نجمت مشاكل إسبانيا عن الإيديولوجيات الأصولية للسوق التي تدعو إلى وقوف الحكومة موقف المتفرج عند تشكّل الفقاعة، حتى إذا كانت الفقاعة تعرض الاقتصاد بأكمله للخطر.

تحتاج منطقة اليورو إلى تعاون اقتصادي أفضل - عدم الاكتفاء بنوع التعاون الذي يطبّق قواعد الموازنة بل النوع الذي يضمن بقاء العملة الكاملة في أوروبا، وحصول البلدان التي تواجه صدمات معاكسة كبيرة على مساعدة من البلدان الأخرى. لقد أنشأت أوروبا صندوقاً تضامنياً لمساعدة الداخلين الجدد إلى الاتحاد الأوروبي، ومعظمها أفقر من البلدان الأخرى. لكنها لم تنشئ صندوقاً تضامنياً لمساعدة أي قسم في منطقة اليورو يواجه ضغوطاً. ومن دون مثل هذا الصندوق، فإن الاحتمالات المستقبلية لليورو ستكون كئيبة.

هل ستقبل أوروبا نتائج النهج الألماني المتشدّد، وإصرارها على أن تخفّض اليونان والبلدان الأخرى العجز الذي تواجهه؟ ألمانيا (مثلها مثل الصين) تعتبر مدّخراتها المرتفعة وقدرتها التصديرية فضيلة لا إثمًا. لكن مقابل كل بلد يحقق فائضاً توجد بلدان أخرى تعاني من عجز، وغالباً ما تضطر البلدان التي تعاني من عجز تجاري إلى الدخول في عجز مالي للمحافظة على الطلب الكلي<sup>(42)</sup>. فسترتفع معدّلات البطالة من دون العجز المالي، والنتائج الاجتماعية والاقتصادية لذلك ليست مقبولة، ويجب ألا تكون كذلك.

من الطرق التي اقترحت للخروج من الأزمة أن تقوم إسبانيا والبلدان الأخرى بهندسة ما يعادل تخفيض قيمة العملة، أي التخفيض المتسق للأجور. من الناحية العملية، تستطيع الحكومات تخفيض أجور الموظفين في القطاع العام فقط. قد يكون ذلك منطقياً في بعض البلدان حيث يتقاضون أجوراً مرتفعة، أما في البلدان الأخرى، حيث الأجور متدنية بالفعل، فسيعيق الحكومة في توظيف الكفاءات التي تحتاج إليها لتقديم الخدمات العامة الأساسية. وسيحدث توترات اجتماعية كبيرة. لكن النتائج الاقتصادية قد تكون معاكسة: مع تراجع الأجور والأسعار، تتراجع قدرة الأسر على الوفاء بالتزاماتها بسداد ديونها، وترتفع

الإفلاسات والمشاكل في القطاع المالي. لذا فإن الاعتقاد بأن تخفيض الأجور حلّ لمشكلات اليونان وإسبانيا والبلدان الأخرى في منطقة اليورو ليس سوى وهم.

هناك حلّ أسهل بكثير: خروج ألمانيا من منطقة اليورو أو تقسيم منطقة اليورو إلى منطقتين فرعيتين. اليورو تجربة مثيرة للاهتمام، لكنه، على غرار نظام آلية أسعار الصرف<sup>(43)</sup> الذي سبقه، وانهار عندما هاجم المضاربون الجنيه الإسترليني في سنة 1992، يفتقر إلى الدعم المؤسسي المطلوب لنجاحه.

من الأفضل بالطبع تقديم هذا الدعم الآن. وإذا لم تستطع أوروبا إجراء هذه الإصلاحات المؤسسية، فربما يكون الاعتراف بالفشل والتصرّف بناء على ذلك أفضل من تكبّد ثمن مرتفع على شكل بطالة ومعاناة إنسانية، وكل ذلك باسم الترتيبات المؤسسية المعيبة التي لم تقم بمُثل منشئها.

ربما يكون المسار المرجّح شكلاً من أشكال سياسة حافة الهاوية - عندما تهبّ أوروبا لمساعدة البلدان التي تواجه صعوبة في تمويل عجزها وتمديد أجل دينها في اللحظة الأخيرة وشروط شديدة. التقشّف المفروض بحدّ ذاته لن يسبّب عسراً في البلدان المتأثّرة فحسب وإنما سيضعف الاقتصاد الأوروبي أيضاً ويقوّض الدعم للتكامل الأوروبي. كما أن سياسة حافة الهاوية تحمل معها مخاطرة: الانتظار طويلاً أو المطالبة بشروط متشدّدة ربما تجعل منطقة اليورو تواجه أزمة أسوأ من تلك التي واجهتها حتى الآن.

ربما تجد منطقة اليورو طريقاً جزئياً للخروج من الأزمة على المدى القصير: أدى فوزها المؤقت في مسابقة الجمال السلبي إلى إضعاف اليورو، ما يمكن أن يساعد أوروبا على النمو - وإن ليس بالقدر الكافي لموازنة التدابير التقشّفية المتخذة. اليورو الضعيف يوفر مسكناً مؤقتاً في أحسن الأحوال: ذات يوم، في المستقبل غير البعيد (ربما مع صدور هذه الطبعة)، ستركّز الأسواق المالية ثانية على المشاكل المالية والاقتصادية الأميركية، وربما تفوز أميركا ثانية في مسابقة الجمال السلبي.

## انعدام التوازنات العالمية

شكّلت اليونان التحديّ الأشدّ إثارة للخوف الناجم عن الأزمة العالمية. لكن العلاقات الاقتصادية الأميركية الصينية عانت أيضاً، واتخذت منحى ملحوظاً نحو الأسوأ بسبب الأزمة إلى حدّ كبير، وربما تفيض تأثيراتها المحتملة إلى مجالات أخرى لا بدّ من التعاون فيها، مثل احتواء الطموحات النووية لإيران.

لقد تناولتُ المشكلة الأساسية سابقاً في هذا الكتاب: تستورد الولايات المتحدة من الصين أكثر مما تصدر إليها. ويرى العمال الأميركيون أنهم يفقدون أعمالهم أمام الصين. وفي حين قد يروّج السياسيون لفضائل التصدير في استحداث الوظائف، فإنه ينظر إلى الواردات بأنها سيئة إذ تتسبّب في تدمير الوظائف. بيد أن المشكلة تكمن في ارتباط الواردات والصادرات ارتباطاً وثيقاً بالسياسة التجارية. عندما يحقّق الاقتصاد العمالة الكاملة، يستطيع من يفقدون وظائفهم إيجاد وظائف في أمكنة أخرى. لكنهم لا يستطيعون ذلك عندما يدخل الاقتصاد في ركود عميق. يثير ذلك الضغوط من أجل اتباع سياسة الحماية، وقد احتوت هذه الضغوط إلى حدّ كبير حتى الآن. ولا أزال أخشى من أن تزداد سوءاً مع استمرار البطالة ومحدودية التدابير المالية والنقدية في إنعاش الاقتصاد.

غالباً ما تتركّز النقاشات الشائعة حول العلاقات التجارية الثنائية، لا سيما أن واردات الولايات المتحدة من الصين تفوق صادراتها إليها بنحو 226 مليار دولار<sup>(44)</sup>. لكن علماء الاقتصاد يحاجّون بأن الاهتمام يجب أن يتركّز على العجز التجاري المتعدّد الأطراف (الاختلاف الإجمالي بين الواردات والصادرات)، لا على العجز التجاري بين بلدين. الولايات المتحدة في عجز مع المملكة العربية السعودية لأنها تشتري منها (النفط) أكثر مما تبيعها (لنقل المنتجات ذات التكنولوجيا المتقدّمة). لكن إذا كانت المملكة العربية السعودية تشتري السلع من أوروبا، وأوروبا تشتري السلع من الولايات المتحدة، عندئذ لا يكون هناك أساس للشكوى: يفترض بالنظام التجاري العالمي الذي يعمل بصورة جيدة أن يسمح لكل بلد بالإنتاج وفقاً لمميزته النسبية، والشراء من تلك البلدان المنتجات التي يحتاج إليها.



غير أن تحقيق فائض متعّد الأطراف - أي أن ينتج بلد أكثر مما يستهلك - يمكن أن يثير مشكلة في عالم ذي طلب عالمي غير كافٍ. فهذه البلدان تعتبر مدّخراتها فضيلة لا إثمًا، وهي في الأوقات العادية فضيلة. لكن ما نشهده ليس وقتاً عادياً. والصين ليست وحيدة بطبيعة الحال: اليابان وألمانيا والمملكة العربية السعودية تحقّق فوائض دائمة. والفوائض التي تحقّقها ألمانيا والمملكة العربية السعودية تفوق فوائض الصين عند قياسها كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي.

لكن فائض الصين أصبح مصدر قلق متزايد للولايات المتحدة. فقد طالبت الولايات المتحدة أن تسمح للصين بارتفاع قيمة عملتها. ورأت الصين أن على الولايات المتحدة أن ترفع الحظر عن تصدير منتجات التكنولوجيا المتقدّمة إذا أرادت تصحيح انعدام التوازن التجاري معها. وطلبت بإلحاح شراء مروحيات بعد زلزال سيشوان في سنة 2008، الذي خلف ما يقرب من 70,000 قتيل، لكن من دون جدوى. (في غضون ذلك باعت الولايات المتحدة مروحيات إلى تايوان). كما أن إعادة تقييم العملة الصينية، الرنمينبي، يساعد البلدان النامية الأخرى، لكن الصين تعلم أنه لن يجدي الميزان التجاري الأميركي الإجمالي نفعاً كبيراً. فستستورد الولايات المتحدة المنسوجات والألبسة من بنغلاديش أو سريلانكا. والصين على أي حال ترفع قيمة عملتها - نحو 20 بالمئة منذ سنة 2005، نحو ثلثي القيمة التي يعتقد العديد من الخبراء أنها ضرورية للتسوية الكاملة<sup>(45)</sup>. وقد أوضحت الصين أنها ستستأنف رفع قيمة عملتها عندما يستقرّ الاقتصاد العالمي، لكن ليس من مصلحة أحد، من وجهة نظرهما، أن تقدم على أي شيء يمكن أن يزعزع استقرار اقتصادها، وهو من أركان الاستقرار في اقتصاد عالمي متقلّب بخلاف ذلك. ومع ضعف اليورو، أصبح لدى الصين حجة أخرى لعدم رفع قيمة عملتها: ارتفعت عملتها كثيراً بالنسبة إلى اليورو.

من المفارقة أن السياسة التجارية الصينية المتعدّدة الأطراف ناجمة جزئياً عن السياسات التي حضّت عليها الولايات المتحدة. ففي العقود الثلاثة الماضية، أعلن أن التجارة هي النهج الأفضل للتنمية. لكن الاتفاقية التجارية التي وقّعت

في سنة 1994 في جولة الأورغواي، ونجم عنها إنشاء منظمة التجارة العالمية، قيّدت استخدام السياسات الصناعية في البلدان النامية، بما في ذلك الصين (التي لا يزال البنك الدولي وصندوق النقد الدولي يصنّفانها بلداً نامياً، على الرغم من أنها بلد كبير) لتشجيع تطوّر صناعاتها الناشئة، على الرغم من السماح بالإعانات الزراعية الأميركية والأوروبية. لم يترك ذلك أمام البلدان النامية سوى أداة رئيسية واحدة - أسعار الصرف - لتعزيز نموّها. فانخفاض سعر الصرف لا يشجّع الصادرات فحسب وإنما يساعد البلدان أيضاً في بناء احتياطات تحميها من الأسواق المالية العالمية المتقلّبة. وبناء على السياسات التي حضّت عليها الولايات المتحدة إبان أزمة شرق آسيا، أصبح اللجوء إلى صندوق النقد الدولي للمساعدة عند حدوث أزمة غير مقبول على نحو متزايد<sup>(46)</sup>.

### توازن عالمي جديد للقوة السياسية - والمؤسسات العالمية الجديدة

أدى نجاح الصين في مواجهة الركود واستمرار المشاكل في أوروبا والولايات المتحدة إلى منح إحساس جديد بالثقة للبلدان الآسيوية، ونفوذاً جديداً في ما تبقى من العالم. وهكذا فإن الجهات الرقابية الهندية والآسيوية توضح بفخر (وبطريقة صائبة) كيف منعت الإساءات التي تفشّت في الولايات المتحدة وأوروبا.

وفي غضون ذلك، لم ينمُ النفوذ الصيني في أفريقيا فحسب وإنما في جميع أنحاء العالم أيضاً. في العصور المبكرة، استخدمت القوى الأوروبية القدرة العسكرية لتأمين طرقها التجارية والحصول على الموارد. وفي هذا القرن استخدمت الصين قدرتها الاقتصادية. فهي تتربّع على 2.4 تريليون دولار من الاحتياطات التي تستطيع اللجوء إليها. وتستطيع الصين إعطاء بعض هذه النقود التي جنيّت بالكّد والتعب مقابل الموانئ والمناجم والنفط - كل ما يلزم لاستمرار تشغيل عجلتها الصناعية الحديثة - وهو ما يمكن أن يسمّيه علماء الاقتصاد "مبادلات ذات منفعة متبادلة". (في سنة 2008، وقّعت شركة كوسكو باسيفيك الصينية اتفاقاً بقيمة 4 مليارات دولار لتشغيل ميناء بيرايوس اليوناني لمدة 35

سنة<sup>(47)</sup>. ومع انشغال الولايات المتحدة الشديد في حروبها العقيمة في أفغانستان والعراق والتعامل مع عواقب أزمته المالية، فازت الصين بقسم كبير من العالم. ربما بنت الولايات المتحدة أقوى الجيوش في العالم، لكن الـ 4.7 آلاف مليار دولار التي أنفقت على الدفاع في العقد الماضي أموال كان يمكن استخدامها لإنشاء اقتصاد أكثر قوة وتوسيع النفوذ الاقتصادي للبلد<sup>(48)</sup>. إن علم الاقتصاد هو علم الندرة، لكن الولايات المتحدة اختارت إنفاق نقودها في طريق، واختارت الصين إنفاقها في طريق آخر. ربما يكون من المبكر إطلاق الأحكام، لكن يبدو على نحو متزايد أن الولايات المتحدة ارتكبت خطأ استراتيجياً.

مع أن الركود العظيم لم يفعل الكثير لتصحيح انعدام التوازنات التجارية العالمية، فإن الأزمة تقود إلى توازن عالمي جديد للقدرة الجيوسياسية/ الجيواقتصادية. على سبيل المثال، تشهد مجموعة الثمانية وفاة سريعة، وتحل محلها مجموعة العشرين. لم تشكل مجموعة الثمانية بالنسبة إلى منتقديها أكثر من منتدى للكلام. وقد ساد أمل في أن تكون مجموعة العشرين أكثر من ذلك، لأنها ملائمة أكثر لمعالجة مشكلات العالم بسبب عضويتها العالمية. ساد اعتقاد وجيز أن الحال كذلك إذ بذلت جهود متسقة في السياسات التوسعية الكينزية. لكن مع استمرار الركود، لم يعد يمكن حجب الانقسام بين من يضغطون لاعتماد تدابير النقش الهوفرية ومن لا يزالون يؤمنون بالسياسات الاقتصادية الكينزية. كما أنه لم يكن هناك توافق على الإصلاح الرقابي منذ البداية - مع محاولة إدارة أوباما في الظاهر تفادي النبذة الأوروبية المرتفعة التي تشدد على أهمية لجم العلاوات، ولجم أنشطة المضاربة مع الهجوم على اليونان.

### إصلاح القطاع المالي

عندما أرسلت كتابي إلى الناشر للمرة الأولى، كنت متشائماً حيال احتمالات إقرار الكونغرس إدخال إصلاحات على القطاع المالي تزيد على ما هو تجميلي. فنظراً لتمثيل مصالح المجتمع المالي بصورة جيدة في إدارة أوباما، فإنه لم يكن من المفاجئ أن يكون ما طرحته الإدارة معتدلاً. ومع تدفق الأموال من الشركات

المالية على الكونغرس، بدا أن استثماراتها السياسية توشك أن تؤتي أكلها ثانية. وفي النهاية كان ما ظهر أقوى بكثير مما توقعت. لكنه ليس جيداً بما فيه الكفاية: فهو لا يزال ضعيفاً جداً للحؤول دون تكرّر الأزمة أو ضمان عودة الأسواق المالية إلى أداء أدوارها الاجتماعية الأساسية. لكن قياساً على ما تحقق، تستحقّ شركة غولدمان ساكس رسالة شكر على أنها أنجزت - بسلوكها - ما عجزت عنه مجموعات المصلحة العامة، وجميع علماء الاقتصاد، وجميع افتتاحيات الجرائد. فقد انهيار الاحترام العام للقطاع المالي - وكان في مستوى منخفض بالفعل - بعد الكشف عن سلوك غولدمان ساكس وغيره من المصارف الاستثمارية، ولم يفلح دفاعها في استعادة شيء من تلك الثقة.

### الكشف عن إساءات جديدة

يبدو أن سمعة المصارف الأميركية الكبرى بلغت أدنى مستوياتها مع القصص العديدة عن الإقراض المتوحّش، وإساءات بطاقات الائتمان، ودفع علاوات مرتفعة جداً فيما أفادت المصارف عن تسجيل خسائر. لكن في الأشهر التي تلت صدور الطبعة الأولى من هذا الكتاب، تكرّر الكشف عن الآثام التي قوّضت الثقة في النظام المالي الأميركي. وعندما ادعى لويد بلانكفين، رئيس غولدمان ساكس، أنه "ينفّذ عمل الله"،<sup>(49)</sup> وأنكر هو وسواه وجود أي خطأ في ما ارتكبه، بدا أن المصرفيين يعيشون في كوكب آخر، أو لديهم بوصلة أخلاقية مختلفة جداً على الأقل.

أوضحت في هذا الكتاب التباين بين حسابات ليمان برانرز قبيل انهياره وبعده على سبيل المثال. في أعقاب الإفلاس، أصبح من الممكن مراجعة سجلات ليمان برانرز ومعرفة ما الذي ارتكبه الشركة. لقد انخرطت في الواقع في المحاسبة الخلاقية - توصف بدقة أكبر أنها خادعة: استخدام معاملة تسمى "repo 105" حيث ترفع الأصول من الدفاتر - مقابل النقود - بصورة مؤقتة، عندما يكون من المقرّر أن يتفحص المراقبون دفاتر الشركة، فيظنون أن نسبة مديونية الشركة أقل مما عليه في الواقع.<sup>(50)</sup>

دفع الطلب على المحاسبة الخلاقة من هذا النوع إلى إنشاء عدد كبير من "المنتجات المالية" التي أدت الأمر نفسه الذي تؤدّيه القروض التقليدية وبوليصات التأمين، لكنها تعامل بصورة مختلفة من الناحية القانونية أو الرقابية. يمكن أن تكون الأدوات المالية المشتقة مماثلة لبوليصة التأمين - لكن من دون إشراف المراقب، لذا يجب وضع أموال أقل جانباً كاحتياطي، ويستطيع المؤمن أن يتحمّل مخاطر غير معقولة. قد يكون اتفاق إعادة الشراء مختلفاً قليلاً عن القرض المضمون بأوراق مالية، لكنه يمكن أن يعامل كبيع في الدفاتر - حتى إذا كان هناك اتفاق على إعادة شراء الضمان. وقد تمكّن مهندسونا المليون الألمعيون من التوصل إلى كيفية الالتفاف على معظم المتطلبات القانونية. فبوسعهم تصميم منتج لا يكون الطرف الآخر مضطراً لإعادة شرائه، لكن ثمة حوافز موضوعة بحيث يتصرّف كل طرف كما لو أن عليه القيام بذلك.

المعاملة التي وجّهت بموجبها هيئة الأوراق والأسواق المالية اتهاماً رسمياً بالاحتيال إلى غولدمان ساكس في 16 نيسان/أبريل 2010 - لكن بدا أن الشركة تشعر بأنها لم ترتكب أي خطأ - تشمل ابتكار "منتج مركّب" لا يعدو أن يكون مقامرة على كيفية أداء مجموعة كبيرة من القروض العالية المخاطر المضمونة برهن عقاري. ادّعى المدافعون عن هذه المنتجات أنها تساعد الاقتصاد في إدارة المخاطر، لكن من الصعب معرفة كيف تحسّن معاملة كفاءة الاقتصاد وقد انطوت في النهاية على تحقيق صندوق تحوّل يديره جون بولسون ربحاً مقداره مليار دولار، وخسارة بعض المصارف مبلغاً مماثلاً - يتحمّل دافعو الضرائب قسماً كبيراً من تكلفته في نهاية المطاف. (أخيراً، في تموز/يوليو 2010، اعترفت غولدمان ساكس بأنها ارتكبت خطأ - لكن لم تعترف بالاحتيال - ودفعت 550 مليون دولار إلى هيئة الأوراق والأسواق المالية في أكبر عقوبة توقّع على أي شركة في وول ستريت. ومن المؤكّد تقريباً أن تواجه دعوى قضائية ممن عانوا من "خطئها").

الرهان غير قانوني بطبيعة الحال، لكن يجب أن يكون من الواضح أن على المصارف التي تضمنها الحكومة عدم الانخراط في المقامرة. الرهانات تخضع

لرقابة الولايات، لكن المصارف الكبرى التي تجمع هذه المقامرات الكبرى وتحقق مليارات الدولارات كرسوم للمعاملات تمكنت من ضمان عدم خضوعها للرقابة، كمقامرة أو تأمين. لم تكن التهم التي وجهت إلى غولدمان ساكس تتعلق بإدارة بيت غير مشروع للقمار، بل بالاحتيال. فقد تقدّم بولسون إلى غولدمان ساكس طالباً المساعدة في ترتيب المقامرة. يقوم هو بمساعدة غولدمان ساكس باختيار أسوأ القروض العالية المخاطر المضمونة برهن عقاري - تلك التي من المرجح أن تنخفض قيمتها عندما تنفجر الفقاعة - لإنشاء ورقة مالية أسميت Abacus 2007-ACI، يمكن بيعها إلى المستثمرين. وكانت الورقة المالية في الواقع رهاناً على ما يمكن أن يحدث لهذه المجموعة من القروض المنتقاة بعناية - منتقاة لتخسر. وبعد ذلك يراهن بولسون ضد الورقة المالية بحيث إذا خسرت الورقة المالية يحقق مئات الملايين من الدولارات<sup>(51)</sup>. لا يستطيع أحد أن يتفحص القروض المضمونة برهن عقاري التي تشكل هذه المنتجات المعقدة كل على حدة - فهي كثيرة جداً - ولم يفعل أحد ذلك. لم تنتقِ القروض المضمونة برهن عقاري لأن من المرجح أن تخسر، بل إن غولدمان لم يكشف لمشتري هذه المنتجات كيف اختيرت القروض - بمساعدة صندوق تحوّل يريد الرهان ضدها. لقد وثق المشترون بغولدمان، وهو أمر لن يفعلوه في المستقبل على الأرجح<sup>(52)</sup>. وفي حين أن بولسون يمكن أن يربح كثيراً إذا كانت محفظة القروض العالية المخاطر المضمونة برهن عقاري منتقاة بصورة عشوائية، فإنه يحقق ربحاً أعلى على محفظة منتقاة لتخسر المال. وهذا يعني أن من يقفون في الجانب الآخر من الرهان سيخسرون أكثر - وعلى دافعي الضرائب في نهاية المطاف أن يدفعوا مزيداً من الأموال عندما تقرّر الحكومة أن المصارف بحاجة إلى إنقاذ لحماية الاقتصاد.

إن محاولة تحقيق الربح من المصارف الكبرى الأخرى - أو من شركة تأمين مثل إيه أي جي تعتقد أنها تدرك المخاطر لكنها لا تدركها - شيء وتعريض بلد بأكمله للمخاطر شيء آخر. لقد استحقّ التعامل المزدوج مع اليونان غضب المواطنين في جميع أنحاء العالم. غير أن ما حدث عندما ساء الوضع المالي لليونان ليس مجرد مسألة ربح مضارب على حساب الآخرين. فعندما

باعت المصارف السندات اليونانية على المكشوف (أي أنها راهنت على أن البلد سيواجه ارتفاع معدل الفوائد، وهو تعبير عن عدم الثقة في الحكومة)، تراجعت سندات البلد<sup>(53)</sup>. لكن هناك عواقب حقيقية لهجمات المضاربة، فالرهان ليس مجرد انتقال للمال من مقامر غني إلى آخر. لقد أجبر البلد على تخفيض النفقات وتسريح العمال وتخفيض الخدمات وتخفيض الأجور.

### بداية تشكّل الإصلاح المالي

ليس من المصادفة أن يكون أداء بعض البلدان أفضل من أداء بعضها الآخر. بعض البلدان (مثل كندا وأستراليا) لديها رقابة مالية أفضل. وفي بعض الأحيان تحول هذه الرقابة دون تشكّل الفقاعات. لكن حتى في حالات، مثل إسبانيا، حيث لم تحل دون تشكّل فقاعة عقارية، فإن أداء القطاع المالي كان أفضل من المتوقع. وبالنظر إلى حجم الفقاعة العارية في إسبانيا (في سنة 2006، كان عدد البيوت التي بدأ إنشاؤها في إسبانيا يفوق تلك التي بدأ إنشاؤها في فرنسا وألمانيا وإيطاليا والمملكة المتحدة مجتمعة)، فإن المرء يتوقع أن يكون نظامها المصرفي مفلساً وأن يكون عدد حالات الاستيلاء على الرهن أسوأ مما هو عليه في الولايات المتحدة<sup>(54)</sup>. لكن المضاربين في إسبانيا احتاطوا للخسائر بشكل أفضل ولم يسمحوا بأنواع القروض السيئة المضمونة برهن عقاري التي سادت في الولايات المتحدة<sup>(55)</sup>.

من الملفت، وإن لم يكن من المفاجئ، أن إصلاح النظام المالي العالمي لا يزال جارياً بعد مرور وقت طويل على انفجار الفقاعة، ووقت طويل على بدء الأزمة. لكن الخطوط العريضة للإصلاح المالي في الولايات المتحدة اتضحت الآن، مع أن كثيراً من التفاصيل تركت للمراقبين - لكن الشيطان يكمن في التفاصيل، كما في كثير من المجالات<sup>(56)</sup>. وبوجود كثير من السلطة التقديرية بأيدي بعضهم - الأشخاص أنفسهم الذين لم يكونوا يؤمنون بالرقابة قبل الأزمة - فإنه ليس هناك ضمانة كبيرة بأن تكون الإصلاحات قوية بالقدر الكافي لحمايتنا من تكرر الكوارث التي حدثت في السنوات الأخيرة<sup>(57)</sup>.

يضمّ مشروع قانون إصلاح الرقابة، الذي يدعى رسمياً مشروع قانون دود - فرانك نسبة إلى كريس دود وبارني فرانك، رئيسي لجنتي مجلس الشيوخ ومجلس النواب المسؤولين عن الرقابة على القطاع المالي (أقرّ باسم H.R. 4173, the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act: (إتش إر 4173، قانون دود فرانك لإصلاح وول ستريت وحماية المستهلكين)، ووقعه الرئيس أوباما في 21 تموز 2010)، خمسة أحكام رئيسية<sup>(58)</sup>. يقرّ كل حكم مبدأ مهماً من بعض النواحي. لكن قسماً كبيراً من الاستراتيجية التشريعية للمصارف ترمي للأسف إلى الحصول على استثناءات بحيث تضعف قوة أي رقابة تقرّ إلى حدّ كبير. لذا جاءت النتيجة قانوناً يبدو قوياً في الظاهر، لكنه يحتوي على ثغرات كبيرة. ينصّ القانون على:

**1. لجنة قوية ومستقلة (يؤمل ذلك) لسلامة المنتجات المالية**  
(تسمى الآن مكتب الحماية المالية للمستهلكين) لحماية الأميركيين العاديين من الإساءات المتفشية في الصناعة المالية. إن الاعتراف بأن القطاع المالي انغمس في ممارسات فاحشة ومسيئة، ولا بد من فعل شيء حيالها - لا يمكن أن يكون ذلك مجرد قول "على مسؤولية الشاري" ("ليحترس المشتري") هو نصر كبير لمنتقدي القطاع وهزيمة كبيرة للمصارف. لكن القطاع المالي تمكّن من الحصول على استثناءات ضخمة في قروض السيارات. ليس هناك من سبب للسماح لبائعي السيارات باستغلال المستهلك المسكين أو غير المطلع أكثر مما تستطيع المصارف القيام بذلك. مع ذلك، استثنيت قروض السيارات - ثاني أهم شكل من أشكال القروض بعد القروض المضمونة برهن عقاري - تحت الضغط السياسي.

كانت الولايات ناشطة في لجم العديد من الإساءات، وفي حكم قد يكون خطوة في الاتجاه الخاطئ، منحت الحكومة الفيدرالية نفسها حقّ تجاوز رقابة الولايات. وسيقوم المراقبون الفيدراليون بذلك، إذا ما أخذنا في الحسبان ما كان عليه المراقبون قبل الأزمة - وربما يصبح المستهلكون أقل حماية مما هم عليه الآن.



وكما أشرت من قبل، تتيح التكنولوجيا المتقدمة آلية دفع إلكترونية تتسم بالكفاءة، لكن قطاعنا المالي غير التنافسي قاومها وفرض ما يعادل ضريبة على كل معاملة. يطالب مشروع قانون الإصلاح الرقابي مجلس الاحتياطي الفيدرالي بإصدار قواعد تضمن أن تكون رسوم بطاقات الخصم المتقاضاة من التجار معقولة ومتناسبة مع تكلفة تنفيذ هذه المعاملات. وهكذا يعهد إلى مجلس الاحتياطي الفيدرالي - الذي أظهر في الماضي اهتماماً قليلاً بحماية المستهلكين - بمسؤولية ضمان عدم استمرار المصارف في ابتزاز التجار بمعاملات بطاقات الخصم، لكنها تترك للمصارف حرية القيام بذلك في سوق بطاقات الائتمان الأكثر اتساعاً بكثير (59)(60).

## 2. جهة رقابية نظامية ترى النظام ككل. تتخذ هذه الجهة الرقابية

شكل المجلس، لكن صلاحيتها الرئيسية رفع التوصيات إلى مجلس الاحتياطي الفيدرالي، وهو مؤسسة فشلت قبل الأزمة وترتبط ارتباطاً وثيقاً بالنظام المصرفي وتعكس مصالحه.

## 3. ضوابط على الإفراط في المخاطرة. من الواضح أن المصارف

أفرطت في المخاطرة. والمسألة تكمن في أفضل السبل لمنع ذلك في المستقبل. كانت المصارف بحاجة إلى حوافز أقوى للحصول على حوافز أفضل لتلك التي تتخذ قرارات خطيرة مثلاً. أشرت في الكتاب أن المصارف الأكبر من أن تفشل تمثل مشكلة كبيرة - حيث إنها إذا حصلت في الرهان على صورة تفوز وإذا حصلت على كتابة تخسر أنت، لذا ليس من المفاجئ أن تقدم المصارف الكبيرة على الإفراط في المخاطرة. ويبدو أنه لم يتم عمل شيء بشأن المصارف الأكبر من أن تفشل وهياكل العلاوات التي توفر الحوافز للإفراط في المخاطرة (على الرغم من أن المراقبين يستطيعون القيام بشيء حيال الأخيرة بموجب الصلاحيات القائمة).

لكن بالنظر إلى المشاكل القائمة في حوكمة الشركات، فإن منح الحوافز للمصارف ليس كافياً: كان يجب حظر نظام العلاوات، وهياكل الحوافز التي

تشجّع على المخاطرة المفرطة، إلى جانب الكثير من الممارسات المفرطة الخطورة. لقد وضعت البلدان الأوروبية لجم العلاوات في صلب إصلاحاتها الرقابية، لكن المصارف الأوروبية نجحت في مقاومة هذه المساعي. دعا بول فولكر، بدعم من أوباما، إلى تقييد التجارة (المضاربة) التي تقوم بها المصارف التجارية باستخدام رأسمالها (يسمى ذلك الاتجار بأموالها). رأى بعضهم أن ذلك عودة جزئية إلى قانون غلاس - ستيغال الذي كان يفصل قبل سنة 1999 بين المصارف التجارية والمصارف الاستثمارية، وارتبط إبطاله ارتباطاً وثيقاً بمساعي نظامنا المالي. ومثل هذا الاتجار يثير تعارضاً للمصالح (في الفترة التي سبقت الأزمة، حققت المصارف في بعض الأحيان أرباحاً لحسابها على حساب عملائها). كما أن المعلومات الداخلية المتأتية من التعامل مع حسابات العملاء تمنحها ميزة غير عادلة، والأهم من ذلك أن الخسائر يتحملها دافعوا الضرائب في الواقع.

يحتوي مشروع القانون الذي أقرّ على نسخة ضعيفة جداً عن قاعدة فولكر: مع أنه يفرض قيوداً على اتجار المصارف بأموالها، فإن من غير المتوقع أن تكون ملزمة لمعظم المصارف.

**4. ضوابط على المشتقات.** إن عملية إنقاذ شركة إيه أي جي التي بلغت قيمتها 180 مليار دولار (نجمت خسائرها عن تجارة المشتقات) كان يجب أن تجعل لجم المشتقات أمراً لا يحتاج إلى تفكير. وثمة جدال مشروع بشأن النظر إلى بعض المشتقات كأدوات تأمين أم مقامرة. لكن على الحكومة في الحالتين أن تراقبها، وألا تشجّعها أو تدعمها - كما تفعل اليوم في الواقع<sup>(61)</sup>. وقد أحرز مشروع القانون قليلاً من التقدم في التعامل مع هذه المشكلة. لكن يمكن فهم سبب الفشل في إحراز المزيد: نظراً لأن بعض المصارف تجني 20 مليار دولار أو أكثر في السنة عن طريق الرسوم، فإنها قاومت ذلك بشدة.

بدا للوهلة الأولى أن حكماً قوياً يمنع المصارف التي تضمّنها الحكومة من بيع المشتقات سيُدْرَج في مشروع القانون. وفي النهاية سُمح للمصارف

بالاحتفاظ بجل أعمالها في المشتقات (نحو 70 بالمئة)، لكن يجب وضع المشتقات التي تقوم على أسهم الملكية والسلع وبعض مبادلات الإعسار الائتماني في شركة تابعة منفصلة ذات متطلبات رأسمال مرتفعة - على أمل خفض مخاطر الحاجة إلى عملية إنقاذ أخرى<sup>(62)</sup>.

تحقق تقدّم مهم في الشفافية، حيث تم تقييس معظم العقود ومنحها الإذن والاتجار بها في المنصات الإلكترونية<sup>(63)</sup>. لكن ثمة فجوة متوسّعة في الإنفاذ: إذا لم يتم منح الإذن للمبادلات بصورة ملائمة والاتجار بها في البورصة، فليس لدى المراقبين سلطة لإبطال أي معاملة غير قانونية.

**5. سلطة اتخاذ القرار.** منحت الحكومة مزيداً من السلطة للتعامل مع المصارف الفاشلة. لكن التشريع لم يتعامل بالقدر الكافي مع مشكلة المؤسسات الأكبر من أن تفشل. علينا أن نتحلّى بالواقعية. ففي الأزمة الأخيرة، تردّت الحكومة في إنقاذ المساهمين وحملة السندات في حين لم يكن عليها ذلك. خشيت أن القيام بخلاف ذلك يمكن أن يؤدي إلى صدمة اقتصادية. وما دام هناك مصارف ضخمة أكبر من أن تفشل، فإن الحكومة "ستتردّد" ثانية على الأرجح. إن المؤسسات الأكبر من أن تفشل ليس لديها حافز للانخراط في المخاطرة المفرطة فحسب، وإنما لديها ميزة تنافسية أيضاً - لا تستند إلى كفاءة أفضل بل إلى الإعانة الضمنية من عملية إنقاذ تتولاها الحكومة في المستقبل.

## إعادة كتابة التاريخ

مع أن الأزمة لم تنته، فإن أبطالها منشغلون في إعادة كتابة التاريخ. ومع تكاثر الأدلة على الأخطاء وحالات القصور الرقابية - لا سيما من قبل هيئة الأوراق والأسواق المالية ومجلس الاحتياطي الفيدرالي ووكالات الرقابة الأخرى على المصارف - فإن العديد من الجهات الرقابية ادّعت بصورة متكرّرة أنها فعلت كل ما تستطيع أن تفعله. غير أن العاملين في مجلس الاحتياطي ووزارة الخزانة الذين يريدون أن ينسب إليهم شرف "الفوز" لا يذكرون تكرّر تشخيصاتهم

الخاطئة (زعم مجلس الاحتياطي الفيدرالي، حتى بعد انفجار الفقاعة، على أنه تم احتواء تأثيراتها)<sup>(64)</sup>. ولا يذكرون أنهم دعموا نظاماً "رقابياً" يعاني من عيوب جوهرية - يعتمد كثيراً مثلاً على "الرقابة الذاتية"، وهو أمر اعتُرف أخيراً أنه يجمع بين لفتتين متناقضتين. وعندما يقولون إنهم عجزوا عن القيام بذلك، لا يذكرون أنه كانت لديهم في الواقع صلاحيات أخرى لمنع نمو الفقاعة، ولا يذكرون أنهم رفضوا الذهاب إلى الكونغرس قبل اندثار ليمان برانرز لطلب الصلاحيات التي اعترفوا الآن بعد فوات الأوان أنهم بحاجة إليها.

إنهم يفضلون هم ومؤيدوهم أن ننسى المعارك الطاحنة بشأن الرقابة قبل عقد من الأزمة والفشل في تطبيق النظم الرقابية القائمة. ويريدوننا أن نهنتهم بدلاً من ذلك لأنهم أنقذوا الرأسمالية، وأبعدونا عن حافة الهاوية التي دفعونا إليها في خريف سنة 2008. صحيح أنهم يقرّون أن ذلك كان مكلفاً، ويقرّون أن منح الكثير من المال إلى من أساءوا التصرف أمر غير مرض، لكن لم يكن لديهم أي خيار.

### كان لدينا خيارات

نعم كان لدينا خيارات. وما نختاره في لحظة ما يؤثر كثيراً على الخيارات اللاحقة. لم تؤدّ التخفيضات الضريبية التي أقرّها الرئيس بوش في سنة 2001 وسنة 2003 إلى النمو المستمر الذي وُعد به بل إلى مزيد من العجز في الموازنة ما زاد من صعوبة التعامل مع انفجار الفقاعة<sup>(65)</sup>. في هذا الكتاب، أوضحت كيف أن عمليات الإنقاذ المتكررة للمصارف في جميع أنحاء العالم في العقدين الماضيين أفضت إلى خطر أخلاقي ساهم في الإقراض الطائش الذي أقدمت عليه المصارف. وأوضحت أيضاً كيف أن الطريقة التي فرضت بها وزارة الخزانة الأميركية وصندوق النقد الدولي شروطاً قاسية وذات نتائج عكسية على البلدان النامية - ما جعلها تتحمّل عبء قرارات الإقراض الرديئة التي اتخذتها المصارف - ساهمت في ارتفاع احتياطات النقد الأجنبي، وزادت انعدام التوازن العالمي وانخفاض معدلات الفائدة في العالم.

لم تنتهِ الأزمة، بل هي بعيدة عن الانتهاء. وما يحصل شبيه بتحطم قطار بطيء: يستطيع المرء أن يرى الدمار الهائل الذي سيلبي عندما يسرع القطار حول منعطف. وفي هذه الفترة العصبية، عندما نقول إن الإنقاذ نجح، إنما نعني أننا على يقين من أنه تجنّب الكارثة المحدقة - تراجع الاقتصاد العالمي عن شفير الهاوية. أما مسار التاريخ بعد ذلك فيكتنفه انعدام اليقين: كل ما نستطيع قوله بعد تسع سنوات على شروع مجلس الاحتياطي الفيدرالي بسياسته التي أنشأت فقاعة المساكن كاستراتيجية للتعافي من انفجار فقاعة التكنولوجيا، هو أن التعافي لا يستند إلى أسس ثابتة، وأن الاقتصاد العالمي يبدو مزعزاً.

لا يمكننا بطبيعة الحال أن نعرف على وجه اليقين إذا كانت البدائل التي أطرحها أفضل. ربما لو طالبنا باتفاق أكثر عدالة مع المصارف، لتباطأ تعافيتها. لا شك في أن أرباح المساهمين فيها ومكافآت مديريها التنفيذييين كانت ستخفض. لكن من الصعب الاعتقاد أن الإقراض كان سيتقيّد أكثر مما هو عليه الآن. إنني أعتقد جازماً أنه كان في وسعنا وضع شروط على إنقاذ المصارف تؤدي إلى رفع الإقراض وتعزيز التعافي وتحسين الموقف المالي للولايات المتحدة. كان في وسعنا إنقاذ المصارف بطريقة تفضي إلى زيادة تنافسية النظام المصرفي، بدلاً من إضعاف تنافسيته. وينتج عن ارتفاع تنافسية النظام المصرفي انخفاض معدلات الفائدة التي تدفعها، كما يؤدي ذلك إلى تعافٍ أكثر متانة<sup>(66)</sup>.

لم تكن خيارات حكومتنا أسوأ الخيارات، لكنها بعيدة جداً عن أفضلها. ولم تؤدّ الأحداث التي وقعت منذ صدور الطبعة الأولى من هذا الكتاب إلى تقليل المخاوف التي أثيرتها عندما أعدتّ حزمات الإنقاذ. بل على العكس من ذلك، فكما قدّمت الأزمة أدلة كثيرة على أن "إصلاحات" الرقابة المتساهلة مع المصارف في التسعينيات (1990يات) والسنوات الأولى من القرن الحالي كانت خاطئة، فإن التعافي المترنّح الذي نشهده اليوم يوحي بأن عملية الإنقاذ المتساهلة مع المصارف كانت خاطئة - أو بعيدة عن المثالية على الأقل. ستمرّ سنوات طويلة قبل أن تُعرف التبعات الكاملة لهذه الخيارات، لكن الأحداث التي وقعت منذ صدور

الطبعة الأولى من الكتاب عززت الاستنتاجات التي توصل إليها، وانتقادات برنامج الإنقاذ والتعافي.

## التوقعات المستقبلية والطريق إلى الأمام

كما أكدت في الفصل السابع، في حين يتعامل العالم مع المشكلات التي أثارها الأزمة العالمية، فإن المشكلات الطويلة الأمد (تكاثر المسنين، والخلل في نظام الرعاية الصحية والنظام التعليمي، والتراجع السريع للقطاع الصناعي، وفقر الاعتماد على النفط) لا تزال تعتمل. وفي الوقت نفسه، تراجعت الموارد المتاحة للتعامل مع هذه المشاكل تراجعاً كبيراً. وفي حين أن القيام بعمل مفيد بشأن الاحترار العالمي كان يمكن أن يحفز التعافي الاقتصادي، فإن عدم التوصل إلى اتفاق في كوبنهاغن في كانون الأول/ديسمبر 2009 يجبر الشركات على دفع سعر ملائم مقابل انبعاثات الكربون التي تطلقها أضاف مزيداً من انعدام اليقين. ومع أن معظم المشاركين يعتقدون أن عليها أن تدفع في نهاية المطاف، فإنه لم يتضح متى يتم ذلك وكم ستدفع. ومن الطبيعي أن يكون الردّ على انعدام اليقين تأجيل الاستثمارات إلى أن يُزال انعدام اليقين.

إن استمرار الركود يوفّر عذراً للذين يعارضون عمل شيء حيال الاحترار العالمي في الولايات المتحدة (وسواها). ولم تحقق استراتيجية التقدّم من دون تخطيط سوى تعاف هزيل كما كان متوقعاً، وذلك يعني أنه سيمضي وقت طويل قبل أن تبدأ الولايات المتحدة بالتعامل بفعالية مع هذه المشكلة وسواها من المشاكل الطويلة الأمد. وكثير من هذه المشاكل، مثل الاحترار العالمي يؤثر على العالم بأكمله. وإذا لم تحسّن الولايات المتحدة أدائها في التعامل معها، فسيكون من الصعب عليها الاضطلاع بالدور القيادي في صياغة الحلول العالمية. ويعني ذلك بدوره أن من غير المرجح معالجة هذه القضايا. يمكننا الادعاء بأن الاحترار العالمي سيزول، أو أن التكنولوجيا ستخرجنا من المأزق الذي وضعنا أنفسنا فيه. لكن سياسة الادعاء والتمديد لن تنجح مع الاحترار العالمي أكثر من نجاحها مع التعافي الاقتصادي.

لقد تحققت إلى حد كبير المخاوف التي أبديتها منذ أكثر من سنة - ألا تؤدي الاستراتيجيات التي اتبعتها إدارتا بوش وأوباما لإنقاذ المصارف إلى الانتعاش السريع للإقراض أو التعافي السريع للاقتصاد. كما أن استراتيجية إعادة الرسملة من خلال الأرباح المتحققة من القروض ذات الفوائد المرتفعة التي تم تمويلها بحصول المصارف على الأموال بمعدل فائدة منخفض لم تؤد إلى تعافٍ سريع، بل إنها يمكن أن تطيل أمد الضعف الاقتصادي. ولعل من لم يعتقد البتة بأن الاقتصاد يعاني من مشكلة عميقة كانوا مقتنعين بأن مثل هذا الدواء الذي يستهدف تفريج الأعراض ربما ينجح. لكن لم يكن من السهل أن يخدع الآخرين.

ثمة إحساس بأن لحظة روزفلت - البرنامج الجديد، إعادة التفكير في الرأسمالية، عقد اجتماعي جديد - قد مضت إلى حد كبير. لن نعود إلى العالم كما كان قبل الأزمة، لكننا لم نجر الإصلاحات اللازمة التي تجنّبنا وقوع أزمة أخرى. ولعل علينا الاحتفال بأن الكونغرس أقرّ قانوناً جيداً بالنظر إلى الضغوط الكبيرة التي مارستها عليه مجموعات الضغط المالية. لكن ذلك ليس المحكّ المهم في النهاية. ما يهم هو حماية اقتصادنا من أزمة أخرى، وحماية المواطنين من العودة إلى الإساءات، والثقة بأن القطاع المالي سيؤدي الوظائف الاجتماعية التي يكافأ عليها كثيراً.

ستكون التكاليف التي تتحمّلها الولايات المتحدة بسبب هذه الإخفاقات عالية: لن تواجه خطر وقوع أزمة كبرى خلال الخمس عشرة سنة التالية فحسب، ولن تبقى مجموعة المشاكل الواسعة من دون علاج فحسب، وإنما سيتسع الانقسام بين وول ستريت وماين ستريت، ومع تنامي الانقسام، يضعف الشعور بالترابط الاجتماعي والقدرة على حل المشاكل المشتركة.

لقد فقدت الولايات المتحدة فرصة الاضطلاع بالقيادة الأخلاقية والفكرية العالمية. وسيعني توازن القوى العالمي الناشئ مؤخراً أنها لن تتمكّن من إملاء شروط النظام العالمي الجديد. وإذا قدر لها أن تقود، فيجب أن يكون ذلك من خلال الإقناع الأخلاقي، والقدوة الحسنة، وقوة حججها. والمسألة الآن لا تزال

كما كانت عليه عند صدور الطبعة الأولى من هذا الكتاب، هل ستوفّر الولايات المتحدة مثل هذه القيادة؟<sup>(67)</sup> أم أن الحزبية والحرب المدمّرة بين وول ستريت وما تبقى من البلد ستمنعها من القيام بذلك؟

إذا لم يستطع البلد أن يحلّ مشاكله بطريقة يعتبرها سائر العالم عادلة، وإذا لم تتمكّن رغم ثرائها من تحقيق الرعاية الصحية لجميع شبابها، وإذا لم تتمكن رغم ثرائها من توفير التعليم النوعي لشبانها، وإذا لم تتمكّن رغم ثرائها من تحمّل إنفاق الأموال المطلوبة لتحديث بنيتها التحتية، وتوفير نظم الطاقة والمواصلات التي تتطلبها مكافحة الاحترار العالمي، فكيف تستطيع تقديم النصح للآخرين بشأن كيفية حل مشاكلهم؟

لقد أصبح العقد الأول من القرن الحادي والعشرين يعتبر عقداً ضائعاً. فمعظم الأميركيين تراجع دخلهم في نهاية هذا العقد عما كان عليه في بدايته. وبدأت أوروبا العقد بتجربة جديدة وجريئة، اليورو - وهي تجربة ربما أخذت تتهاوى الآن. وعلى جانبي الأطلسي انحسر التفاؤل الذي ساد في بداية العقد وحلّ محله التشاؤم. وألقت الكآبة بظلالها مع امتداد أسابيع التراجع الاقتصادي إلى أشهر، وتحولت الأشهر إلى سنوات.

عند صدور الطبعة الأولى من "السقوط الحر"، كتبت أن التخبّط لن ينجح، وأن الألوان لم يفت لسلوك مسار بديل. لكننا استمررنا بالتخبّط - في بعض المجالات، مثل الإصلاح الرقابي، جاءت النتائج أفضل مما توقّعت، لكنها أسوأ مما أملت به، وتحقّقت رؤيتي تماماً في مجالات أخرى مثل إنشاء رؤية جديدة. لم يفت الألوان بعد، لكن نافذة الفرص أخذت تضيق بسرعة.





## الحواشي

### مقدمة

- (1) Sharon LaFraniere, "China Puts Joblessness for Migrants at 20 Million," *New York Times*, February 2, 2009, p. A10. تقدر إدارة الاقتصاد والشؤون الاجتماعية في الأمم المتحدة أن ما بين 73 و103 ملايين شخص إضافي سيظلون فقراء أو سيصبحون في حالة فقر مقارنة بما كانت ستؤول إليه الأمور لو استمر نمو ما قبل الأزمة. United Nations, "World Economic Situation and Prospects 2009," May 2009 <http://www.un.org/esa/policy/wess/wesp2009files/wesp09update.pdf>. متوافر على الرابط <http://www.un.org/esa/policy/wess/wesp2009files/wesp09update.pdf>. وتقدر منظمة العمل الدولية أن البطالة العالمية يمكن أن ترتفع أكثر من 50 مليوناً في نهاية سنة 2009، وأن يدفع نحو 200 مليون شخص إلى عتبة الفقر الشديد. انظر: Report of the Director-General, "Tackling the Global Jobs Crisis: Recovery through Decent Work Policies," presented at the International Labour Conference, June 2009 [http://www.ilo.org/global/What\\_we\\_do/Officialmeetings/ilc/ILCSessions/98thSession/ReportssubmittedtotheConference/lang=en/docName=WCMS\\_106162/index.htm](http://www.ilo.org/global/What_we_do/Officialmeetings/ilc/ILCSessions/98thSession/ReportssubmittedtotheConference/lang=en/docName=WCMS_106162/index.htm).
- (2) سألت لجنة المصارف في مجلس الشيوخ آلن شوارتز، رئيس بير ستيرنز، أول المصارف الاستثمارية الكبيرة التي تنهار - لكن بطريقة لا تزال تكلف دافعي الضرائب مليارات الدولارات - إذا كان يعتقد أنه ارتكب أي خطأ: "يمكنني أن أؤكد لكم أنني فكرت في هذا الموضوع كثيراً. وبالعودة إلى الوراء، بعد وقوع الحدث، وتساءلت، 'لو أنني عرفت بالضبط القوى التي كانت قادمة، ما الإجراءات المسبقة التي كان يمكن أن نتخذها لتجنب هذا الوضع؟' لكنني لم أتمكن من التوصل إلى أي شيء... يمكن أن يغير الوضع الذي واجهناه". Statement before the U.S. Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, Hearing on "Turmoil in U.S. Credit Markets: Examining the Recent Actions of Federal Financial Regulators," Washington, DC, April 3, 2008.
- (3) Luc Laeven and Fabian Valencia, "Systemic Banking Crises: A New Database," International Monetary Fund Working Paper, WP/08/224, Washington, DC, November 2008.
- (4) رأى جورج دبليو بوش في إحدى المقابلات أن "الاقتصاد تراجع لأننا بنينا كثيراً من المنازل". مقابلة مع أن كاري على *Today Show*, NBC, February 18, 2008.
- (5) Bob Woodward, *Maestro: Greenspan's Fed and the American Boom* (New York: Simon and Schuster, 2000).
- (6) ثمة تفسير آخر للاختلاف في السياسات: تصرف الولايات المتحدة وأوروبا بطرق تستجيب لمصالح

الناخبين - ما كانت السياسات التي دُفع شرق آسيا إلى القبول بها ليقبلها الأميركيون والأوروبيون. وعلى النحو نفسه، كان صندوق النقد الدولي ووزارة الخزانة الأميركية يستجيبان جزئياً لمصالح "ناخبيهما"، الدائنون في الأسواق المالية، التي تركزت على استرداد ما أقرضوه لتلك البلدان - حتى إذا ترتب على ذلك تأميم الالتزامات الخاصة. للاطلاع على بحث أوسع لهذه الأحداث، انظر Joseph E. Stiglitz, *Globalization and Its Discontents* (New York: W. W. Norton, 2002).

(7) U.S. Department of Labor, Bureau of Labor Statistics, Consumer Price Index, All Urban Consumers, All Items <http://ftp.bls.gov/pub/special.requests/cpi/cpi.txt>، متوافر على الرابط

(8) Susan S. Silbey, "Rotten Apples or a Rotting Barrel: Unchallengeable Orthodoxies in Science," paper presented at Arizona State University Law School, March 19-20, 2009. إن المجموعة التي ساهمت في هذه الأزمة، التي تجاوزت الحدود وتورطت في سلوك غير قانوني، صغيرة: قَدِّم لهم محاموهم النصح بشأن كيفية تجنب السجن، وعمل اللوبي المؤيد لهم جاهدا لضمان أن تتيح لهم القوانين حرية أوسع. مع ذلك فإن قائمة من يواجه الإدانة في تزايد. يواجه آلن ستانفورد السجن لمدة تصل إلى 375 سنة إذا أُدين في إحدى وعشرين تهمة في الاحتيال بعدة مليارات من الدولارات وغسيل الأموال واعتراض التحقيقات. وقد تلقى ستانفورد المساعدة من المسؤول المالي الرئيسي لديه، جيمس ديفيس الذي اعترف بالذنب في تزوير البريد، والتأمر لارتكاب الاحتيال، والتأمر لاعتراض التحقيق. واتهم سمساران في كريدي سويس بالكذب على العملاء - ما أدى إلى خسائر بقيمة 900 مليون دولار. أدان المحلفون أحدهما واعترف الآخر بالذنب.

(9) هناك ردّ سريع وواضح: الظروف مختلفة. لو اتبعت تلك البلدان سياسات مالية توسعية، لكانت الآثار معاكسة (هكذا تقول الحجة). تجدر الإشارة إلى أن أداء بلدان شرق آسيا التي اتبعت الوصفة الكينزية التقليدية (ماليزيا والصين) كان أفضل بكثير من أداء تلك التي أجبرت على اتباع إملاءات صندوق النقد الدولي. لتخفيض معدلات الفائدة، اضطرت ماليزيا إلى فرض قيود مؤقتة على تدفقات رأس المال. لكن التراجع الاقتصادي في ماليزيا كان أقصر وأقل عمقا من التراجع الذي شهدته بلدان شرق آسيا الأخرى، كما أنها خرجت بمديونية أقل. انظر Ethan Kaplan and Dani Rodrik, "Did the Malaysian Capital Controls Work?" in S. Edwards and J. Frankel (eds.), *Preventing Currency Crises in Emerging Markets* (Boston: NBER, 2002).

(10) يجب أن نضيف إلى قائمة عمليات الإنقاذ الدولية عمليات الإنقاذ "المحلية"، حيث اضطرت الحكومات إلى إنقاذ مصارفها من دون اللجوء إلى مساعدة الآخرين. ويجب أن يدرج المرء في هذه اللائحة الطويلة كارثة مصارف الائتلاف والإقراض في الولايات المتحدة في الثمانينيات (1980يات) وإنهيارات المصارف في البلدان الإسكندنافية في أواخر الثمانينيات وأوائل التسعينيات.

(11) التعاون الوثيق بين الحكومة والقطاع الخاص في ماليزيا دفع العديدين للإشارة إلى "شركة ماليزيا". عند وقوع الأزمة، أطلق على مباحثات التعاون بين الحكومة والقطاع الخاص تسمية رأسمالية الأصدقاء.

(12) انظر Nicholas Lardy, *China's Unfinished Economic Revolution* (Washington, DC: Brookings Institution Press, 1998)، للحصول على تفسير قياسي. لم تغب مفارقة انهيار المصارف الأميركية لا المصارف الصينية عن المراقبين على جانبي المحيط الهادئ.

(13) هبط إنتاج البلد بنسبة 10.9 بالمئة إضافية في سنة 2002 (مقارنة بسنة 2001) فوق الهبوط المتراكم بنسبة 8.4 بالمئة منذ ذروته السابقة (1998)، ليصبح إجمالي تراجع الإنتاج 18.4 بالمئة ويزيد تراجع الدخل الفردي على 23 بالمئة. تسببت الأزمة أيضاً بارتفاع نسبة عاطلين عن العمل إلى 26 بالمئة في أعقاب التقلص الهائل للاستهلاك والاستثمار والإنتاج. انظر Hector E. Maletta,

"A Catastrophe Foretold: Economic Reform, Crisis, Recovery and Employment in Argentina," September 2007, <http://ssrn.com/abstract=903124> متوافر على الرابط

(14) في دراسة لثمانية اقتصادات أميركية شمالية وأوروبية (المملكة المتحدة، والولايات المتحدة، وألمانيا، وكندا، والنرويج والدنمرك، والسويد، وفنلندا)، تبين أن الولايات المتحدة تسجل أدنى حراك للدخل بين الأجيال. وتبلغ العلاقة الجزئية بين الأجيال (مقياس لانعدام الحراك) في الولايات المتحدة ضعف ما هي عليه في البلدان الإسكندنافية. وقد خلصت الدراسة إلى أن "الاعتقاد بأن الولايات المتحدة 'أرض الفرص' لا يزال قائماً ومن الواضح أنه يبدو في غير محله". انظر Jo Blanden, Paul Gregg, and Stephen Machin, "Intergenerational Mobility in Europe and North America," London School of Economics Centre for Economic Performance, April 2005. <http://www.suttontrust.com/reports/IntergenerationalMobility.pdf> متوافر على الرابط

Arnaud Lefranc and Alain Trannoy, "Intergenerational Earnings Mobility in France: Is France More Mobile than the US?" *Annales d'Économie et de Statistique*, no. 78 (April-June 2005), pp. 57-77

(15) برنامج التقييم العالمي للطلاب نظام للتقييم العالمي يقيس أداء من هم في سن الخامسة عشرة في الإلمام بالقراءة والكتابة، والرياضيات، والعلوم كل ثلاث سنوات. ويسجل الطلاب الأميركيون في المتوسط نتيجة أدنى من متوسط نتيجة بلدان منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية الثلاثين في مقياس الإلمام المشترك بالعلوم (489 مقابل 500) ومقياس الإلمام بالرياضيات (474 مقابل 498). وقد حل الطلاب الأميركيون بعد ستة عشر بلداً من بلدان منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، وحلوا خلف ثلاثة وعشرين منها في الرياضيات. انظر S. Baldi, Y. Jin, M. Skemer, P. J. Green, and D. Herget, *Highlights from PISA 2006: Performance of U.S. 15-Year-Old Students in Science and Mathematics Literacy in an International Context* (NCES 2008-016) (U.S. Department of Education, Washington, DC: National Center for Education Statistics, December 2007)

## شكر وتقدير

(1) تتوافر قائمة أعضاء اللجنة على الرابط <http://www.un.org/ga/president/63/PDFs/reportofexpters.pdf>

## الفصل الأول: صناعة الأزمة

(1) انظر Milton Friedman and Anna Schwartz, *A Monetary History of the United States*, 1867-1960 (Princeton: Princeton University Press, 1971) و Barry Eichengreen, *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939* (Oxford: Oxford University Press, 1995)

(2) بين سنتي 2000 و2008، تراجع الدخل الوسطي الحقيقي للأسر (أي بعد التعديل بأخذ التضخم في الحسبان) بنسبة 4 بالمئة تقريباً. وفي نهاية التوسع الأخير، في سنة 2007، كان الدخل لا يزال أقل بنسبة 0.6 بالمئة عن المستوى الذي تحقق قبل نهاية فترة التوسع السابقة، في سنة 2000. انظر Census Bureau, "Income, Poverty, and Health Insurance Coverage in the United States: 2008," *Current Population Reports*, September 2009 <http://www.census.gov/prod/2009pubs/p60-236.pdf> متوافر على الرابط

- (3) James Kennedy, "Estimates of Mortgage Originations Calculated from Data on Loans Outstanding and Repayments" (not seasonally adjusted), <http://www.wealthscribe.com/wp-content/uploads/الرباط>، متوافر على الرابط November 2008، <http://www.equityextraction.com/data-2008-q2.pdf> Alan Greenspan and "تقديرات محدثة من 2008/11". James Kennedy, "Estimates of Home Mortgage Originations, Repayments, and Debt on One-to-Four-Family Residences," Finance and Economics Discussion Series, Division of Research and Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Working Paper 2005-41, September 2005.
- (4) Joseph E. Stiglitz, *Roaring* فتاعة التكنولوجيا نفسها قصة أخرى تروى بمزيد من التفاصيل في *Nineties: A New History of the World's Most Prosperous Decade* (New York: W. W. Norton, 2003).
- (5) أغلق مؤشر ناسداك المركب (يستخدم على العموم لقياس أداء أسهم التكنولوجيا) على ارتفاع 5,046.86 في آذار/مارس 2000. وفي 9 تشرين الأول/أكتوبر 2002، أغلق مؤشر ناسداك المركب على مستوى منخفض يبلغ 1,114.11. Google Finance, NASDAQ Composite Historical. <http://www.google.com/finance/historical?q=INDEXPrices>، متوافر على الرابط <http://www.nasdaq.com/NASDAQ:COMPX>.
- (6) U.S. Energy Information Administration, "Petroleum Navigator" database, U.S. Imports of Crude Oil (Thousand Barrels per Day) [accessed on August 28, 2009] and Weekly All Countries Spot Price FOB Weighted by Estimated Export Volume (Dollars per Barrel) [تم الدخول إليه في 2 أيلول/سبتمبر 2009] متوافر على الرابط [http://tonto.eia.doe.gov/dnav/pet/pet\\_pri\\_top.asp](http://tonto.eia.doe.gov/dnav/pet/pet_pri_top.asp).
- (7) غالباً ما يمنح آلن غرينسبان الفضل على حقبة انخفاض التضخم، لكن العديد من البلدان في جميع أنحاء العالم سجلت تضخماً منخفضاً - لم يكن ذلك ظاهرة أميركية مميزة. ومن العوامل الحاسمة في ذلك أن الصين كانت تزود العالم بسلع مصنعة بأسعار منخفضة بل متراجعة.
- (8) ثمة جدل واسع بشأن كيفية حدوث ذلك. ويكمن جزء من المشكلة في أن لديهم "مخزوناً" على غرار أي شركة تجارية. ويكمن جزء آخر أيضاً في أنهم ربما خدعتهم حساباتهم عند إعادة التوضيب المعقدة، فاحتفظوا ببعض الأوراق المالية وامتصوا بعض المخاطر. احتفظ ببعض هذه المخاطر خارج الميزانية العمومية - يمكن أن يقيّدوا الرسوم الناجمة عن إعادة التوضيب من دون قيد المخاطر المرتبطة بالأجزاء التي لم يتم بيعها. وستبحث الدوافع التي حثتهم على الانخراط في هذه الأنشطة غير الواردة في الميزانية العمومية في فصول لاحقة.
- (9) Bureau of Economic Analysis, National Income and Product Accounts Table, "Table انظر 6.16D. Corporate Profits by Industry," available at <http://www.bea.gov/National/nipaweb/SelectTable.asp>.
- (10) من المقولات القياسية التي تفسر لماذا تضع السوق سعراً منخفضاً للمخاطرة أن معدلات الفائدة على الأصول الآمنة منخفضة جداً، لذا تهافتت السوق على الأصول التي تحقق إيرادات أعلى قليلاً، ما رفع سعر الأصول وقلل العوائد. ويقدم بعض الأشخاص في وول ستريت مقولة موازية: عندما انخفض الهامش بين المدى الطويل والمدى القصير بإقدام مجلس الاحتياطي الفيدرالي على رفع معدلات الفائدة، ابتداء من حزيران/يونيو 2004، قال الكثيرون إنهم "اضطروا" إلى الإقدام على مزيد من المخاطرة للحصول على الإيرادات التي كانوا يحققونها سابقاً. وذلك مماثل لقول السارق في دفاعه إنه اضطر إلى اللجوء لحياة الجريمة عندما اختفت الطرق الشريفة لكسب الرزق. بصرف النظر عن معدل الفائدة، كان على المستثمرين الإصرار على الحصول على تعويض ملائم مقابل

المخاطر المحتملة. (رفع مجلس الاحتياطي الفيدرالي معدل الفائدة سبع عشرة مرة بمقدار 25 نقطة أساس بين حزيران/يونيو 2004 وحزيران/يونيو 2006، ما رفع معدل الفائدة على الأموال الفيدرالية من 1.25 بالمئة إلى 5.25 بالمئة في تلك الفترة. Federal Reserve, "Intended Federal Funds Rate, Change and Level, 1990 to Present," December 16, 2008 <http://www.federalreserve.gov/fomc/fundsrate.htm>. وفي تلك الفترة تراجع معدل الفائدة على سندات الخزينة من 4.7 بالمئة في حزيران/يونيو 2004 إلى 3.9 بالمئة في حزيران/يونيو 2005 قبل أن يرتفع ثانية إلى 5.1 بالمئة في حزيران/يونيو 2006. انظر 10-year Treasury Note, TNX, on finance. yahoo.com وهكذا أصبح منحنى العائد مستوياً إلى حد كبير وانعكس في حزيران/يونيو 2006).

(11) Alan Greenspan, "Understanding Household Debt Obligations," remarks at the Credit Union National Association 2004 Governmental Affairs Conference, Washington, DC, February 23, 2004 <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2004/20040223/default.htm>. متوافر على الرابط. انظر أيضاً البحث في الفصل الرابع.

(12) Alan Greenspan, "The Fed Didn't Cause the Housing Bubble," *Wall Street Journal*, March 11, 2009, p. A15.

(13) يركز مجلس الاحتياطي الفيدرالي اهتمامه عادة على معدلات الفائدة الحكومية على المدى القصير، ما يسمح للسوق بتحديد معدلات الفائدة على المدى الطويل. لكن ذلك قيد ذاتي: في هذه الأزمة أظهر مجلس الاحتياطي الفيدرالي قدرته على تحديد معدلات الفائدة الأخرى واستعداده لذلك.

(14) يتماثل أداء القروض بموجب قانون إعادة الاستثمار في المجتمع المحلي مع أداء القروض العالية المخاطر الأخرى. بل إن معدل التقصير عن سداد القروض التي أنشئت بموجب برنامج "نيبروروكس أميركا"، وهو من البرامج المثالية لقانون إعادة الاستثمار في المجتمع المحلي، أقل من المعدل المسجل في القروض العالية المخاطر. انظر Glenn Canner and Neil Bhutta, "Staff Analysis of the Relationship between the CRA and the Subprime Crisis," memorandum, Board of Governors of the Federal Reserve System, Division of Research and Statistics, November 21, 2008 [http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/20081203\\_analysis.pdf](http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/20081203_analysis.pdf). متوافر على الرابط. Randall S. Kroszner, "The Community Reinvestment Act and the Recent Mortgage Crisis," speech at Concentrated Poverty Policy Forum, December 3, 2008 <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kroszner20081203a.htm>.

(15) اشترت فريدي ماك ما مجموعه 158 مليار دولار، أو 13 بالمئة، من جميع الأوراق المالية العالية المخاطر و Alt-A التي أنشئت في سنتي 2006 و 2007، واشترت فاني ماي 5 بالمئة إضافية. وشمل أكبر الموردين للأوراق المالية لفاني وفريدي كونتري وايد فيننشال كورب من كالاباساس كاليفورنيا، بالإضافة إلى إيرفين، ونيو سنتشوري فايننشال كورب في كاليفورنيا، وأميركست مورتغاج كومبني، وهي شركات مقرضة أفلسست أو أجبرت على بيع نفسها. وكانت شركتا فاني وفريدي أكبر مشتريين للقروض من كونتري وايد، وفقاً لتلك الشركة. انظر Jody Shenn, "Fannie, Freddie Subprime May Add to Bailout," *Bloomberg.com*, September 22, 2009.

(16) من أسباب فشل القطاع المالي في أداء وظائفه الاجتماعية المهمة أن الموجودين في القطاع لا يعرفون ما هي هذه الوظائف. لكن في السوق ذات الأداء الجيد، يفترض بالأسواق تقديم الحوافز التي تدفع الأفراد إلى فعل ما يعود بالمصلحة على المجتمع، حتى إذا كان المشاركون الأفراد في السوق لا يدركون ما هي هذه المصلحة.

(17) شدد أدولف بيرل Adolf berle وغاردنر مينز Gardiner Means على فصل الملكية والرقابة في

كتابهما الكلاسيكي *The Modern Corporation and Private Property* (New York: Harcourt, Brace and World, 1932)، قبل سبع وثمانين سنة، لكن الأمور ازدادت سوءاً منذ ذلك الوقت، مع تزايد الاختارات الناجمة عن صناديق معاشات التقاعد. لا يحاول من يدير هذه الصناديق ممارسة الرقابة على سلوك الشركة. وقد أبدى جون ماينارد كينز قلقاً كبيراً من سلوك المستثمرين القصير النظر. ورأى أنهم مثل حكم في مسابقة للجمال لا يحاول الحكم على أجمل فتاة بل من يعتقد الآخرون أنها الأجمل (الفصل الثاني عشر من كتاب *General Theory of Employment Interest and Money* [Cambridge, UK: Macmillan Cambridge University Press, 1936]). وقد ازدادت الأمور سوءاً أيضاً عما كانت عليه عندما كتب ذلك. وقد ساعدت بعض أبحاثي في وضع أسس أقوى لنظرية بيرل ومينز. انظر J. E. Stiglitz, "Credit Markets and the Control of Capital," *Journal of Money, Banking, and Credit*, vol. 17, no. 2 (May 1985), pp. 133-152 و J. E. Stiglitz, "Discouraging Rivals: Managerial Rent-Seeking and Economic Inefficiencies," *American Economic Review*, vol. 85, no. 5 (December 1995), pp. 1301-1312.

(18) بلغ معدل "إجمالي العاطلين عن العمل، بالإضافة إلى جميع الملحقين الهامشيين بالعمل وإجمالي العاملين بعض الوقت لأسباب اقتصادية، كنسبة مئوية من جميع القوة العاملة المدنية بالإضافة إلى جميع الملحقين الهامشيين بالعمل" 17.5 بالمئة في تشرين الأول/أكتوبر 2009 بعد إجراء التعديل الموسمي عليه. Bureau of Labor Statistics, "Current Population Survey: Labor Force Statistics, Table U-6," متوافر على الرابط <http://www.bls.gov/news.release/empstat.t12.htm>.

(19) Statement of Ben S. Bernanke, Chairman, Board of Governors of the Federal Reserve System, before the Joint Economic Committee, U.S. Congress, Washington, DC, March 28, 2007.

(20) لم يدرك بائعو القروض المضمونة برهن عقاري ومشتروها أن الفقاعة قد تنفجر وسيقع معظمهم في ورطة إذا ارتفعت معدلات الفائدة أو دخل الاقتصاد في ركود. وذلك ما حدث بالضبط. وكما أشرت أدناه، أحدث التسنيذ مشاكل أيضاً في عدم تماثل المعلومات، وإضعاف الحوافز لإجراء تقييم جيد للائتمانات. انظر Joseph E. Stiglitz, "Banks versus Markets as Mechanisms for Allocating and Coordinating Investment," in J. Roumasset and S. Barr (eds.), *The Economics of Cooperation* (Boulder, CO: Westview Press, 1992).

(21) في السنوات التي سبقت الأزمة مباشرة، كما أشير آنفاً، ضعف الطلب المحلي أيضاً نتيجة ارتفاع أسعار النفط. وقد أثرت مشاكل ارتفاع أسعار النفط وتنامي انعدام المساواة - ما قلل الطلب الكلي المحلي - على الكثير من البلدان. فقد تزايد انعدام المساواة في أكثر من ثلاثة أرباع بلدان مجلس التعاون الاقتصادي والتنمية بين أواسط الثمانينيات وأواسط العقد الأول من القرن الحادي والعشرين، وشهدت السنوات الخمس الأخيرة تنامي انعدام المساواة والفقر في ثلثي بلدان مجلس التعاون الاقتصادي والتنمية. انظر Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), *Growing Unequal? Income Distribution and Poverty in OECD Countries*, Paris, October 2008.

(22) في كتاب "العولمة ومشكلاتها المثيرة للاستياء" *Globalization and Its Discontents* (مرجع سابق)، أوضحت بالتفصيل أسباب هذا الاستياء: سياسات صندوق النقد الدولي (غالباً ما تقوم على أسس السوق المعيبة التي بحثتها في هذا الفصل) حولت التراجعات الاقتصادية إلى ركود، والركود إلى كساد، وفرضت سياسات كلية وهيكلية غير مستساغة (وغير ضرورية في الغالب) تعيق النمو وتسهم في الفقر وانعدام المساواة.

(23) Daniel O. Beltran, Laurie Pounder, and Charles P. Thomas, "Foreign Exposure to Asset-

Backed Securities of U.S. Origin," Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper 939, August 1, 2008. وفي الوقت نفسه، أتت المشتريات الخارجية الأميركية والقروض المضمونة برهن عقاري والمنتجات المدعومة بقروض مضمونة برهن عقاري إلى تنامي الفقاعة.

- (24) المشكلة أكثر تعقيداً كما أوضحت مؤخراً، لأن عرض الأموال الخارجية ربما غذى الفقاعة.
- (25) كي أكون منصفاً، اقتنعت بعض الأخرى (مثل المملكة المتحدة في عهد مارغريت تاتشر) بفلسفة إلغاء الرقابة من تلقاء نفسها. أما الحكومات البريطانية التي تلتها، فقد استخدمت "الرقابة الخفيفة" كأداة تنافسية لاجتذاب الشركات المالية. وفي النهاية، فقد البلد أكثر مما كسبه.
- (26) "An Astonishing Rebound," *Economist*, August 13, 2009, p. 9.
- (27) على الرغم من الجهود التي بذلتها المملكة المتحدة، بقي الإقراض مقيداً فيها. وليس من السهل تحديد ما الذي تعنيه عبارة "القيمة العادلة" بالضبط. لكنها تنطوي على الحصول على ما يكفي من الأسهم (المطالبات بالدخل الذي تحققه المصارف في المستقبل) لتعويض الحكومة عن الأموال التي قذمتها الحكومة والمخاطر التي تحمّلتها. وكما أوضح لاحقاً، أظهرت دراسة متأنية لعملية الإنقاذ الأميركية أن دافع الضرائب الأميركي لم يحصل على قيمة عادلة.
- (28) انظر Joseph E. Stiglitz, "Monetary and Exchange Rate Policy in Small Open Economies: The Case of Iceland," Central Bank of Iceland, Working Paper 15, November 2001. متوافر على الرابط <http://www.sedlabanki.is/uploads/files/WP-15.pdf>.
- (29) Willem H. Buiter and Anne Sibert, "The Icelandic Banking Crisis and What to Do about It: The Lender of Last Resort Theory of Optimal Currency Areas," Centre for Economic Policy Research (CEPR) Policy Insight 26, October 2008. متوافر على الرابط <http://www.cepr.org/pubs/PolicyInsights/PolicyInsight26.pdf>.
- (30) طلبت بريطانيا مساعدة صندوق النقد الدولي في سنة 1976.
- (31) يزيد إجمالي الالتزامات الخارجية للمصارف الأيسلندية على 100 مليار دولار، مقارنة بالنتائج الإجمالي المحلي للبلد البالغ 14 مليار دولار. "Iceland Agrees Emergency Legislation," *Times*, October 6, 2008. متوافر على الرابط <http://www.timesonline.co.uk/tol/news/world/europe/article4889832.ece>. أقر البرلمان الأيسلندي القانون في أواخر آب/أغسطس 2009 لتسديد المملكة المتحدة وهولندا نحو 6 مليارات دولار قذمتها الحكومتان للمودعين الذين فقدوا أموالهم في حسابات الائتلاف الأيسلندية في أثناء الأزمة المالية. انظر Matthew Saltmarsh, "Iceland to Repay Nations for Failed Banks' Deposits," *New York Times*, August 29, 2009, p. B2. غير أن المملكة المتحدة وهولندا اعترضتا على شروط في القانون تنص على انتهاء ضمانة التسديد في سنة 2024. فوافقت أيسلندا على اتفاق جديد ينص على تمديد الضمانة على فترات من خمس سنوات إذا لم تسدد الأموال بحلول سنة 2024. وقد امتنع صندوق النقد لدولي عن تقديم الأموال إلى أيسلندا بسبب الخلاف على التسديد. انظر "Iceland Presents Amended Icesave Bill, Eyes IMF Aid," *Reuters*, October 20, 2009.
- (32) يعني تحرير سوق رأس المال السماح للنقود القصيرة الأجل بالتدفق بحرية إلى داخل البلد وخارجه. لا يستطيع المرء بناء المصانع والمدارس بمثل هذه النقود المتنقلة، لكن هذه النقود يمكن أن تعيث خراباً في الاقتصاد. ينطوي تحرير السوق المالية على فتح الاقتصاد أمام المؤسسات المالية الأجنبية. وثمة أدلة متزايدة على أن المصارف الأجنبية لا تقدم قروضاً كثيرة للمشاريع الصغيرة والمتوسطة، وأنها تستجيب أحياناً بقوة للصدمات العالمية (مثل الأزمة الراهنة)، وبالتالي تزيد من عدم الاستقرار. وهناك أدلة أيضاً على أن تكامل أسواق رأس المال لم يؤد إلى خفض التقلبات وارتفاع النمو على النحو المتوقع. انظر Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, Shang-Jin



Wei, and M. Ayhan Kose, "Effects of Financial Globalisation on Developing Countries: Some Empirical Evidence," *Economic and Political Weekly*, vol. 38, no. 41 (October 2003), pp. 4319-4330; M. Ayhan Kose, Eswar S. Prasad, and Marco E. Terrones, "Financial Integration and Macroeconomic Volatility," *IMF Staff Papers*, vol. 50 (Special Issue, 2003), pp. 119-142; Hamidur Rashid, "Evidence of Financial Disintermediation in Low Income Countries: Role of Foreign Banks," Ph.D. dissertation, Columbia University, New York, 2005; and Enrica Detragiache, Thierry Tresselt, and Poonam Gupta, "Foreign Banks in Poor Countries: Theory and Evidence," International Monetary Fund Working Paper 06/18, Washington, DC, 2006.

## الفصل الثاني: السقوط الحر وعواقبه

- (1) هناك قصة منحولة مفادها أن جون كينث غالبريت، أحد كبار الاقتصاديين في القرن العشرين، ومؤلف الكتاب الكلاسيكي *The Great Crash* (New York: Houghton Mifflin, 1955)، سئل ذات يوم: متى سيقع الكساد التالي. وكانت إجابته التنبؤية: بعد خمسة عشر سنة تلي الرئيس الأول الذي يولد بعد الكساد العظيم.
- (2) انظر Richard Wolf, "Bush Mixes Concern, Optimism on Economy," *USA Today*, March 23, 2008, p. 7A.
- (3) في مسح لتقصي ما سيفعله المتلقون بالخصومات الضريبية، قال خمس المستجيبين فقط إن الخصومات ستدفعهم إلى زيادة الإنفاق. وقال معظم المستجيبين إنهم سيذخرون معظم الخصومات الضريبية أو يستخدمونها لتسديد الدين. وتعني تقديرات المسح ضمناً أن 30-40 بالمئة من الخصومات ذهبت إلى زيادة الإنفاق. انظر Matthew D. Shapiro and Joel Slemrod, "Did the 2008 Tax Rebates Stimulate Spending?" *American Economic Review*, vol. 99, no. 2 (May 2009), pp. 374-379.
- (4) في ذلك الوقت، قالت بير ستيرنز إن قيمتها الدفترية تزيد على 80 دولاراً للسهم الواحد. وفي آذار/مارس 2007، قبل عام واحد، بيع سهم بيرنز ستيرنز بـ 150 دولاراً. انظر Robin Sidel, Dennis K. Berman, and Kate Kelly, "J.P. Morgan Buys Bear in Fire Sale, as Fed Widens Credit to Avert Crisis," *Wall Street Journal*, March 17, 2008, p. A1.
- (5) حصل سيتي بنك على حقنة نقدية مقدارها 25 مليار دولار في تشرين الأول/أكتوبر (إلى جانب ثمانية مصارف أخرى كجزء من برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة)، وأنقذ ثانية بـ 20 مليار دولار نقداً بالإضافة إلى ضمانات لما قيمته 306 مليارات دولار من الأصول الرديئة في تشرين الثاني/نوفمبر 2008، وقدّمت له مساعدة للمرة الثالثة عندما حوّلت الحكومة 25 مليار دولار من أسهمه الممتازة إلى أسهم عادية في شباط/فبراير 2009. وتلقّت إيه آي جي (AIG) ثلاث حزم إنقاذية، منها خط ائتماني بقيمة 60 مليار دولار، واستثمر بقيمة 70 مليار دولار، و52.5 مليار دولار لشراء أصول مرتبطة برهن عقاري تمتلكها أو تدعمها إيه آي جي.
- (6) أقر مشروع قانون الحوافز في النهاية في شباط/فبراير 2009، قانون التعافي وإعادة الاستثمار الأميركي، وشمل أكثر من 60 مليار دولار من الاستثمارات في الطاقة النظيفة: 11 ملياراً لبناء شبكة كهربائية أكبر وأفضل وأنكى تنقل الكهرباء المستمدة من الطاقة المتجددة من الأماكن الريفية حيث تنتج إلى المدن حيث يستخدم معظمها، بالإضافة إلى 40 مليون عداد كهرباء زكي سينشر في البيوت الأميركية؛ و5 مليارات دولار لمشاريع حماية بيوت ذوي الدخل المنخفض من العوامل الجوية؛ و4.5 مليارات دولار لجعل المباني الفيدرالية خضراء وتخفيض فواتير الطاقة الحكومية؛

6.3 مليارات دولار لجهود الطاقة المتجددة والطاقة ذات الكفاءة العالية في الولايات والمناطق المحلية؛ و600 مليون دولار لبرامج التدريب الخضراء على العمل؛ وملياراً دولار من المنح التنافسية لتطوير الجيل القادم من بطاريات تخزين الطاقة.

(7) Barack Obama, "Renewing the American Economy," speech at Cooper Union, New York, March 27, 2008.

(8) Trade Statistics of Japan Ministry of Finance, General Trade Statistics, Yearly and Monthly Data for Total Value of Exports and Imports, September 2009, متوافر على الرابط <http://www.customs.go.jp/toukei/srch/indexe.htm?M=27&P=0> German Federal Statistical Office, "German Exports in June 2009: -22.3% on June 2008," Press Release No. 290, August 7, 2009, متوافر على الرابط [http://www.destatis.de/jetspeed/portal/cms/Sites/destatis/Internet/EN/press/pr/2009/08/PE09\\_290\\_51,templateId=renderPrint..psml](http://www.destatis.de/jetspeed/portal/cms/Sites/destatis/Internet/EN/press/pr/2009/08/PE09_290_51,templateId=renderPrint..psml)

(9) انخفضت أسعار البيوت بين تموز/ يوليو 2006 ونيسان/ أبريل 2009، لكن حتى عندما استقرت، لم يتضح ما إذا كان ذلك ناتجاً عن البرامج الحكومية المؤقتة - تدخلات مجلس الاحتياطي الفيدرالي لخفض معدلات الفائدة على القروض المضمونة برهن عقاري وبرنامج مساعدة مشتري البيوت لأول مرة. وقد واجهت 48 ولاية قصوراً في الموازنات، يبلغ 26 بالمئة من موازنات الولايات، ما أجبر اثنتين وأربعين ولاية على تسريح العمال وإحدى وأربعين ولاية على خفض الخدمات المقدمة للمقيمين. انظر Standard & Poor's, "The Pace of Home Price Declines Moderate in April according to the S&P/Case-Shiller Home Price Indices," press release, New York, June 30, 2009 Elizabeth McNichol and Nicholas Johnson, "Recession Continues to Batter State Budgets; State Responses Could Slow Recovery," Center for Budget and Policy Priorities, October 20, 2009, متوافر على الرابط <http://www.cbpp.org/files/9-8-08sfp.pdf>

(10) في أعقاب اختبار الإجهاد، طلب من العديد من المصارف تأمين مزيد من رأس المال، وقد نجحت في تأمينه. ومع أن اختبار الإجهاد لم يكن مجهداً جداً، فقد بدا أنه أعاد قدرًا من الثقة إلى السوق.

(11) Bureau of Economic Analysis, National Income and Product Accounts, "Table 2.1. Personal Income and Its Disposition (Seasonally adjusted at annual rates)," <http://www.bea.gov/national/nipaweb/TableView.asp?SelectedTable=58&Freq=Qtr&FirstYear=2007&LastYear=2009>

(12) Chrystia Freeland, "First Do No Harm' Prescription Issued for Wall Street," *Financial Times*, April 29, 2009, p. 4.

(13) "New Citi Chair: Bankers Aren't 'Villains,'" *CBS News.com*, April 7, 2009.

(14) Anonymous, "Confessions of a TARP Wife," *Conde Naste Portfolio*, May 2009, متوافر على <http://www.portfolio.com/executives/2009/04/21/Confessionsof-a-Bailout-CEO-Wife/>

(15) تؤدي عمليات الإنقاذ في البلدان النامية إلى ارتفاع قيمة سعر الصرف عما يمكن أن تكون عليه بخلاف ذلك. من الطرق الرئيسية لتعافي الاقتصادات زيادة الصادرات، لكن ارتفاع أسعار الصرف تعيق الصادرات وبالتالي التعافي. وربما لم يكن لعملية الإنقاذ المكسيكية في سنة 1994 صلة كبيرة بتعافي البلد، بل ربما أعاقته. انظر D. Lederman, A. M. Menéndez, G. Perry, and J. E. Stiglitz, "Mexican Investment after the Tequila Crisis: Basic Economics, 'Confidence' Effects or Market Imperfections?" *Journal of International Money and Finance*, vol. 22 (2003), pp. 131-151.

- (16) Elizabeth Mcquerry, "The Banking Sector Rescue in Mexico," *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, Third Quarter, 1999.
- (17) Lederman, انظر، *العقد التالي*. انظر، Menéndez, Perry, and Stiglitz, "Mexican Investment after the Tequila Crisis," سابق، والفصل الثالث، "جعل التجارة عادلة" في *Making Globalization Work* (New York: W. W. Norton, 2006).
- (18) Robert Weissman and James Donahue, "Sold Out: How Wall Street and Washington Betrayed America," Consumer Education Foundation, March 2009 [http://wallstreetwatch.org/reports/sold\\_out.pdf](http://wallstreetwatch.org/reports/sold_out.pdf)
- (19) في سنة 1953، قال تشارلي ويلسون، رئيس شركة جنرال موتورز، جملته الشهيرة، "اعتقدت سنوات عديدة أن ما هو صالح للبلد صالح لجنرال موتورز والعكس بالعكس". U.S. Department of Defense, bio of Charles E. Wilson [http://www.defenselink.mil/specials/secdef\\_histories/bios/wilson.htm](http://www.defenselink.mil/specials/secdef_histories/bios/wilson.htm)
- (20) فعلت الأسواق المالية ذلك بالضبط في أعقاب الأزمة المالية العالمية في سنتي 1997-1998. في ذلك الوقت، كثر الحديث عن إصلاح التصميم المالي العالمي. وتواصل الحديث إلى أن انتهت الأزمة وضعف الاهتمام في الإصلاحات. وبدلاً من وضع أنظمة جديدة موضع التنفيذ، واصلت الحكومة إلغاء الرقابة. من الواضح أنه لم يصنع الكثير لتجنب وقوع أزمة أخرى - بل إن ما صنع كان قليلاً جداً.
- (21) تولى بن بيرنيك المنصب في شباط/فبراير 2006، وتواصل ارتفاع حدة الإقراض العالي المخاطر (بدأت القروض العالية المخاطر كنسبة من جميع القروض المقدمة) في الأشهر التالية، وبلغت ذروتها في أواسط سنة 2006. Major Coleman IV, Michael LaCour-Little, and Kerry D. Vandell, "Subprime Lending and the Housing Bubble: Tail Wags Dog?" *Journal of Housing Economics*, vol. 17, no. 4 (December 2008), pp. 272-290.
- (22) قال غرينسبان، "ثمة أشياء قليلة توحى، على أقل تقدير، بوجود قليل من الغثاء في هذه السوق. وفي حين أننا لا نعتقد بوجود فقاعة وطنية، فمن الصعب عدم رؤية أن هناك العديد من الفقاعات المحلية". Edmund L. Andrews, "Greenspan Is Concerned about 'Froth' in Housing," *New York Times*, May 21, 2005, p. A1.
- (23) <http://www.citigroup.com/citi/fin/data/qer083s.pdf>, Citigroup, Quarterly Financial Data Supplement, October 16, 2008.
- (24) "Mr. Obama's Economic Advisers," *New York Times*, November 25, 2008, p. A30.
- (25) انظر Joe Hagan, "Tenacious G," *New York Magazine*, August 3, 2009, p. 28. انظر أيضاً Gretchen Morgenson, "Time to Unravel the Knot of Credit-Default Swaps," *New York Times*, January 24, 2009, p. A1.
- (26) تجدر الإشارة إلى أن مرفين كنغ، حاكم مصرف إنكلترا، وقف إلى جانب من يرى أنه إذا كانت المصارف أكبر من أن تفشل فإنها أكبر من أن توجد أيضاً - أو يجب على الأقل أن تتقيد جداً بما تستطيع القيام به. Speech delivered at the Lord Mayor's Banquet for Bankers and Merchants of the City of London at the Mansion House, June 17, 2009، متوافر على الرابط <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2009/speech394.pdf>، و Speech delivered to Scottish business organizations, Edinburgh, October 20, 2009.

متوافر على الرابط <http://www.bankofengland.co.uk/publications/speeches/2009/speech406.pdf>.

(27) تعترم المصارف الأميركية التي تلقت 163 مليار دولار من أموال الإنقاذ دفع أكثر من 80 مليار دولار كحصة أرباح في السنوات الثلاث القادمة، بإذن من الحكومة. وقد دفعت بعض المصارف حصص أرباح أكثر مما تلقت من الحكومة. Binyamin Appelbaum, "Banks to Continue Paying Dividends," *Washington Post*, October 30, 2008, p. A1. ودفعت تسعة مصارف تتلقى المعونة الحكومية أكثر من 33 مليار دولار كمكافآت، بما في ذلك أكثر من مليون دولار لكل من خمسة آلاف موظف تقريباً. \$33 Bank Bonus Tab: Susanne Craig and Deborah Solomon, "Bank Bonus Tab: \$33 Billion," *Wall Street Journal*, July 31, 2009, p. A1.

(28) كان هناك تبرير بشأن الخوف من انهيار الاقتصاد، ولم يكن أحد يعرف على وجه اليقين ما العواقب المترتبة على أي إجراء تتخذه الحكومة نظراً لأن الاقتصاد في حالة غير مألوفة. لم يكن مستغرباً أن تطلب المصارف مبالغ كبيرة من الحكومة، وتزعم أن أي شيء أقل من ذلك تترتب عليه نتائج خطيرة. لكن كما أوضحت بالتفصيل في موضع لاحق، لم يكن المبرر المقدم لنهج "الشيك على بياض" مقنعاً، وبخاصة لأن الحكومة قدمت في النهاية ضمانات لكل من يستطيع الرد بطريقة مضرة (مثل عارضي الأموال القصيرة الأجل). ربما يكون حملة السندات الطويلة الأجل مستائين، لكنهم لا يستطيعون سحب أموالهم. وقد خشيت إدارة أوباما من أنه إذا لم يعامل عارضو رأس المال على المصارف بحذر، فربما لن تأتي الأموال في المستقبل. وتلك خلاصة سخيفة على وجه الخصوص - رأس المال يذهب إلى حيث توجد العوائد. وإذا لم يقدم القطاع الخاص رأس المال، فقد أظهرت الحكومة بوضوح قدرتها على القيام بذلك. وقد أظهر القطاع الخاص عجزه في إدارة المخاطر ورأس المال، ولا يمكن أن يكون أداء الحكومة أسوأ من ذلك - ومن المرجح أن يكون أفضل. ليس لدى الحكومة حوافز ملتوية لكنها ستجد قيوداً بموجب المساءلة تمنعها من الانخراط في ممارسات متوحشة.

هناك مخاطر الدعاوى القضائية - وهي مخاطر قائمة بصرف النظر عما يُفعل. ربما يكون خطر رفع دعاوى قضائية كبيراً في تفسير التعامل بمبادلات الإعسار الائتماني، رغم أن من المؤكد إلى حد كبير أن تتمكن إجراءات الكونغرس من الحد منه.

(29) منح قاضي إحدى المقاطعات الأميركية مجلس الاحتياطي الفيدرالي خمسة أيام لتسليم السجلات التي تحدّد الشركات التي تتلقى الأموال بموجب برامج للإقراض الطارئ. Mark Pittman, "Court Orders Fed to Disclose Emergency Bank Loans," *Bloomberg.com*, August 25, 2009. متوافر على <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=a7CC61ZsieV4>. وفي 30 أيلول/سبتمبر 2009، قال مجلس الاحتياطي إنه سيقدم التماساً ضد طلب القاضي. انظر Mark Pittman, "Federal Reserve Appeals Court Order to Disclose Loans," *Bloomberg.com*, September 30, 2009. متوافر على الرابط <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=aSab0xkcV8jc>.

(30) لم تكن هذه المحاولة الأولى للتحايل على الكونغرس طلباً للمساعدة. بعدما رفض الكونغرس طلب إدارة كلينتون لتمويل مستثمري وول ستريت في السندات المكسيكية (فيما عرف بعد ذلك باسم عملية الإنقاذ المكسيكية)، لجأ روبرت روبن إلى صندوق تثبيت أسعار الصرف الذي أنشئ في سنة 1934 لغاية مختلفة تماماً. فقد أنشأ الكونغرس الصندوق لتثبيت استقرار قيمة الدولار عندما حدث اضطراب في التمويل الدولي، عندما ابتعدت بريطانيا العظمى عن معيار الذهب وخفضت قيمة الجنيه لكسب أفضلية تنافسية في التجارة الدولية. انظر J. Lawrence Broz, "Congressional Politics of International Financial Rescues," *American Journal of Political Science*, vol. 49, no. 3 (July 2005), pp. 479-496, and Anna J. Schwartz, "From Obscurity to Notoriety:

A Biography of the Exchange Stabilization Fund," *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 29 (May 1997), pp. 135-153.

(31) يبيّن تحليل نسبة النموّ البالغة 3.5 بالمئة في الربع الثالث من سنة 2009، وهو الذي ميّز نهاية نقاط الركود والخروج من المشاكل ما يلي: 1.6 بالمئة، أقل من النصف بقليل، ناجم عن برنامج "النقود مقابل السيارات القديمة" المنتهي (انظر الفصل الثالث)؛ ونصف نسبة 1.9 المتبقية ناجم عن إعادة بناء المخزونات.

(32) انظر *Economic Report of the President* (Washington, DC: U.S. Government Printing Office, 1996).

(33) استناداً إلى مسح أجرته شركة جونسون أسوسيتس الاستشارية. وفي حين يتوقّع أن ترتفع مكافآت المصرفيين في المصارف التجارية بمقدار 60 بالمئة، يتوقّع أن ترتفع مكافآت المصرفيين في المصارف الاستثمارية ما بين 15 و20 بالمئة فقط. غير أن الدفع في سبع شركات تلتقت دعماً حكومياً غير عادي سيكون محدوداً. انظر Eric Dash, "Some Wall Street Year-End Bonuses Could Hit Pre-Downturn Highs," *New York Times*, November 5, 2009, p. B3.

### الفصل الثالث: ردّ تشوبه العيوب

(1) يرى بعض الاقتصاديين أن المضاعفات قد تكون أكبر من الأرقام المقترحة لأن تعزيز الإنفاق يزيد من ثقة المستهلكين ("مضاعف الثقة"). إذا خفّض الإنفاق التحفيزي البطالة، وخفّض تراجع البطالة مخاوف العمال، فقد يحتوّن على إنفاق المزيد، وسيكون التأثير الإجمالي على الاقتصاد أكبر. وتلك من الحجج الداعية إلى التوقيت والاستهداف المتأني: إذا تبين أن الحافز أقل فعالية مما وُعد به، يمكن أن يحدث "مضاعف ثقة سلبي". وفي حين أن العاملين في قطاع المال يحملون "الثقة" كثيراً من الإجهاد، فإن النماذج الاقتصادية القياسية لا تفعل ذلك بل تشدّد على "المتغيرات الحقيقية"، مثل البطالة والأجور الحقيقية. كما أن فعالية الحافز المالي تكون أكثر ارتفاعاً عندما تصل معدلات الفائدة إلى حدّها الأدنى البالغ صفرًا، كما هو الحال في الولايات المتحدة في الأزمنة الأخيرة، وربما يكون المضاعف المالي على المدى القصير أكبر من 1.6 بكثير. انظر مثلاً L. Christiano, M. Eichenbaum, and Sergio Rebelo, "When Is the Government Spending Multiplier Large?" NBER Working Paper 15394, October 2009, متوافر على <http://www.nber.org/papers/w15394>.

(2) توصل بعض التقديرات مضاعف تمديد فوائد تأمين البطالة إلى 1.6. انظر Martin Schindler, Antonio Spilimbergo, and Steve Symansky, "Fiscal Multipliers," International Monetary Fund Staff Position Note, SPN/09/11, May 20, 2009.

(3) بين سنة 1999 وسنة 2006، السنة الأخيرة قبل انفجار الفقاعة، ارتفع متوسط الدخل بنسبة 4.6 بالمئة بالنسبة لشريحة الخمسة بالمئة العليا من الأميركيين، في حين انخفض الدخل الوسطي بنسبة 1 بالمئة. U.S. Census Bureau, Historical Income Tables, Tables H-3 and H-6, 2008. متوافر على <http://www.census.gov/hhes/www/income/histinc/inch.html>.

(4) المظالم المرتبطة بعمليات إنقاذ المصارف التي حمت أصحاب السندات كبيرة جداً، إذ اعتبرت سندات المصارف وأسهمها عالية المخاطر - شديدة المخاطر بحيث يجب ألا تحمله صناديق معاشات التقاعد والباحثون الآخرون عن الأمان - وقد اشترت صناديق التحوط والمضاربون الآخرون الكثير منها.

(5) Christina Romer and Jared Bernstein, "The Job Impact of the American Recovery and

http://Reinvestment Plan," Council of Economic Advisers, January 9, 2009  
otrans.3cdn.net/ee40602f9a7d8172b8\_ozm6bt5oi.pdf

Bureau of Labor Statistics, "Employment Level (Seasonally Adjusted)," Labor Force (6)  
http://data.bls.gov/Statistics, Current Population Survey, November 2009  
متوافر على cgi-bin/surveymost?In  
Elizabeth Williamson and Louise Radnofsky, 640,000 وظيفة. أَدَعَت الإدارة أن  
برامجها الإنفاقية استحدثت  
"Stimulus Created 640,000 Jobs, White House Says," *Wall Street Journal*, October 31,  
2009, p. A5

Paul Krugman, "Averting the Worse," *New York Times*, August 10, 2009, p. 17 (7)  
انظر أيضاً  
A17. كما أشير أنناه، ببخس ذلك حجم المشكلة، بسبب الأعداد الكبيرة التي أجبرت على العمل  
بعض الوقت لأن الأعمال طوال الوقت غير متوافرة.

Federal Reserve Bank of Philadelphia, "Forecasters See the Expansion Continuing," (8)  
Fourth Quarter 2009 Survey of Professional Forecasters, November 16, 2009  
متوافر على  
http://www.phil.frb.org/research-and-data/real-time-center/survey-of-professional-forecasters/2009/survq409.cfm

يرجع المقياس الأوسع للبطالة رسمياً إلى سنة 1994، لكن صحيفة "نيويورك تايمز"، بالاشتراك (9)  
مع وزارة العمل، أرجعت السلسلة إلى سنة 1970 على الأقل. وقد كان معدل شهر تشرين الأول/  
أكتوبر 2009 الأعلى "منذ سنة 1970 على الأقل ومنذ الكساد العظيم على الأرجح". David  
Leonhardt, "Jobless Rate Hits 10.2%, with More Underemployed," *New York Times*,  
November 7, 2009, p. A1

في تشرين الأول/أكتوبر 2009، بلغت نسبة الأشخاص في سن العمل الذين لديهم أعمال أو  
يبحثون بنشاط عن عمل 65.5، وهي الأدنى المسجلة في عشرين عاماً. Bureau of Labor  
Statistics, Current Population Survey, "Table U-6. Total Unemployed, Plus All Marginally  
Attached Workers, Plus Total Employed Part Time for Economic Reasons, as a Percent  
of the Civilian Labor Force Plus All Marginally Attached Workers," September 2009  
متوافر على  
http://www.bls.gov/news.release/empst.t12.htm

Current Population Survey, Unemployment Statistics, Table A2, Bureau of Labor (10)  
http://www.bls.gov/news.release/pdf/empst.pdf, متوافر على  
Table 3, Civilian Labor Force and Unemployment by State and Selected Area (seasonally adjusted). Regional and State Employment and Unemployment, Labor  
Force Data, Bureau of Labor Statistics, November 20, 2009  
متوافر على  
http://www.bls.gov/news.release/pdf/empst.pdf

Conor Dougherty, "The Long Slog: Out of Work, Out of Hope," *Wall Street Journal*, (11)  
انظر  
September 23, 2009, p. A1

في تشرين الأول/أكتوبر 2009، كان 35 بالمئة من العاطلين عن العمل قد فقدوا وظائفهم منذ اثنين (12)  
وسبعين أسبوعاً أو أكثر، وتلك النسبة الأعلى منذ الحرب العالمية الثانية. وكان حزيان/يونيو  
2009 أول شهر منذ أن بدأت الحكومة بجمع البيانات في سنة 1948 يكون فيه أكثر من نصف  
العاطلين عن العمل من دون عمل منذ خمسة عشر أسبوعاً. Bureau of Labor Statistics, "Table  
A-12. Unemployed Persons by Duration of Employment, seasonally adjusted," October  
2009, متوافر على  
http://www.bls.gov/web/cpseea12.pdf. انظر أيضاً Floyd Norriss, "In the

- .Unemployment Line, and Stuck There," *New York Times*, July 11, 2009, p. B3
- (13) Bureau of Economic Analysis, Industry Economic Accounts, GDP by Industry Accounts, "Value Added by Industry as a Percentage of GDP," April 28, 2009
- (14) <http://data.bls.gov/cgi-bin/surveymost?jt>, Bureau of Labor Statistics, Job Openings and Labor Turnover Survey, Labor Force Statistics Current Population Survey, و <http://data.bls.gov/cgi-bin/surveymost?ln> متوافر على
- (15) Bureau of Labor Statistics, Current Employment Statistics Survey, "Employment, Hours, and Earnings: Average Weekly Hours of Production Workers," <http://data.bls.gov/cgi-bin/surveymost?ce> متوافر على
- (16) ارتفعت مشاركة العمال في القطاع الخاص في برامج مساهمة محدّدة إلى 43 بالمئة في سنة 2009 بعدما كانت 36 بالمئة في سنة 1999، في حين بقيت المشاركة في برامج الإعانة مستقرّة عند 20 بالمئة. وارتفعت المشاركة الإجمالية في بعض خطط التقاعد إلى 51 بالمئة في سنة 2009 بعدما كانت 48 بالمئة في سنة 1999 (تجدر الإشارة إلى أن بعض العمال يشاركون في نوعي برامج التقاعد). Bureau of Labor Statistics, National Compensation Survey of Employee Benefits, "Table 2. Retirement Benefits: Access, Participation, and Take-up Rates, Private Industry Workers, National Compensation Survey," March 2009 <http://www.bls.gov/ncs/ebs/benefits/2009/ownership/private/table02a.pdf>
- (17) أفاد مسح عن مؤسسة بيو ريسيرتش أن ما يقرب من 40 بالمئة من العمال فوق سنة الثانية والستين أخرجوا تقاعدهم بسبب الركود. وقال 63 بالمئة من العمال بين سن الخمسين والحادية والستين أنهم قد يضطرون إلى تأخير تقاعدهم المتوقّع بسبب الأوضاع الاقتصادية الراهنة. Pew Research Center, "America's Changing Workforce: Recession Turns a Graying Office Grayer," Social and Demographic Trends Project, Washington, DC, September 3, 2009
- (18) دعوت إلى حزمة حوافز أكبر بكثير، وكذا كريستينا رومر، رئيسة مجلس المستشارين الاقتصاديين للرئيس أوباما (اقترحت أكثر من 1.2 تريليون دولار). وقد قدّم الفريق الاقتصادي للرئيس خيارين فقط: حزمة الإنقاذ البالغة 890 مليار دولار أو حزمة أصغر تبلغ نحو 550 مليار دولار. انظر Ryan Lizza, "Inside the Crisis," *The New Yorker*, October 12, 2009 [http://www.newyorker.com/reporting/2009/10/12/091012fa\\_fact\\_lizza](http://www.newyorker.com/reporting/2009/10/12/091012fa_fact_lizza) متوافر على
- (19) Elizabeth McNichl and Iris J. Lav, "New Fiscal Year Brings No Relief from Unprecedented State Budget Problems," Center on Budget and Policy Priorities, Washington, DC, September 3, 2009 <http://www.cbpp.org/files/9-8-08sfp.pdf> متوافر على
- (20) Jordan Rau and Evan Halper, "New State Budget Gap Is Forecast," *Los Angeles Times*, March 14, 2009, p. A1
- (21) The White House, Office of the Press Secretary, "New Recipient Reports Confirm Recovery Act Has Created Saved over One Million Jobs Nationwide," press release, October 30, 2009 <http://www.whitehouse.gov/the-press-office/new-recipient-reports-confirm-recovery-act-has-created-saved-overone-million-jobs> متوافر على
- (22) Bureau of Labor Statistics, "All Employees (Sector: Government), Employment, Hours, and Earnings from the Current Employment Statistics survey (National)," November 10, 2009 <http://data.bls.gov/PDQ/outside.jsp?survey=ce> متوافر على
- (23) بهذه التدابير الاستثنائية، بالإضافة إلى الإعانات الأساسية على مستوى الولايات لمدة ستة

وعشرين أسبوعاً، تراوحت إعانات البطالة الإجمالية بين 60 و99 أسبوعاً في نهاية سنة 2009، تبعاً لمعدّل البطالة على مستوى الولاية. انظر National Employment Law Project, "Senate Extends Jobless Benefits 14-20 Weeks." Washington, DC, November 4, 2009، متوافر على <http://www.nelp.org/page/-/UI/PR.SenateExtensionVote.pdf?nocdn=1>.

(24) على الرغم من التمديدات التي أقرها الكونغرس، فسيفقد مليون عاطل عن العمل إعاناتهم في كانون الثاني/يناير 2010 وسيترك 3 ملايين من دون إعانات فيدرالية بين كانون الثاني/يناير وأذار/مارس 2010، إذا لم يمنح الإنعاش بإعادة العمل بقانون التعافي وإعادة الاستثمار الأميركي. National Employment Law Project, "NELP Analysis: 1 Million Workers Will Lose Jobless Benefits in January if Congress Fails to Reauthorize ARRA," Washington, DC, November 18, 2009، متوافر على الرابط <http://nelp.3cdn.net/596480c76efd6ef8e3> <http://pjm6bhepv.pdf>.

(25) جرّبت إدارة أوباما تصميم خفض ضريبي بطريقة تشجّع مزيداً من الإنفاق. وبدلاً من الخصم مرة واحدة، خفّضت معدلات الاستقطاع الضريبي، على أمل أن تتفق الأسر المزيد عندما يرتفع أجرها بعد اقتطاع الضريبة. وقد ارتفع الإنفاق قليلاً، لكن أقل مما كان يأمل فيه دعاة التخفيض الضريبي. انظر أيضاً John Cogan, John B. Taylor, and Volker Weiland, "The Stimulus Didn't Work," *Wall Street Journal*, September 17, 2009، متوافر على <http://online.wsj.com/article/SB10001424052970204731804574385233867030644.html>.

(26) انظر على سبيل المثال، Amity Shlaes, *The Forgotten Man: A New History of the Great Depression* (New York: HarperCollins, 2007), and Jim Powell, *FDR's Folly: How Roosevelt and His New Deal Prolonged the Great Depression* (New York: Crown Forum, 2003).

(27) وضع علم الاقتصاد الكينزي على محك الاختبار تكراراً – وتبيّن أنه صحيح نوعاً ما. وقد كانت أهم الاختبارات تلك التي أجراها صندوق النقد الدولي في شرق آسيا وسواها، حيث بدلاً من الاستجابة للالزمة بسياسات نقدية ومالية توسّعية، قام الصندوق بعكس ذلك تماماً. فحدث انكماش ملحوظ في الاقتصاد مثلما توقّع علم الاقتصاد الكينزي تماماً.

(28) ارتفعت أصول مجلس الاحتياطي الفيدرالي (التي تشمل حيازات قروض مضمونة برهن عقاري، وسندات خزينة، إلخ) من 900 مليار دولار في آب/أغسطس 2008 إلى أكثر من 2.2 تريليون دولار في كانون الأول/ديسمبر 2008. يقوم مجلس الاحتياطي الفيدرالي عادة بشراء سندات الخزينة فقط (دين حكومي قصير الأجل). وعندما حاول المصرف التأثير في معدلات الفائدة الطويلة الأجل ومعدلات الفائدة على القروض المضمونة برهن عقاري، اشترى طيفاً واسعاً من المنتجات، فيما يسمّى أحياناً زيادة العرض الكمي.

(29) علينا أن ندرك الآن أن الأسواق ليست ذكية دائماً. ويبدو أن العديد العاملين في الأسواق المالية لا ينظرون إلا إلى جانب الالتزامات في الميزانية العمومية للحكومة، ولا ينظرون إلى جانب الأصول البتة.

(30) انظر الفصل الثامن للحصول على بحث مستفيض لنظام الاحتياطي العالمي وكيف يجب إصلاحه.

## الفصل الرابع: فضيحة الرهن العقاري

(1) تملك أكثر من 4 ملايين شخص بيوتاً خلال اندفاعة الإسكان – لكن في الربع الثالث من سنة 2009، أصبحت نسبة من يمتلكون بيتاً (67.6 بالمئة) مختلفة قليلاً عما كانت عليه في سنة 2000 (67.4 بالمئة). U.S. Census Bureau, Housing and Household Economic Statistics.



Division, "Housing Vacancies and Homeownership: Table 14, Third Quarter 2009," <http://www.census.gov/hhes/www/housing/hvs/historic/index.html> متوافر على

(2) بين سنة 2001 وسنة 2007، ارتفع عدد الأسر التي تتحمل أعباء حادة (تدفع أكثر من 50 بالمئة من دخلها للسكن) أكثر من 4 ملايين أسرة. Joint Center for Housing Studies of Harvard. *University, The State of the Nation's Housing 2009*, June 22, 2009 <http://www.jchs.harvard.edu/son/index.htm>

(3) Joe Weisenthal, "Dick Parsons: Don't Just Blame the Bankers," *Business Insider*, April 7, 2009 متوافر على <http://www.businessinsider.com/dick-parsons-dont-just-blame-the-bankers-2009-4>

(4) Abby Aguirre, "The Neediest Cases: After a Nightmare of Refinancing, Hope," *New York Times*, November 8, 2008, p. A47

(5) Peter J. Boyer, "Eviction; The Day They Came for Addie Polk's House," *The New Yorker*, November 24, 2008, p. 48

(6) RealtyTrac, "US Foreclosure Activity Increases 75 Percent in 2007," press release, January 29, 2008, and "Foreclosure Activity Increases 81 Percent in 2008," press release, January 15, 2009 <http://www.realtytrac.com/contentmanagement/> متوافر على

(7) Sonia Garrison, Sam Rogers, and Mary L. Moore, "Continued Decay and Shaky Repairs: The State of Subprime Loans Today," Center for Responsible Lending, Washington, DC, January 2009 [http://www.responsiblelending.org/mortgage-lending/research-analysis/continued\\_decay\\_and\\_shaky\\_repairs.pdf](http://www.responsiblelending.org/mortgage-lending/research-analysis/continued_decay_and_shaky_repairs.pdf); Editorial, "Holding Up the Housing Recovery," *New York Times*, April 24, 2009, p. A26; and Credit Suisse, "Foreclosure Update: Over 8 Million Foreclosures Expected," Fixed Income Research, December 4, 2008 [http://www.chapa.org/pdf/Foreclosure\\_UpdateCreditSuisse.pdf](http://www.chapa.org/pdf/Foreclosure_UpdateCreditSuisse.pdf). وفي آذار/مارس 2009، كان 5.4 ملايين مالك بيت أميركي لديهم قرض بضمان رهن عقاري، 12 بالمئة تقريباً، متأخرين شهراً واحداً على الأقل في تسديد دفعاتهم أو في حالة حبس الرهن في نهاية سنة 2008، وفقاً لاتحاد مصرفي الرهن. FBI, *2008 Mortgage Fraud Report, "Year in Review,"* متوافر على [http://www.fbi.gov/publications/fraud/mortgage\\_fraud08.htm](http://www.fbi.gov/publications/fraud/mortgage_fraud08.htm), pp. 11-12

(8) Matt Apuzzo, "Banks Torpedoed Rules That Could Have Saved Them," Associated Press, December 1, 2008. ورأى آخرون ما حدث ولم يقرّوه، لكنهم كانوا أقلية صغيرة.

(9) لم تصبح البيانات متوافرة إلا بفضل جهود المدعي العام لولاية نيويورك، أندرو كومو. ولم تكشف عنها وزارة الخزانة، المسؤولة عن عملية الإنقاذ. Susanne Craig and Deborah Solomon, "Bank Bonus Tab: \$33 Billion," *Wall Street Journal*, July 31, 2009 [online.wsj.com/article/SB124896815094085.html](http://online.wsj.com/article/SB124896815094085.html)

(10) تصدّى آلن غرينسبان في الواقع لاقتراح زيادة تفحص المقرضين الذين يقدمون قروضاً عالية المخاطر بموجب سلطة مجلس الاحتياطي الفيدرالي الواسعة. Greg Ip, "Did Greenspan Add to Subprime Woes?" *Wall Street Journal*, June 9, 2007, p. B1

(11) هذه القائمة بأهداف الرقابة ليست وافية: الضوابط الرقابية مصممة أيضاً لضمان الحصول على المال، وتجنب التمييز، وتعزيز الاستقرار الكلي، وتحسين المنافسة. وقد بقيت بعض الضوابط الرقابية الأخرى على حالها.

- (12) ليست كل القروض الأميركية بضمان رهن عقاري من دون حق الرجوع، لكن الغالبية العظمى كذلك في الواقع.
- (13) غير أن منتقدي تأمين الودائع مخطئين في الاعتقاد أن الجميع سيكونون بخير من دون تأمين الودائع، لأن لدى المودعين حافزاً للحرص على أن تستخدم المصارف أموالها بصورة جيدة. لقد فشلت بعض المصارف في البلدان التي تؤمن على الودائع ولا تؤمن عليها على السواء. فكيف يمكن أن يقيم المودعون مخاطر مصرف كبير مثل سيتي بنك حين تقدم إدارته والمراقبون تقييمات مختلفة اختلافاً ملحوظاً بين يوم وآخر؟
- (14) سرعان ما كان سمسار القروض بضمان رهن عقاري يسكت إذا أدرك المقترض أنه قد أساء عرض دخله وزاد مخاوفه - ذلك مجرد إجراء شكلي.
- (15) U.S. Census Bureau, Current Population Survey, Historical Income Tables, Table H-6, <http://www.census.gov/hhes/www/income/histinc/inchtoc.html>
- (16) Robert J. Shiller, *Irrational Exuberance*, 2nd ed. (Princeton: Princeton University Press, 2005).
- (17) The Federal Housing Finance Board Monthly Interest Rate Survey, Table 36 متوافر على <http://www.fhfa.gov/Default.aspx?Page=252>
- (18) Alan Greenspan, speech at Credit Union National Association 2004 Governmental Affairs Conference, Washington, DC, February 23, 2004. وقد حمى نفسه بطريقته الملتفة المعهودة من الانتقادات المستقبلية: "توحي حسابات محلي السوق 'للهامش المعدل لخيار شراء' القروض المضمونة برهن عقاري أن تكلفة هذه المكاسب التي تمنحها القروض بضمان رهن عقاري ذي معدل فائدة ثابت يمكن أن تتراوح بين 0.5 بالمئة و 1.2 بالمئة، ما يرفع دفعات القروض المضمونة برهن عقاري السنوية التي يسددها مالكو البيوت بعد الضريبة عدة آلاف من الدولارات." ومع ذلك لاحظ أن هذه الانخفاضات ما كانت لتتحقق "لو ارتفعت معدلات الفائدة بحدّة".
- (19) انظر على سبيل المثال، James R. Hagerty and Michael Corkery, "How Hidden Incentives Distort Home Prices," *Wall Street Journal Online*, December 20, 2007.
- (20) انظر أيضاً Aubrey Cohen, "Rules Set to Cut Off Mortgage Originators from Appraisers This Week," *Seattle Post-Intelligencer Online*, April 29, 2009 [http://www.seattlepi.com/local/405528\\_appraisal25.html](http://www.seattlepi.com/local/405528_appraisal25.html) (لم يكن ولز فارغو وحيداً).
- (21) مع تزايد الإقراض العالي المخاطر، كشف مسح لنحو خمسمئة مقيم في أربع وأربعين ولاية أن 55 بالمئة منهم أفادوا بأنهم تعرضوا للضغط للمبالغة في قيم العقارات، وشهد 25 بالمئة منهم ضغطاً في نصف التقييمات على الأقل التي كلّفوا بأدائها. David Callahan, "Home Insecurity: How Widespread Appraisal Fraud Puts Homeowners at Risk," *Borrowing to Make Ends Meet Briefing Paper #4*, March 2005 [http://www.cheatingculture.com/home\\_insecurity\\_v3.pdf](http://www.cheatingculture.com/home_insecurity_v3.pdf). يراقب مكتب التحقيقات الفيدرالي غش القروض بضمان رهن عقاري، وقد أفاد بحدوث زيادة قدرها 36 بالمئة في عدد حالات مثل هذا الغش في سنة 2008، وشملت الولايات الأولى تلك التي سجل فيها أعلى رقم للتخلف عن السداد والاستيلاء على الرهن. FBI, 2008 *Mortgage Fraud Report*، مرجع سابق. من المرجح حدوث طوفان في الدعاوى القضائية، على غرار الدعوى لصالح مشتري الأوراق المالية المدعومة بأصول لبير ستيرنز، التي تدعى مثلاً كذب البيانات بشأن تقييم العقارات التي تقوم عليها القروض المضمونة برهن عقاري و/أو إغفالها. "Cohen Milstein and Coughlin Stoa Announce Pendency of Class Action Suits...", *Market Watch*, September 11, 2009 متوافر على <http://www.marketwatch.com/story/cohen-milstein-and-coughlin-stoa-announce-pendency-of-class-action-suits-involving>

- mortgage-pass-through-certificates-of-structured-asset-mortgage-investments-ii-inc-and  
-bear-stearns-asset-backed-2009-09-11
- Keith Ernst, Debbie Bocian, and Wei Li, "Steered Wrong: Brokers, Borrowers, and (22)  
http:// متوافر على "Subprime Loans," Center for Responsible Lending, April 8, 2008  
www.responsiblelending.org/mortgage-lending/research-analysis/steered-wrong-brokers  
-borrowers-and-subprime-loans.pdf
- (23) بما أن ارتفاع معدلات الفائدة يحدث مشاكل في كل أنحاء البلد، فإن مخاطر التخلف عن السداد  
ستكون شديدة الترابط في كل أنحاء البلد. للاطلاع على تحليل أكمل لمشاكل التسديد، انظر مثلاً،  
Stiglitz, "Banks versus Markets as Mechanisms for Allocating and Coordinating  
Investment," مرجع سابق.
- (24) قدم بعض الأشخاص حججاً على عكس ذلك، أي أن الطلب الأجنبي على القروض الأميركية  
المضمونة برهن عقاري زاد الأمور سوءاً لأنه ساهم في الفقاعة. لكن ما يبدو واضحاً لي أنه كان  
هناك طلب محلي كافٍ على القروض الرديئة المضمونة برهن عقاري، وما يكفي من سوء الحكم  
على المخاطر، وأن الفقاعة ستحدث في أميركا من دون الطلب الأجنبي. لا يستطيع المرء لوم  
الأجانب مثلاً اعتماد بعض الأشخاص. فلولا الطلب الأجنبي لزادت علاوة المخاطر على المنتجات  
الخطيرة، ما اجتذب مزيداً من المشتريين الأميركيين.
- (25) لذلك فإن أحد "الإصلاحات" التي يدعو إليها بعض المؤمنين بالأسواق الحرة - زيادة عدد وكالات  
التصنيف، وبالتالي المنافسة فيما بينها - يمكن أن تزيد الأمور سوءاً، ما لم يكن هناك إصلاحات أخرى.
- (26) افترضت النماذج التي استخدمتها المصارف الاستثمارية ووكالات التصنيف ما يسمى التوزيعات  
الخوارزمية السوية، وهي ضرب من المنحنى لجرسى المألوف. وكان يجب عليها في الواقع  
استخدام التوزيعات الحرة fat-tailed، التي تقع فيها أحداث نادرة نسبياً بوتيرة أكبر مما تقع في  
التوزيع الخوارزمي السوي.
- (27) Mark Rubinstein, "Comments on the 1987 Stock Market Crash: Eleven Years Later," in  
.Risks in Accumulation Products (Schaumburg, IL: Society of Actuaries, 2000)
- (28) استخدمت هذه النماذج مثلاً توزيعات الاحتمالات التي تبخس تقدير وقوع الأحداث "النادرة". لكن  
لم تكن هذه الافتراضات التقنية معيبة فحسب، بل علم الاقتصاد الذي تقوم عليه. فهي تتجاهل  
احتمال وقوع أنواع أزمات السيولة التي تشكل سمة مميزة للأسواق المالية طوال التاريخ. ومثل  
هذه الأزمات ترتبط بمشاكل المعلومات غير الكاملة وغير المتماثلة - التي تتجاهلها هذه النماذج.
- (29) Eric Lipton, "After the Bank Failure Comes the Debt Collector," *New York Times*, April  
.17, 2009, p. B1
- (30) زاد التسديد من صعوبة إعادة التفاوض على القروض المضمونة برهن عقاري، وذلك مثال آخر على  
أمر كان يجب أن يدركه المشاركون في السوق والمراقبون: كان من الأصعب بكثير إعادة التفاوض  
على الديون وإعادة هيكلتها في أزمة شرق آسيا في أواخر التسعينيات مما كان عليه الحال في أزمة  
ديون أميركا اللاتينية في أوائل الثمانينيات بسبب التسديد. وفي الحالة الأخيرة، كان في وسع المرء  
جمع الدائنين حول طاولة مستديرة، أما في الأولى فلم يكن هناك قاعة تكفي لجميع المطالبين.
- (31) انظر بيان Sheila C. Bair, Chairman, Federal Deposit Insurance Corporation, "Possible  
Responses to Rising Mortgage Foreclosures," Committee on Financial Services, U.S.  
.House of Representatives, Washington, DC, April 17, 2007
- (32) في الفصل الخامس، أوضح كيف أدت طريقة إدارة أوباما في تصميم عمليات الإنقاذ إلى إزالة  
الحوافز لإعادة هيكلة القروض المضمونة برهن عقاري.
- (33) كان أكثر من 15.2 مليون قرض، نحو ثلث القروض المضمونة برهن عقاري، تزيد قيمتها على قيمة

العقارات التي تضمنها، اعتباراً من 30 حزيران/يونيو 2009. First American CoreLogic, "Negative Equity Report, Q2 2009," August 13, 2009 [http://www.facorelogic.com/uploadedFiles/Newsroom/RES\\_in\\_the\\_News/FACL%20Negative%20Equity\\_final\\_081309.pdf](http://www.facorelogic.com/uploadedFiles/Newsroom/RES_in_the_News/FACL%20Negative%20Equity_final_081309.pdf).

(34) قدّمت الخطة أموالاً لمُخدّمي القروض بضمان رهن عقاري والمستثمرين بقدر ما قدّمت للمقترضين: دفعت للمقرض 50 بالمئة من تكلفة تخفيض الأقساط من 38 بالمئة إلى 31 بالمئة من دخل المقترض، ومنحت 4000 دولار للمُخدّمين و5000 دولار للمقترضين. ويتعيّن على المصرف أن يتحمّل التكلفة الكاملة لتخفيض الأقساط إلى 38 بالمئة. (لناخذ مثلاً امرأةً لديه قرض بضمان رهن عقاري قيمته 400,000 دولار، ويدفع 38 بالمئة من دخله لتسديد فائدة القرض فقط. وبعد خمس سنوات، يحصل المقرض على أكثر من 11,000 دولار - أكثر من مقدّم الخدمة والمقترض معاً.) ولم تقدّم الخطة أي مساعدة تذكر للعاطلين عن العمل. وقد تدخلت بعض الولايات، مثل بنسلفانيا، لتقديم القروض لهم.

(35) خفّضت إجراءات مجلس الاحتياطي الفيدرالي معدّلات الفائدة على القروض، وسهّلت كثيراً التعديلات التي أجريت. كما خفّضت الأقساط عبر تمديد فترات الرهن إلى أربعين سنة من تاريخ التعديل، وتحويل القروض إلى قروض تسدّد فائدتها فقط - ما أدّى إلى تضخّم الأقساط فيما بعد. وقد ساهم تضخّم الأقساط كثيراً في الأزمة، وعنّى تأجيل المشاكل المحتملة إلى المستقبل.

(36) U.S. Department of Treasury, "Making Home Affordable Program: Servicer Performance Report through October 2009," November 2009 <http://www.financialstability.gov/docs/MHA%20Public%20111009%20FINAL.PDF>.

(37) انظر U.S. Department of Treasury, "Making Home Affordable Program: Servicer Performance Report through July 2009," August 2009 [http://www.treas.gov/press/releases/docs/MHA\\_public\\_report.pdf](http://www.treas.gov/press/releases/docs/MHA_public_report.pdf).

(38) Financial Accounting Standards Board, "Determining Fair Value When the Volume and Level of Activity for the Asset or Liability Have Significantly Decreased and Identifying Transactions That Are Not Orderly," FSP FAS 157-4, April 9, 2009 <http://www.fasb.org/cs/BlobServer?blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs&blobkey=id&blobwhere=1175818748755&blobheader=application%2Fpdf>.

(39) ادعت المصارف أن ضعف العديد من القروض المضمونة برهن عقاري مؤقت، ما يبرّر رفض تخفيض قيمة الرهن. لكن هذا الرأي لا أساس له من وجهة نظر إحصائية: كان احتمال عدم سداد أي من القروض الضعيفة المضمونة برهن عقاري، بل حتى القروض المضمونة برهن عقاري المصنّفة بأنها ضعيفة مؤقتاً، أكبر بكثير من عدم سداد قرض غير ضعيف، والمحاسبة الجيدة تعكس ذلك. وينطبق الأمر على وجه الخصوص في حالة الركود العميق، وعلى القروض التي تفوق قيمتها قيمة الرهن الذي يضمنها.

(40) عندما تحتجز الرواتب (لسداد دين ما)، يسلم صاحب العمل النقود إلى الدائن بصورة مباشرة.

(41) أبلغ أحد من يمارسون الضغوط لصالح العديد من جمعيات المصارف التجارية صحيفة "نيويورك تايمز" أن الجمهوريين سيجملون "المتبرعين المهنيين وأعضاء جماعات الضغط على النظر إليهم بمنظور مختلف" إذا أثبتوا أنهم يستطيعون التأثير في السياسات. Editorial, "Holding Up the Housing Recovery," *New York Times*, April 24, 2009, p. A26.

(42) ارتفع معدّل شطب (النسبة المئوية السنوية للقروض والإيجارات المزالة من دفاتر المصارف والمحكمة على احتياطات الخسارة) القروض العقارية السكنية من 0.08 قبل نيسان/أبريل 2005

عند إقرار قانون منع إساءة استخدام الإفلاس وحماية المستهلك إلى 2.34 في الربع الثاني من سنة 2009. انظر Federal Reserve, "Charge-Off Rates: All Banks, SA," Federal Reserve Statistical Release, متوافر على <http://www.federalreserve.gov/releases/chargeoff/chgallsa.htm>.

(43) David U. Himmelstein, Elizabeth Warren, Deborah Thorne, and Steffie Woolhandler, "Illness and Injury as Contributors to Bankruptcy," *Health Affairs*, vol. 24 (January-June 2005), p. 63.

(44) ربما كانت هناك معايير إضافية للأسر التي تستحق المساعدة، مثل القيود على نسبة أقساط القروض بضمان رهن عقاري إلى الدخل.

(45) هناك طرق أخرى لتقديم العون إلى الأسر. ويجب أن توزع أي استراتيجيات الخسائر بين المصارف ومالكي البيوت والحكومة. لو خففت الحكومة القروض بضمان رهن عقاري، وأقرت "ضريبة" تستحوذ على جزء كبير من الكسب الرأسمالي المتأتي من تخفيض القيمة، واستخدمت العائدات لتقديم التمويل للمصارف في الفترة الانتقالية، لكانت النتيجة مماثلة إلى حد كبير. المبدآن الأساسيان هما: (1) من المهم السماح لمالكي البيوت بالبقاء في بيوتهم، شرط أن تكون قادرة على احتمال ذلك بعد تخفيض القيمة وتقديم قليل من المساعدة - الاستيلاء على الرهن مكلف للأسر والمجتمعات ويقام الضغوط التي تخفض الأسعار، (2) يجب أن تتحمل المصارف والمقرضون الآخرون عبء تكلفة الإقراض الرديء.

(46) U.S. Department of the Treasury, "Homeowner Affordability and Stability Plan Fact Sheet," press release, February 18, 2009, متوافر على <http://www.ustreas.gov/press/releases/20092181117388144.htm>.

(47) كما أشير في الحاشية 1 من حواشي الفصل الرابع، في الربع الثالث من سنة 2009، أصبح معدل ملكية البيوت مماثلاً تقريباً لما كان عليه في سنة 2000، لكن واحداً من كل أربع مقترضين كان دينه يفوق قيمة البيت الذي يمتلكه في أواسط سنة 2009، وكان من المرجح أن يفقد كثير منهم بيوتهم في الأشهر والسنتين التالية. (انظر مثلاً Ruth Simon and James R. Hagerty, "One in Four مثلاً", *Wall Street Journal*, November 24, 2009, p. A1).

(48) في النظام الدنمركي، كلما أصدر منشئ رهون رهناً، ينشأ سند رهن، ويستطيع مالك البيت تسديد القرض (بخفض مقابل في سند الرهن). في النظام الأميركي، عندما ترتفع معدلات الفائدة، مصحوبة بخطر انخفاض أسعار البيوت، تصبح مخاطر الملكية السلبية كبيرة (كما رأينا). في النظام الدنمركي، عندما تتراجع أسعار البيوت، تهبط قيمة سند الرهن في الوقت نفسه، فيستطيع مالك البيت تسديد دينه بسهولة. يحول ذلك دون الملكية السلبية. يشجع سند الرهن الدنمركي إعادة التمويل عندما ترتفع معدلات الفائدة، ولا يفعل الأميركيون ذلك إلا عندما تنخفض معدلات الفائدة.

(49) Martin Feldstein, "How to Stop the Mortgage Crisis," *Wall Street Journal*, March 7, 2008, p. A15.

(50) يتعين على المقرضين المشاركين في برنامج إعادة الشراء التنازل عن غرامة تسديد القرض قبل الألوان.

## الفصل الخامس: السرقة الأميركية الكبرى

(1) ربما كان الخطأ الذي يضاهيه حجماً في تبعاته الاقتصادية القرار الأميركي في الذهاب إلى الحرب في العراق. انظر Joseph E. Stiglitz, *The Three Trillion Dollar War: The True Costs of the Iraq Conflict* (New York: W. W. Norton, 2007). [وقد صدر مترجماً باسم "حرب

الثلاثة تريليونات دولار" عن دار الكتاب العربي في بيروت بالتعاون مع مؤسسة محمد بن راشد آل مكتوم في دبي، ترجمة سامي الكعكي].

Mark Pittman and Bob Ivry, "Fed's Strategy Reduces U.S. Bailout to \$11.6 Trillion," (2) Bloomberg News, September 25, 2009.

(3) عندما يقدم أحدهم قرضاً بمعدل فائدة صفري، يمكن تحقيق جميع أنواع العجائب. يستطيع المصرف المركزي مثلاً هندسة إعادة رسملة المصارف. يقرض المصرف المركزي النقود إلى المصرف أ، الذي يقرض النقود إلى الصندوق ألفا، الذي يستثمر النقود في أسهم للمصرف أ: يصبح لدينا مصرف جيد الرسملة، ويمكننا الاحتفاء بعجائب السوق. هذه خدعة شفافة جداً. لكن المصرف أ يستطيع إقراض الصندوق ألفا الذي يستثمر في المصرف ب، ويقرض المصرف ب الصندوق بيتا الذي يستثمر في المصرف أ. في هذه الحالة يكون التأثير مماثلاً إلى حد كبير، من دون تضارب المصالح الواضح. في الواقع يمكن أن تستند إعادة رسملة المصارف (عن طريق صناديق معاشات التقاعد مثلاً) إلى حيوية عقلانية أو غير عقلانية، الاعتقاد بأن أسهم المصرف كانت مبخوسة السعر. مع ذلك فإن تقديم السيولة يظهر في مكان ما في النظام، إذا لم يظهر في الإقراض. ويمكن أن يذكي مجموعة من فقاعات الأصول على سبيل المثال.

(4) لعبت السياسة دوراً أيضاً. كما أشرت، إن طريقة إنجاز عمليات الإنقاذ - وسلوك المصارف نفسها - يعني أنه ربما يكون من المتعذر العودة إلى الكونغرس لطلب مزيد من الأموال. وقد رأى روبرت جونسون وطوم فيرجسون أن الإعانات المستترة عبر العديد من الهيئات الحكومية كانت جزءاً مركزياً من محاولة إدارة بوش تغطية المشكلة (والإعانات) في الأشهر التي سبقت الانتخابات، على أمل أن تحول دون حدوث أزمة حقيقية إلى ما بعد الانتخابات. وكادت المحاولة أن تنجح. انظر Robert Johnson and Tom Ferguson, "Too Big to Bail: The 'Paulson Put,' Presidential Politics, and the Global Financial Meltdown, Part I: From Shadow Banking System to Shadow Bailout," *International Journal of Political Economy*, vol. 38, no. 1 (2009), pp. 3-34, and Robert Johnson and Thomas Ferguson, "Too Big to Bail: The 'Paulson Put,' Presidential Politics, and the Global Financial Meltdown, Part II: Fatal Reversal-Single Payer and Back," *International Journal of Political Economy*, vol. 38, no. 2 (Summer 2009), pp. 5-45.

Edward M. Liddy, "Our Mission at AIG: Repairs, and Repayment," *Washington Post*, (5) March 18, 2009, p. A13.

(6) كما أشرت سابقاً، قبل نحو عشرين عاماً، في بداية حقبة التسنيدي، توقعت أن هناك احتمالاً كبيراً لأن ينتهي ذلك بكارثة، لأن المستثمرين يخشون تقدير المشاكل الناجمة عن عدم تماثل المعلومات، ومخاطر تراجع الأسعار، ومقدار ترابط المخاطر.

(7) المصارف هيكل قانونية معقدة، ما يزيد من تعقيد إعادة الهيكلة، وبعضها تملكه شركات قابضة للمصارف. تملك الحكومة حالياً سلطة وضع المصرف تحت الوصاية، لكن قدرتها على التعامل مع الشركة القابضة محدودة. وقد قدمت القيود على سلطتها "التقريبية" كعذر لعدم تمكنها من التعامل بصورة أفضل مع بعض المؤسسات المثيرة للمشاكل (ليمان برانرز وبير ستيرنز). وثمة إجماع عريض على أن أحد الإصلاحات اللازمة تقوية سلطات الحكومة في هذا المجال.

(8) في بعض الأحيان تكون الأصول المالية للمصرف أقل مما تدين به للمودعين، لكن المصرف الجديد يكون مستعداً مقابل قاعدة عملائه. وقد يكون للمصرف قيمة كمؤسسة مستمرة - حتى إذا لم يؤد المصرف عملاً جيداً في تقييم الائتمانات.

(9) في مقابلة مع برنامج "نايت لاين" على محطة إيه بي سي، رأى أوباما أن تأميم المصارف ليس خياراً جيداً للولايات المتحدة، مع أنه نجح في السويد، ومرد ذلك جزئياً أن "لدينا تقاليد مختلفة في

هذا البلد". Terry Moran interview with President Obama, *Nightline*, ABC News, transcript, February 10, 2009.

- (10) تمرّ المصارف في هذه العملية كل أسبوع تقريباً، دون أن يحدث أي تأثير. لكن بحلول نهاية تشرين الثاني/نوفمبر، كان قد أفلس 124 مصرفاً في سنة 2009 وحدها. Federal Deposit Insurance Corporation, "Failed Bank List," November 20, 2009 <http://www.fdic.gov/bank/individual/failed/banklist.html>. بل إن المصارف الكبيرة يمكن أن تفلس. في سنة 1984، وضع سادس أكبر مصرف في الولايات المتحدة في ذلك الوقت، كوتننتال إلينوي، تحت الوصاية ("أمم")، بطريقة منظمة. وأعيد تخصيصه بعد عدة سنوات.
- (11) هناك سؤال حرج بشأن قيمة أصول المصارف والتزاماتها. المبادئ واضحة، لكن الممارسة معقدة لأن من الصعب جداً تقييم الأصول في زمن الأزمة.
- (12) نظراً لأن الحكومة في موقف خطير بسبب حجم الأموال التي قدّمتها، فإن عليها أن تقوم بدور فاعل في إدارة إعادة الهيكلة. حتى في حالة إفلاس شركة طيران، تعيّن المحاكم عادة من يشرف على إعادة الهيكلة حرصاً على خدمة مصالح المطالبين. وتتم العملية بسلاسة عادة.
- (13) هناك بعض المضاعفات الناجمة عن الضرائب. وعندما يصبح حملة السندات المساهمين الجدد، فإنهم يتحملون مزيداً من المخاطر. لكن إذا لم يكونوا راغبين في تحمّل مخاطر كبيرة، فبإمكانهم بيع أسهمهم للحصول على أصول أكثر أماناً.
- (14) يرى دعاة فكرة "أكبر من أن تحلّ" الجديدة أن السماح بسقوط مؤسسة كبيرة أخرى يمكن أن يحدث اضطراباً مماثلاً. غير أن المشكلة كانت في الطريقة غير المنظمة التي تم بها التعامل مع مصرف ليمان براذرز. المبرر الأول الذي قدّم للفشل أن السوق كان لديها الكثير من الوقت لاتخاذ الإجراءات الملائمة. ففي النهاية، كان انهيار ليمان براذرز متوقعاً على نطاق واسع منذ الربيع على الأقل. وقد تکرّرت الثقة القديمة في الأسواق - حتى عندما اتضح أن الأسواق لا تعمل بالطريقة التي أملت الحكومة بها. وكان العذر لاحقاً أنها لا تملك السلطة القانونية لفعل أي شيء - وهو عذر ظهرت هشاشته عندما اتخذت إجراءات قوية بعد يومين لتأميم وإنقاذ شركة إيه أي جي، أكبر شركة تأمين في الولايات المتحدة. وذلك توسيع للصلاحيات - فمجلس الاحتياطي الفيدرالي لديه سلطات على المصارف التجارية لا شركات التأمين. لكن الانتقاد الدالّ هو أنه كان لدى مجلس الاحتياطي الفيدرالي ووزارة الخزانة الكثير من الوقت لمعرفة ما السلطة القانونية اللازمة. إذا لم يكن لديهما السلطة القانونية لحماية الاستقرار المالي للاقتصاد الأميركي، والعالم، فإن مسؤوليتهم تقضي بأن يطلبوا تلك السلطة من الكونغرس. مع أنه يبدو أن وزارة الخزانة تعلمت الدرس الخاطئ من تجربة ليمان براذرز، فيبدو أنها لم تول أي اهتمام لتجربة سابقة في إندونيسيا ساعدت فيها، إلى جانب صندوق النقد الدولي، في انهيار الاقتصاد الإندونيسي. فبعد إغلاق ستة عشر مصرفاً، أعلنت أنه سيتم إغلاق المزيد وأن ضمان الودائع سيكون محدوداً جداً. فلم يكن من المفاجئ أن يدبّ الذعر وتهرب الأموال من المصارف الخاصة إلى العامة.
- لقد كان التشابه بين إغلاق المصارف الإندونيسية وليمان براذرز كبيراً. على سبيل المثال، كان هناك انعدام للشفافية في كلا الحالتين - لم يستطع أحد معرفة أي الشركات سيتم إنقاذها (أنقذ بير ستيرنز مع أنه أصغر من ليمان براذرز) وأي منها سيترك لحاله. وفي كلا الحالتين كانت العواقب الاقتصادية للأخطاء المالية هائلة.
- إن الاضطرابات المالية التي أعقبت انهيار ليمان براذرز كانت ناجمة جزئياً عن زيادة انعدام اليقين بشأن نطاق الضمانة الحكومية. فقد كانت المشكلة الأساسية - أن العديد من المصارف تواجه مشكلة عميقة - مستترة بالافتراض الواسع بأن الحكومة ستتدخل للإنقاذ. (رأى بعض الأشخاص أن برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة "أخاف" السوق، فعندما رأى المشاركون في السوق حجم حزمة الإنقاذ الحكومية، افترضوا أن المشاكل عميقة. وهم يرجعون إلى توقيت رفع هوامش

معدلات الفائدة دعماً لهذا الرأي. انظر John H. Cochrane and Luigi Zingales, "Lehman and the Financial Crisis," *Wall Street Journal*, September 15, 2009, p. A21. لكن برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة وزيادة الهوامش كانا ناجمين عن المشكلة الأساسية: تدهور الميزانيات العمومية للمصارف والشكوك المحيطة. انظر Thomas Ferguson and Robert Johnson, "The God That Failed: Free Market Fundamentalism and the Lehman Bankruptcy," *Economists' Voice* (يصدر لاحقاً).

(15) مع أن الجمهور ربما لم يكن يدرك المشاكل (ربما بسبب إجراءات إخفائها التي اتخذها وزير الخزانة هانك بولسون وأوضحناها في مكان آخر)، فإن الأزمة في القطاع المالي كانت مستمرة منذ أوائل سنة 2007. وظهرت مخاوف الجمهور الأولى في آب/أغسطس 2007، في أعقاب انهيار صندوقين ماليين كبيرين. وعندما أدرك المستثمرون مشاكل الأوراق المالية المدعومة برهن عقاري، بدأت هذه الأسواق تواجه مشاكل، وأصبح الأمر مسألة وقت قبل أن ترتد المشاكل على المصارف. ودخل الاقتصاد في ركود في نهاية سنة 2007، قبل تسعة أشهر من انهيار مصرف ليمان براذرز.

(16) مع إعادة الهيكلة المالية، يمكن تقديم رشوة: منح المساهمين القائمين ضمانات تسمح لهم بالحصول على شيء من ارتفاع الأسعار المحتمل إذا ما تعافى المصرف.

(17) بدأت فاني ماي كمؤسسة ترعاها الحكومة لكنها خصصت في سنة 1968. ولم تكن تحظى بضمانة لسنداتها، ولو كانت كذلك لحصلت سنداتها على عائد منخفض مماثل لما تحل عليه سندات الخزينة.

(18) David Herszenhorn, "Bailout Plan Wins Approval; Democrats Vow Tighter Rules," *New York Times*, October 3, 2008, p. A1.

(19) من بين الإعانات المدرجة في مشروع القانون والتي تم إقرارها في نهاية المطاف الإعفاء من الضريبة غير المباشرة البالغة 39 سنتاً على السهام الخشبية للأطفال (ادخلها شيوخ أوريغون وتساوي 200,000 دولار على صانع سهام في أوريغون)؛ وفترة تعافٍ مقدارها سبع سنوات لحلبات السباق ناسكار - أقل من نصف ما اعتقدت هيئة الإيرادات الضريبية الداخلية أنه ملائم (تساوي 109 ملايين دولار)؛ وتغيير أحكام الضريبة غير المباشرة على مشروب "الروم" في بورتوريكو وفيرجين آيلندز (تساوي 192 مليون دولار)؛ وحوافز للأفلام التي تصوّر في الولايات المتحدة، بما في ذلك أفلام الراشدين (تساوي 478 مليون دولار في عشر سنوات)؛ وزيادة تمويل الصندوق الائتماني لأبحاث الصوف، الذي وفر هبات لصانعي الصوف ومزارعي الخراف. انظر "Spoonful of Pork May Help Bitter Economic Pill Go Down," *CNN.com*, October 4, 2008, and Paul Waldie, "Bill Larded with 'Goodies' for All," *Globe and Mail*, October 3, 2008, p. B1.

(20) انظر Edward J. Kane, *The S&L Insurance Mess: How Did It Happen?* (Washington, DC: Urban Institute Press, 1989), and Edward J. Kane, "Dangers of Capital Forbearance: The Case of the FSLIC and 'Zombie' S&Ls," *Contemporary Economic Policy*, Western Economic Association International, vol. 5, no. 1 (1987), pp. 77-83.

(21) انظر George Akerlof and Paul M. Romer, "Looting: The Economic Underworld of Bankruptcy for Profit," *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 2 (1993), pp. 1-73.

(22) في ذلك الوقت، قدرت تكلفة أزمة مصارف الائحة والإقراض بنحو 160 مليار دولار (بدا ذلك مبلغاً لا يصدق في ذلك الوقت، وهو يعادل 313 مليار دولار بالسعر الحالي للدولار). في النهاية، تمكنت الحكومة من استرجاع مبلغ كبير نتيجة التعافي الاقتصادي في سنة 1993، لكن المبالغ التي يفاد عنها عادة لا تأخذ في الحسبان تكلفة الفرصة الضائعة الكاملة للأموال. Federal Deposit



Insurance Corporation, "An Examination of the Banking Crises of the 1980s and Early 1990s," Washington, DC, 1997. <http://www.fdic.gov/bank/historical/history/> متوافر على

- (23) وضع بافيت 5 مليارات دولار وحصل في المقابل على 5 مليارات دولار كأسهام ممتازة تعطي 10 بالمئة بالإضافة إلى ضمانات لشراء 5 مليارات دولار من الأسهم العادية لغولدمان ساكس بسعر 115 دولاراً للسهم، أي أقل بـ 8 بالمئة من سعر السوق. وبحلول تشرين الثاني/نوفمبر، حقق بافيت عائدات مرتفعة مقابل المال الذي قدمه للشركة قبل أقل من سنة عندما أصبحت أسهم غولدمان ساكس تتداول بـ 170 دولاراً - وذلك أعلى بما لا يقارن من العائد الذي حصلت عليه الحكومة.
- (24) استخدم القطاع المالي "الخوف" لإقناع الإدارات بعدم فرض الرقابة، مثلما استخدم الخوف لتصميم مخططات حماية حملة السندات والمساهمين. وكانت الحجّة أنه إذا اتخذت هذه التدابير، فإن المصارف لن تتمكن من جمع الأموال الخاصة - كما لو أن النقود "الخاصة" العالية التكلفة نوع خاص من النقود التي تضمن أن تعمل الأسواق المالية بشكل جيد. لكن رفض الحكومة فرض هذه الضوابط الرقابية أنتج مصارف ضعيفة - تدفع الكثير من رأس المال كمكافآت وحصص أرباح - وجعلها أكثر تقلباً وأقل جاذبية.
- من الحجج التي ذكرت سابقاً دعماً لطلب رسملة المصارف بقدر كافٍ أن ذلك يحسن الحوافز: عندما يزيد رأس المال، فسيخسرون أكثر إذا أقدموا على الإفراط في المخاطرة. لكن يبدو أن إدارتي أوباما وبوش ارتكبتا غلطة أساسية: ربما لا يهتم المالكون الخاصون للمصارف كثيراً بشأن تكبيد الخسائر للحكومة. فهم لا يخاطرون برأسمالهم. ومن ثم من المتوقع، إذا لم تفرض الحكومة رايها، أن تتصرف بطيش كما فعلوا - دفع الأموال على شكل حصص أرباح ومكافآت، على الرغم من أنها في وضع مالي مهزوز.
- (25) لكن نظراً لحدة المشاكل التي تواجهها المملكة المتحدة، فقد ظلّ الإقراض ضعيفاً فيها.
- (26) Mike McIntire, "Bailout Is a Windfall to Banks, if Not to Borrowers," *New York Times*, January 18, 2009, p. A1
- (27) Congressional Oversight Panel, "Valuing Treasury's Acquisitions," February Oversight Report, February 6, 2009 <http://cop.senate.gov/documents/cop-020609-report.pdf>
- (28) Congressional Budget Office, "A Preliminary Analysis of the President's Budget and an Update of CBO's Budget and Economic Outlook," March 2009 <https://www.cbo.gov/ftpdocs/100xx/doc10014/03-20-PresidentBudget.pdf>
- (29) Congressional Budget Office, "The Troubled Asset Relief Program: Report on Transactions through June 17, 2009," June 2009 <http://www.cbo.gov/ftpdocs/100xx/doc10056/06-29-TARP.pdf>
- (30) يكون المصرف (أو أي شركة أخرى) "مليئاً" ولكن غير "سائل" إذا فاقت أصوله التزاماته ولم يستطع مع ذلك الحصول على الأموال. إذا كان من الواضح أن الأصول تفوق الالتزامات، فلن يكون لدى المصرف مشكلة عندئذ في الحصول على الأموال. اعتقدت المصارف أنها مليئة لأنها أرادت أن تصدّق أن أصولها (لا سيما القروض المضمونة برهن عقاري) تساوي أكثر من قيمتها في السوق. إن مشكلة المصارف هي أن معظم ما تدين به على شكل "ودائع تحت الطلب". تأخذ المصارف تلك النقود وتستثمرها في استثمارات طويلة الأجل (مثل القروض بضمان رهن عقاري)، معتقدة أنه لن تطلب أعداد كبيرة من المودعين البتّة أموالها في الوقت نفسه. إذا طلب كل منهم أمواله في الوقت نفسه، يتعين على المصرف بيع أصوله بسرعة، وإذا فعل ذلك فربما لن يتمكن من الحصول على "القيمة الكاملة" للأصول. وبهذا المعنى يمكن أن يكون المصرف مليئاً إذا منح الوقت للبيع، لكن ليس إذا كان عليه البيع بين ليلة وضحاها. هنا يفترض أن يتدخل مجلس الاحتياطي الفيدرالي

لملء الفراغ - يفترض به أن يقيّم إذا كان المصرف يستطيع أن يبيع الأصول بما يدعي إذا كان لديه مزيد من الوقت. وإذا (ووفقاً لـ) قرّر مصرف الاحتياطي أن الإجابة عن ذلك السؤال هي نعم، فإنه يوفّر السيولة التي يحتاج إليها المصرف.

(31) International Monetary Fund, "Global Financial Stability Report," Washington, DC, October 2009.

(32) انظر U.S. Treasury, "Treasury Department Releases Details on Public Private Partnership Investment Program," March 23, 2009 <http://www.treas.gov/press/releases/tg65.htm>.

(33) كانت الحجّة الداعمة للبرنامج "تنظيف" الميزانيات العمومية للمصارف. لكن إذا اشترى مصرف ما أصولاً من مصرف آخر، فإن ذلك يعني أن المصرف الآخر يصبح "ملوثاً" فيما ينظّف الآخر. ويوحى ذلك بأن السبب الحقيقي لبرنامج الاستثمار العام - الخاص قد يكون التحويل المستتر للنقد إلى المصارف.

(34) لبرنامج الاستثمار العام - الخاص ميزتان أخريان: على سبيل المثال، يمكن أن يحصّن الحكومة مباشرة إزاء الاتهامات بالإفراط في الدفع مقابل بعض الأصول ومنح النقود في الوقت نفسه إلى المصارف من دون أي رقابة حكومية (وهو هدف غريب لكن يبدو أنه ذو أهمية مركزية في تصوّر أوباما). غير أن للبرنامج مسألتان أخرى تفاقمت عندما سعت الإدارة ومجلس الاحتياطي الفيدرالي إلى المحافظة على استمرار الاقتصاد. وكان لخفض معدّلات الفائدة على القروض المضمونة برهن عقاري تأثير غير مباشر فاقم مشكلة "الخيار المعاكس": كانت القروض القديمة المضمونة برهن عقاري التي ظل على برنامج الاستثمار العام - الخاص أن يشتريها تشمل نسبة كبيرة من القروض الرديئة التي لا يمكن إعادة تمويلها.

(35) من الواضح أن النقود التي ذهبت إلى المصارف وخرجت منها على الفور على شكل أرباح ومكافآت لم تمكّن المصارف من إعادة البدء بالإقراض. لكن الأموال المتبقية ربما ساعدت - على الرغم من عدم توسّع الإقراض، فإنه كان يمكن أن يتقلّص "أكثر". إن البرامج ذات التصميم الأفضل تحدث تأثيراً أكبر مقابل كل دولار.

(36) يبدو أن من قاموا بوضع برامج الإنقاذ لم يفكروا عميقاً (أو ليس بالعمق الكافي) بشأن مضار تدفقات الائتمانات. وهذه المخاوف يجب أن تكون في الواقع محور أي نظرية نقدية. وتؤثر عوامل أخرى على الإقراض - منها المخاطر التي تفاقمت عندما ازدادت مخاوف الاقتصاد عمقاً. وذلك أحد الموضوعات المركزية لكتابي السابق: B. Greenwald and J. E. Stiglitz, *Towards a New Paradigm in Monetary Economics* (Cambridge, UK: Cambridge University Press, 2003).

(37) انظر Mary Williams Marsh, "AIG Lists Firms to Which It Paid Taxpayer Money," *New York Times*, March 16, 2009, p. A1. اتضح لماذا كانت الحكومة مترددة جداً في الكشف عن المكان الذي توجّهت إليه نقود شركة إيه أي جي. كان أكبر متلقّ شركة غولدمان ساكس - التي ادّعت (ربما مراوغة) أنها تستطيع البقاء من تلقاء نفسها، وأنها لا تعاني من مخاطر منظومية، على الرغم أن من الطبيعي أن تبدي استعداداً لتسلّم هدية بقيمة 13 مليار دولار من الحكومة. وكان هناك العديد من المصارف بين المتسلّمين الآخرين. إذا كان فشل المصارف يمثل مشكلة منظومية، لكان من المفترض أن تنقذها حكوماتها. لذا فإننا في الواقع كنّا نعطي معونة خارجية للبلدان الغنية (فرنسا وألمانيا)، بدلاً من البلدان الفقيرة التي هي بأمر الحاجة إليها. وكان حجم المعونة أكبر من تلك التي قدّمت إلى أفريقيا بأكملها. (بلغت المساعدة الإنمائية الأميركية الرسمية إلى أفريقيا بأكملها 6.5 مليارات دولار في السنة المالية 2008، أي نصف المبلغ الذي ذهب إلى شركة واحدة، غولدمان ساكس، من خلال إنقاذ شركة إيه أي جي. انظر U.S. Department of State, "The US Commitment to Development," Fact Sheet, Bureau of Economic, Energy and Business

Affairs, July 7, 2009, متوافر على <http://www.state.gov/e/eeb/rls/fs/2009/113995.htm>.

- (38) نظراً لأن سندات المصارف وأسهمها تباع وتشتري باستمرار، فإن المستفيدين الحقيقيين من عمليات الإنقاذ هم الذين يتفق أنهم يحتفظون بتلك الأوراق المالية عند الإعلان عن عملية الإنقاذ (أو تصبح متوقعة على نطاق واسع). أما صناديق معاشات التقاعد التي باعت السندات عندما انهارت أسعار الأسهم لأنها خطيرة جداً فإنها لا تستفيد.
- (39) Federal Reserve Bank, Table H.4.1, "Factors Affecting Reserve Balances," Washington, DC, متوافر على <http://www.federalreserve.gov/releases/h41/>.
- (40) انظر <http://www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb200709en.pdf>, European Central Bank, Monthly Bulletin, September 2007, p. 33, متوافر على <http://www.federalreserve.gov/releases/h41/20070816/>, Federal Reserve Bank, Table H.4.1, و "Factors Affecting Reserve Balances," Washington, DC, August 16, 2007, متوافر على <http://www.federalreserve.gov/releases/h41/20070816/>.
- (41) تعرّض مجلس الاحتياطي الفيدرالي للانتقاد لقيامه بتوسيع تسهيل المقرض الأخير فور سماحه بانهايار مصرف بير ستيرنز: ربما أمكن إنقاذ الشركة لو وسّع التسهيل قبل يومين.
- (42) مجلس الاحتياطي الفيدرالي مؤسسة مستقلة من الناحية التقنية. لكن الثقة في مصرف الاحتياطي لا تنبع من أسهم ملكيته وإنما من إدراك الجميع أن لحكومة الأميركية تقف خلف تلك المؤسسة. وتعود جميع أرباح مجلس الاحتياطي الفيدرالي إلى وزارة الخزانة، ومن الواضح أن الوزارة تتحمل أي خسائر متكبّدة.
- (43) قبل خمس وسبعين سنة، بحث كينز ظاهرة ماثلة تسمى شَرَك السيولة. لم ينجح إغراق الاقتصاد بالنقد لأن الأسر احتفظت بها. والآن تعطى النقود للمصارف فتقوم بالاحتفاظ بها.
- (44) غير أن مجلس الاحتياطي الفيدرالي تمكّن من وضع كثير من القروض المضمونة برهن عقاري في ميزانيته العمومية. وفي حين أن جانباً كبيراً من المخاطر الائتمانية تتحمّلها الحكومة (خفّضت إدارة الإسكان الفيدرالية وفاني ماي وفريدي ماك قيمة القروض المضمونة برهن عقاري وأعيد تمويلها عندما انخفضت معدلات الفائدة)، فإن مجلس الاحتياطي الفيدرالي تتحمل مخاطر معدل الفائدة. وكما أشير لاحقاً، فإن دافعي الضرائب يتحملون جميع المخاطر.
- (45) ليس من السهل في الواقع تقليص قسم كبير من دين الحكومة بالتضخّم: معظم اقتراض الحكومة قصير الأجل، وعندما تزداد المخاوف من التضخّم، تزداد الفائدة التي على الحكومة أن تدفعها. هناك خطر ارتفاع معدلات الفائدة بناء على المخاوف من التضخّم ومع ذلك فإن التضخّم نفسه لا يتحقّق. وعندئذ ندفع مقابل التضخّم من دون الحصول على المنافع من حيث خفض الدين؛ وسيرتفع ديننا نتيجة ارتفاع الفائدة.
- (46) توقع مجلس الاحتياطي الفيدرالي مثلاً أن الاقتصاد يسير على طريق التعافي في ربيع 2008، قبل الانهيار بأشهر. وقبل ذلك بسنة، صرّح بأن مشاكل الرهن العالي المخاطر قد تم احتواؤها.
- (47) ربما يدعي مجلس الاحتياطي الفيدرالي أنه بالاحتفاظ بالقروض المضمونة برهن عقاري حتى استحقاقها يتجنّب تحمل الخسائر (باستثناء القروض التي يتخلف عن سدادها). لكنه يحصل على معدل فائدة منخفض على هذه الأصول - وتلك تكلفة فرصة ضائعة. وتدني معدل الفائدة هو السبب الذي يدفع المستثمرين من القطاع الخاص إلى دفع أسعار منخفضة لهذه الأصول. إذا اضطّر مجلس الاحتياطي الفيدرالي إلى استخدام محاسبة تقييم الأصول وفقاً لسعرها في السوق، فإن عليه الإقرار بالخسارة. لكنه لا يقرّ بذلك، وسيذهب الإيراد المفقود المرتبط بتكلفة الفرصة الضائعة من دون أن يلاحظ إلى حدّ كبير. لكن أرباح المصرف تنقل إلى وزارة الخزانة. ويعني انخفاض أرباح مصرف الاحتياطي ارتفاع الضرائب و/أو ارتفاع الدين العام في المستقبل.
- (48) هناك حجة واحدة تفيد عكس ذلك - أن مجلس الاحتياطي الفيدرالي، إدراكاً منه لدوره المحوري في خلق الأزمة، لا يريد أن ينظر إليه بأنه يدفع للاقتصاد إلى ركود آخر بعدما بدأ بالتعافي.

- (49) العيوب في الأنظمة المحاسبية والمصرفية هي جزء من السبب الذي يفسر لماذا تحتفظ المصارف بسندات الحكومة الطويلة الأجل. الأنظمة المحاسبية تعامل هذه السندات على أنها آمنة، مع أن هناك مخاطر تناقص القيمة إذا ارتفعت معدلات الفائدة مثلاً، وقد تكون الحال كذلك إذا تزايدت توقعات حدوث تضخم. ويسمح للمصارف بتسجيل معدل الفائدة على المدى الطويل بمثابة "دخل"، من دون الاحتياط لمخاطر الخسارة المرتبطة بهبوط سعر السند. (إذا كانت الأسواق تعمل بصورة جيدة، فإن الفارق بين المعدل على المدى القصير والمعدل على المدى الطويل هو توقع هبوط السعر). انظر Stiglitz, *Roaring Nineties*، مصدر سابق.
- (50) ما يهم بطبيعة الحال هو كيف تستجيب استثمارات الشركات، وهي تتوقف على اعتقاداتها بشأن معدلات الفائدة الحقيقية (أي أن ارتفاع معدلات الفائدة لن يهم كثيراً إذا اعتقدت في الوقت نفسه أن التضخم سيزيد) وعلى قيود الائتمانات. من السهل رؤية كيف أن العملية التي وصفت في المتن تحدث التقلبات. وتستجيب السوق للتوقعات بالتضخم، ما يؤدي إلى ارتفاع معدلات الفائدة على المدى الطويل، ويدخل الاقتصاد في مرحلة تباطؤ. ليس للمشاركين في السوق المالية اليوم ثقة كبيرة بأن يتمكن مجلس الاحتياطي الفيدرالي من إدارة العملية بأكملها بسلاسة، لكن يبدو أن الصحافة المالية وأوساط العاملين في وول ستريت تخشى من أن يكون رد فعل مجلس الاحتياطي الفيدرالي - بشأن التضخم - منخفضاً لا مفرطاً (مع أن توقعات التضخم عند دفع هذا الكتاب إلى المطبعة التي كشفت عنها أسعار أوراق الخزنة المحمية من التضخم لا تزال مكتومة).
- (51) للاطلاع على وصف وتقييم مفصلين لإجراءات مجلس الاحتياطي الفيدرالي، انظر David Wessel, *In Fed We Trust: Ben Bernanke's War on the Great Panic* (New York: Crown Business, 2009).
- (52) كان إنقاذ بير ستيرنز معقداً جداً، إذ أقرض مجلس الاحتياطي الفيدرالي النقود (قرض من دون حق الرجوع إلى حد كبير، مع ضمانات بقيمة غير أكيدة) إلى جي بي مورغان تشيس لشراء بير ستيرنز. ويبدو أن مجلس الاحتياطي الفيدرالي سيواجه خسائر كبيرة في هذا الضمان. في 4 تشرين الثاني/نوفمبر 2009، سجل مجلس الاحتياطي الفيدرالي خسارة تقرب من 10 بالمئة بالفعل. انظر Federal Reserve Statistical Release H.4.1., Factors Affecting Reserve Balances، متوافر على <http://www.federalreserve.gov/releases/h41/Current/>.
- (53) كما اشرت سابقاً، ادعى مجلس الاحتياطي الفيدرالي أنه مستثنى من قانون حرية المعلومات. وفي 26 شباط/فبراير 2009، قدم رون بول مشروع قانون إلى الكونغرس يطالب بمزيد من الشفافية في إدارة مجلس الاحتياطي الفيدرالي. انظر Declan McCullagh, "Bernanke Fights House Bill to Audit the Fed," *CBS News.com*, July 28, 2009. منذ ذلك الوقت، تنامي الدعم لمثل هذه الرقابة. وفي 19 تشرين الثاني/نوفمبر 2009، صوتت لجنة الخدمات المالية في مجلس النواب بأغلبية كبيرة لصالح الرقابة.
- (54) استقادت جي بي مورغان تشيس من إنقاذ بير ستيرنز. وفي حالة أخرى من الحوكمة المربية، أصبح ستيفان فريدمان رئيس مجلس الاحتياطي الفيدرالي لولاية نيويورك في كانون الثاني/يناير 2008، في حين كان في الوقت نفسه عضواً في مجلس إدارة غولدمان ساكس ولديه حصة كبيرة في أسهم غولدمان. وقد استقال في أيار/مايو في أعقاب خلاف على تضارب المصالح الواضح (بما في ذلك شراء الأسهم الذي مكّنه من جني 3 ملايين دولار). انظر Hagan, "Tenacious G," op. cit., and Kate Kelly and Jon Hilsenrath, "New York Fed Chairman's Ties to Goldman Raise Questions," *Wall Street Journal*, May 4, 2009, p. A1.
- (55) يرى الفكر النقدي أنه يجب زيادة النقود المتداولة بمعدل ثابت، ويرى استهداف التضخم أن على المصارف المركزية زيادة معدلات الفائدة عندما يزيد معدل التضخم عن الهدف.
- (56) انظر مثلاً Wessel, *In Fed We Trust*، مصدر سابق.

## الفصل السادس: انتصارات الجشع على حسن التدبير

- (1) أنشأت لجنة المصارف والعملة في مجلس الشيوخ لجنة بيكورا في 4 آذار/مارس 1932 للتحقق من أسباب انهيار سوق الأسهم في سنة 1929. وكشفت اللجنة مجموعة واسعة من الممارسات المسيئة من قبل المصارف والشركات التابعة لها، ونتيجة لهذه النتائج، أقر الكونغرس الأميركي قانون غلاس - ستيفال لسنة 1933، وقانون أسواق الأوراق المالية لسنة 1933 (الذي يحدد عقوبات على تقديم معلومات زائفة عن عروض الأسهم)، وقانون الأوراق المالية لسنة 1934 (الذي أنشأ هيئة الأوراق والأسواق المالية للرقابة على أسواق الأسهم). وقد حذا الكونغرس في أيار/مايو 2009 حذو ذلك بإنشاء لجنة التحقيق في الأزمة المالية.
- (2) انظر Manuel Roig-Franzia, "Credit Crisis Cassandra," *Washington Post*, May 26, 2009, p. C1.
- (3) فوجئ الكثيرون من إعادة تعيين آلن غرينسبان، الذي بدت فلسفته الاقتصادية مختلفة اختلافاً ملحوظاً عن فلسفة بيل كلينتون، رئيساً لمجلس الاحتياطي الفيدرالي. وقد استخدم مؤيدوه داخل إدارة كلينتون الخوف من أن يعيق اضطراب السوق الاقتصاد المتعافي للحصول على الدعم الرئاسي في وجه المعارضة داخل فريق الرئيس الاقتصادي.
- (4) عندما كنت رئيس مجلس المستشارين الاقتصاديين في عهد إدارة كلينتون، عملت في لجنة تضم جميع المراقبين الماليين الفيدراليين، وهي مجموعة تضم غرينسبان ووزير الخزانة روبرت روبن. وقد انضج حتى في ذلك الوقت أن الأوراق المالية المشتقة تشكل خطراً. ومع ذلك، قرّر دعاة إلغاء الرقابة المسؤولون عن النظام المالي - بما في ذلك مجلس الاحتياطي الفيدرالي - عدم القيام بأي شيء، لأنهم كانوا يخشون من أن يؤدي أي إجراء إلى إعاقة "الإبداع" في النظام المالي. ويبدو أنهم اعتقدوا أن تنظيف الفوضى بعد وقوعها أفضل من "خلق" الاقتصاد في ذلك الوقت - المقولة نفسها التي استُخدمت ضد تفجير الفقاعة العقارية.
- (5) في 4 نوفمبر 2009، أقرت لجنة الخدمات المالية في مجلس النواب تعديل قانون حماية المستثمر لإلغاء المؤسسات الصغيرة والمتوسطة (التي تقل رسملتها عن 75 مليون دولار) من القسم 404 من قانون ساربين - أكسلي. ويتطلب القسم 404 أن تقدم الشركات تقريراً عن فعالية رقابتها المالية الداخلية، وهي ضرورية لثقة المستثمر. وقد وصف أرثر ليفيت، رئيس لجنة الخدمات المالية السابق، هذا الحكم بأنه "الكأس المقدسة" لحماية المستثمرين. وفي أعقاب التصويت، قال ليفيت، "كل من صوت لصالح القرار سيحمل علامة قايين المستثمرين". انظر Floyd Norris, "Goodbye to Reforms of 2002," *New York Times*, November 5, 2009, p. B1.
- (6) قال آلن غرينسبان أمام جلسة استماع لجنة مجلس النواب للإشراف والإصلاح الحكومي المنعقدة في 23 تشرين الأول/أكتوبر 2008، "لقد أخطأت في الافتراض بأن المصلحة الشخصية للمؤسسات، وبخاصة المصارف، تفرض عليها أن تكون الأقدر على حماية مساهمها وأسهمها في الشركات".
- (7) لم يكن غرينسبان يعتقد أن هناك حاجة إلى قوانين للاحتيال. يروي بروكسلي بورن، الرئيس السابق للجنة الاتجار بالسلع الأجلة، أنه قال، "ليس هناك حاجة إلى قانون للاحتيال إذ لو ارتكب سمسار في البورصة احتيالا، فسيعرف العميل ذلك ويتوقف عن التعامل معه". نقلاً عن Roig-Franzia, "Credit Crisis Cassandra," مرجع سابق.
- (8) تجسّد الحصول على أجور مرتفعة بصرف النظر عن الأداء بالمكافآت التي قدّمتها المصارف في سنة 2008، وهي سنة ذات خسائر قياسية ومكافآت قياسية - نحو 33 مليار دولار. (دفعت ستة من المصارف التسعة مكافآت تزيد عما حقّقتها من أرباح). انظر Craig and Solomon, "Bank Bonus Tab: \$33 Billion," مرجع سابق.
- (9) رأى المديرون التنفيذيون الذين دافعوا عن الممارسات المحاسبية المخادعة أن المساهمين استفادوا

عندما سجّلت المصارف أرباحاً مرتفعة. لكن في حين ربح بعض المساهمين، فإن مساهمين آخرين خسروا، لاسيما من وثقوا في الأرقام المتلاعب بها وتمسكوا بأسهمهم تحت حجة زائفة. وفي النهاية ستظهر الحقيقة، وعندئذ ستهبط أسعار الأسهم، بحدة في بعض الأحيان (كما في حالة سيتي بنك).

(10) في حالة المصارف التسعة الكبرى، بلغت الأرباح بين أوائل سنة 2004 وأواسط سنة 2007 مجتمعة 305 مليارات دولار. لكن منذ تموز/يوليو 2007، خفّضت هذه المصارف تقييمها للقروض والأصول الأخرى بما يزيد عن ذلك الرقم؟ انظر Louise Story and Eric Dash, "Banks Are Likely to Hold Tight to Bailout Money," *New York Times*, October 16, 2008, p. A1.

(11) هناك حدود لمقدار إساءة استعمال الإدارة لمركزها - بسبب معارك الوكلاء وعمليات الاستيلاء. لكن هناك أدبيات اقتصادية كثيرة توضح سبب محدودية فعالية هذه الآليات.

(12) انظر Stiglitz, *Roaring Nineties*, مرجع سابق.

(13) اعتقد رئيس لجنة الخدمات المالية السابق، آرثر ليفيت، أن الفشل في التعامل مع خيارات الأسهم (في قانون ساربنز - أكسلي) من أخطائه الكبرى. انظر Arthur Levitt, *Take On the Street: How to Fight for Your Financial Future* (New York: Random House, 2002).

(14) ربما لم يرسل المستثمرون تحذيراً لأن كثيراً منهم علقوا عقلياً أيضاً في "الفقاعة" نفسها التي تحرك وول ستريت، كما أنه ليس هناك من سبب لتوقع أن يدرك معظم المستثمرين المخاطر أكثر ممن يسمون خبراء في وول ستريت. لقد كانوا يثقون بول ستريت، ومن المثير للاهتمام أن نعرف مقدار الوقت الذي ستستغرقه استعادة هذه الثقة.

(15) ربما كان من النتائج غير المقصودة لحكم ضريبي في سنة 1993 فرض مزيداً من الضرائب على الأجور المرتفعة غير المتعلقة بالأداء تشجيع ادعاء الأجر مقابل الأداء. فهو لم يضع معايير ملائمة لتقييم ما إذا كانت المكافأة ذات صلة حقيقية بالأداء.

(16) يقدم النزاع بشأن الإفادة عن خيارات الأسهم مثلاً على عدم تكافؤ المصالح. المساهمون يريدون أن يعرفوا كيف تتراجع قيمة أسهمهم بإصدار خيارات الأسهم. لكن الشركات (أي مديريها) قاومت بشدة إدخال تحسينات على متطلبات التقارير - ما يجعل الإصدار أكثر شفافية - لأنهم يدركون أن المساهمين سيعارضون حجم انخفاض قيمة أسهمهم.

(17) أقرّ مجلس النواب قانون تصويت المساهمين على مكافآت المديرين وعرض على مجلس الشيوخ في نيسان/أبريل 2007. فتوقّف هناك ولم يصبح قانوناً قط. انظر Tomoe Murakami Tse, "Say-on-Pay Movement Loses Steam," *Washington Post*, May 6, 2008, p. D1.

(18) انظر Jonathan Weil, "Lehman's Greatest Value Lies in Lessons Learned," *Bloomberg.com*, June 11, 2008, and Jeffrey McCracken and Alex Frangos, "Lehman Considers Spinoff of Remnants," *Wall Street Journal*, May 14, 2009, p. C1.

(19) المهم هو حوافز مديري المصارف، وكما رأينا، فإنها لا تتوافق مع مصالح المساهمين. انظر Edlin and Stiglitz, "Discouraging Rivals: Managerial Rent-Seeking and Economic Inefficiencies," مرجع سابق.

(20) خاب أملي قبل خمس عشرة سنة، عندما مارس أعضاء من إدارة كلينتون (بمن فيهم روبرت روبن) والكونغرس (بمن فيهم السناتور جوزيف ليبرمان) ضغطاً سياسياً على مجلس معايير المحاسبة المالية الذي يفترض أن يكون مستقلاً من أجل عدم إجبار الشركات على أن تأخذ خيارات أسهمها بالحسبان بشكل ملائم. لكن ما حدث في الأزمة الراهنة أكثر إثارة للفرع، إذ هدّد أعضاء في الكونغرس بأنهم سينقضون قرارات مجلس معايير المحاسبة المالية ما لم تساير مطلب المصارف بزيادة سوء المعايير المحاسبية.

(21) صوّت مجلس معايير المحاسبة المالية على الموافقة على التغيير في 2 نيسان/أبريل 2009. انظر Floyd Norris, "Banks Get New Leeway in Valuing Their Assets," *Financial Accounting*

http://www. Standards Board, Summary of Board Decisions, April 2, 2009  
fasb.org/action/sbd040209.shtml

- (22) السماح بخفض الإقراض مقابل قيمة رأسمال المصارف في الأوقات السمان وبمزيد من الإقراض في الأوقات العجاف يسمّى معايير كفاية رأس المال المعاكسة للدورات الاقتصادية.
- (23) يمكن أن يقدّم التقييم التام وفقاً للسوق في هذه الحالة مؤشراً على العائد المتوقع (المتوسط) للمساهمين، مع العلم أنهم سيسدّدون لحملة السندات أقل مما وعدوا في المتوسط.
- (24) يمكن أن تشوّه المشاكل المحاسبية الأخرى السلوك. في أعقاب أزمة مصارف الإقراض والاندثار، كان من الطبيعي أن يطلب من المصارف الاحتفاظ بمزيد من رأس المال (وهو ما يحدث ثانية الآن)، لكن بما أن سندات الخزينة طويلة الأجل اعتُبرت آمنة، يُخفّض رأس المال المطلوب إذا كانت المصارف تحتفظ بهذه السندات. وفي ذلك الوقت، كانت السندات تعطي عائداً أعلى بكثير من معدّل الفائدة على الودائع أو السندات الحكومية القصيرة الأجل، حتى إذا كانت العوائد المرتفعة تعكس توقّع هبوط أسعار السندات (خسارة رأسمالية). وقد حفزت هذه المحاسبة المواتية على تغيير محافظ المصارف باتجاه السندات الحكومية طويلة الأجل، وبعيداً عن القروض، ما ساهم في التراجع الاقتصادي في سنة 1991. انظر *Stiglitz, Roaring Nineties*، مرجع سابق.
- (25) لم تكن معايير المحاسبة القديمة (قبل نيسان/أبريل 2009) متشدّدة. فهي لا تجبر المصارف على تقييم جميع الأصول وفقاً للسوق، وإنما بعض الأصول "الواهنة"، مثل القروض التي يقصّر في سدادها. وذلك منطقي أكثر من منح المصارف حرية التصرف الكاملة لتقول، "ربما إذا منحناها الوقت الكافي فستصبح على ما يرام. وكانت الأدلة تشير إلى مزيد من القروض المضمونة برهن عقاري ستواجه المتاعب - ما لم يتم الإنقاذ. لقد قدّم برنامج الحكومة المعني بالرهن المساعدة، لكنها لم تكن كافية، وغير كافية حتماً لتبرير النظام الجديد للتقييم بناء على الأمل.
- (26) ساهم مخدّم القروض المضمونة برهن عقاري، المسؤولون عن إدارة إعادة الهيكلة، مساهمة كبرى في تشويه الحوافز. فتأخير حبس الرهن قد يمتكّنهم من الحصول على الرسوم، وهذه الأموال تأتي في النهاية على حساب حامل الرهن الأول. انظر البحث في الفصل الرابع.
- (27) هناك مزيد من المشاكل: إن عدم استخدام محاسبة التقييم وفقاً للسوق يعرّض الاقتصاد لمخاطر لا تحصى. فعدم التقييم وفقاً للسوق يقدّم حافزاً لجميع المصارف للمقامرة. لنفترض أن مصرفاً ما يستطيع الحفاظ على أصوله في الدفاتر بسعر الشراء إلى أن يبيعهها، وعندئذ يقيّد السعر الذي بيعت به. يصبح لدى المصرف حافز لشراء أصول عالية المخاطر، بعضها يمكن أن ترتفع قيمته وبعضها يمكن أن تنخفض. ويستطيع عندئذ أن يشوّه القيمة الظاهرية للأصول ببيع الأصول التي ارتفعت قيمتها، والاحتفاظ بتلك التي انخفضت أطول مدة ممكنة. إذا أبلغ المصرف أن عليه تقييم الأصول المتجر بها على نطاق واسع وفقاً للسوق، فسيكون للمصرف حافز لشراء الأصول التي لا يتجر بها على نطاق واسع - ما يمنح مزيداً من حرية التصرف للانخراط في محاسبة غير شفافة. الأمر لا يتعلق فقط بأن القيمة الدفترية تحدّ ذاتها قياس مشوّه للقيمة الحقيقية، بل بأن النظم المحاسبية المعيبة تشوّه الإقراض والاستثمار، ما يشجّع على الإفراط في المخاطرة وشراء الأصول التي يصعب تقييمها.
- (28) U.S. Government Accountability Office (GAO), "Cayman Islands: Business and Tax Advantages Attract US Persons and Enforcement Challenges Exist," Report to the Chairman and Ranking Member, Committee on Finance, U.S. Senate, GAO-08-778, July 2008.
- (29) سجّل تقدّم في لجم سرية المصارف في المراكز المصرفية الخارجية، وتوحي اجتماعات مجموعة العشرين الأخيرة أنه قد يحدث تقدّم أكثر. وفي مسألة حاسمة أخرى، التبادل الفوري للمعلومات، لم يفعل سوى القليل. وفي حين يتركّز الاهتمام على التهرب من الضرائب، لا يفعل سوى القليل بشأن

استخدامات سرية المصارف الأخرى المنافية للقانون (مثل الملاذات الآمنة للأموال المسروقة التي سرقها الدكتاتوريون الفاسدون). وفي حين يتركز الاهتمام أيضاً على سرية المصارف في الجزر الأجنبية، فإن مؤشر سرية المصارف الأخير الذي أنشأته شبكة العدالة الضريبية يشير إلى أن الولايات المتحدة والمملكة المتحدة وسنغافورة من بين أسوأ المنتهكين. انظر، Michael Peel, "Leading Economies Blamed for Fiscal Secrecy," *FinancialTimes online*, October 30, 2009, and Tax Justice Network, "Financial Secrecy Index," 2009, <http://www.financialsecrecyindex.com>.

- (30) إن تعرّف قيام المخططين المركزيين بمثل هذه الحسابات من الموضوعات الرئيسية لكتابي *Whither Socialism* (Cambridge, MA: MIT Press, 1994)، الذي وُضع عند انهيار النظام السوفياتي.
- (31) عارضت بشدّة إلغاء قانون غلاس - ستيفال بوصفي رئيساً لمجلس المستشارين الاقتصاديين بين سنتي 1995 و1997. وبصفتي، فإنني أملك درجة صحية من الثقة - الثقة في قوة الحوافز الاقتصادية. وقد أشرت إلى أنه إذا كان من يدعمون إلغاء قانون غلاس - ستيفال ينشئون حقاً اسواً صينية، فإن معظم "وفورات نطاق العمل"، أي الفوائد المزعومة للجمع بين المصارف التجارية والاستثمارية معاً، ستفقد.
- (32) Federal Deposit Insurance Corporation, *Summary of Deposits*, October 15, 2009, متوافر على <http://www2.fdic.gov/SOD/sodSummary.asp?barItem=3>.
- (33) يضع بعضهم، مثل المسؤول السابق في هيئة الأوراق والأسواق المالية، لي بيكارد، التغيير الذي أجري في سنة 2004 على قانون سنة 1975 في صلب هذا الفشل. وقد رأت هيئة الأوراق والأسواق المالية أن قانونها الجديد "قوى الإشراف". وبالعودة إلى الوراء، فإن هذا الادعاء يبدو غير مقنع بالنظر إلى المشاكل في العديد من المصارف الاستثمارية. انظر Julie Satow, "Ex-SEC Official Blames Agency for Blow-up of Broker-Dealers," *New York Sun online*, September 18, 2008. وللاطلاع على رأي مخالف، انظر خطاب Erik R. Sirri, Director of SEC Division of Trading and Markets, on April 9, 2009, متوافر على <http://www.sec.gov/news/speech/2009/spch040909ers.htm>.
- (34) قدّم بعض الأشخاص حجّة مؤيدة لرؤية متطرفة لما يسمّى "المصرفية الضيّقة"، حيث يسمح للمؤسسات المودع لديها بالاستثمار في سندات الخزينة فقط على سبيل المثال. إن وظائف المصارف التجارية العادية - مثل إقراض المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - ضرورية لحسن عمل اقتصاد السوق. وهناك كما اعتقد تآزرات طبيعية ناجمة عن اجتماع مثل هذا الإقراض مع نظام الدفع.
- (35) Speech of June 17, 2009, مرجع سابق.
- (36) Group of Thirty, *Financial Reform: A Framework for Financial Stability*, January 15, 2009, متوافر على <http://www.group30.org/pubs/recommendations.pdf>.
- (37) ليس من المنطوق إجبار المصارف التي كانت تؤدي عمل المصرفية الحقيقية على دفع تكاليف خسائر المصارف الأكبر من أن تقشل. كما أنه غير منصف ولا يتسم بالكفاءة. بضمان السندات من قبل الهيئة الفيدرالية لضمان الودائع، فإن كل المودعين، بمن فيهم من توجد أموالهم في مصارف جيدة، على أن تتحمّل على الأقل تكاليف أخطاء المصارف التي أقرطت في المخاطرة. على المصارف الأكبر من أن تفشل أن تتحمّل هذه التكاليف، على شكل ضريبة خاصة، على سبيل المثال، تفرض على الأرباح، وتوزيع حصص الأرباح، والمكافآت، والفوائد المسدّدة على السندات. عند دفع هذا الكتاب إلى المطبعة، كانت المصارف الكبيرة تقاوم فرض أي رسوم جديدة. وتدّعي أنها ستحسن التصرف، وأنها لن تلجأ إلى الحكومة للمساعدة، وأن من الظلم جعلها تدفع مقابل أخطاء من لا يدير المخاطر جيداً. من المقترحات فرض الرسوم على المصارف التي يجب إنقاذها.



لكن عندما يأتي وقت الإنقاذ، على الحكومة أن تدفع الأموال، ونادراً ما يتبقى أموال تأخذها، كما تجسدها الخسائر التي ستتكبدها الحكومة في عملية الإنقاذ الراهنة. وكما أشرت، على الحكومة أن تنفذ المصارف تكراراً، ويجب أن تفرض رسوم على المصارف الأكبر من أن تفشل إلى أن تضع ضوابط رقابية قوية تجعل الإخفاقات شيئاً من الماضي. وتقتضي العدالة والكفاءة أن تتحمل المصارف هذه التكاليف، وليس دافعو الضرائب.

(38) يجب عدم السماح لأحد بالقيام بأي أنشطة خارج الميزانية العمومية. وسأصف لاحقاً في هذا الفصل منتجاً خطيراً جداً، مبادلات الإعسار الائتماني، وكيف تجب مراقبتها.

(39) اقتراحات "وصايا الحياة" والخطط الملموسة لكيفية حلّ المعاملات وإغلاق المصارف خطوة في الاتجاه الصحيح لكنها لا تكفي على الأرجح: يمكن أن يشهد الوضع تغييراً كبيراً في بضعة ساعات، والخطوة التي بدأ أنها ناجحة قبل الأزمة لن تكون كذلك في أثنائها.

(40) لا يستطيع هذا الكتاب الغوص في تفاصيل جميع الأدوات المعقدة التي أنشأها القطاع المالي - والخلل الذي أصابها. من المنتجات المالية التي حظيت باهتمام كبير الأوراق المالية "ذات معدل الفائدة المحدد بالمزاد"، حيث يحدد معدل الفائدة التي تدفع على الأوراق في مزاد يقام كل أسبوع. لكن في أوائل سنة 2008، توقفت المزادات عن العمل، وتجمدت السوق التي تبلغ قيمتها 330 مليار دولار. وفي حين توجد أدلة كثيرة على قيام شركات وول ستريت التي باعته بأفعال منافية للقانون، فإن تصحيح الوضع من خلال النظام القضائي، وبخاصة في الدعاوى الجماعية، بطيء ومكلف في أحسن الأحوال، ما يترك المستثمرين الأفراد يتكبدون الخسائر. انظر Gretchen Morgenson, "A Way out of the Deep Freeze," *New York Times*, November 8, 2009, p. B1.

(41) كما أشرت من قبل، لا ينطبق ذلك على حبس الرهن. فغالباً ما تستثنى شركات التأمين هذه الأنواع من المخاطر المترابطة.

(42) هناك اختلاف جوهري آخر بين شراء التأمين على حياة شخص وحياة شركة: مقدار عدم تماثل المعلومات. في حالة التأمين على حياة الفرد، تستطيع شركة التأمين والمؤمن عليه الحصول على المعلومات نفسها عن العمر المتوقع. وقد يكون الفرد ميزة معلوماتية قليلة - يعرف إذا كان منخرطاً في سلوكيات خطيرة قد تقصر عمره المتوقع. وفي حالة التأمين على الشركة، من المرجح أن يكون لدى الشركة معلومات عن توقعات عملها أفضل بكثير من المعلومات التي لدى شركة التأمين، لذا فإنها لن تشتري التأمين إذا عرضت شركة التأمين قسطاً يعكس تقديراً مغالى فيه لاحتمال إفلاسها. يسمى ذلك مشكلة الاختيار المعكس (السالب).

(43) على غرار الكثير من أفعال الأسواق المالية، لم تفشل محاولاتها لإدارة المخاطر لكنها أعطت نتائج معاكسة في بعض الأحيان. وقد زادت المخاطر بإنشاء نسيج معقد من تشابكات المصالح والقوانين. عندما تقدم الحكومة النقود إلى أحد المصارف لشراء مصرف آخر، فإنها ربما تنفذ المصرف الأول بقدر ما تنفذ الثاني إذا كان على المصرف الأول تسديد مبالغ كبيرة إلى أطراف ثالثة في حال إفلاس الثاني.

(44) كان يجب أن تدرك الأسواق المالية - والمراقبون الحكوميون - المخاطر التي تجلت في أزمة شرق آسيا قبل عقد من الزمن. كانت المصارف الكورية تعتقد أنها تدير العديد من المخاطر التي تواجهها، مثل تغيير أسعار الصرف، وتعتقد أنها حصلت على غطاء، كما أسمته، ضد هذه المخاطر من شركة في هونغ كونغ. غير أن الشركة التي اشترت التأمين منها أفلسست وتركت تتحمل المخاطر.

(45) يستطيع المرء تقييم احتمال التخلف عن السداد، ضمناً، من سعر سوق السندات. إذا كانت أسواق رأس المال تتسم بالكفاءة مثلما يزعم المدافعون عنها، لن تكون هناك حاجة كبيرة لمبادلات الإعسار الائتماني، ومن الصعب تبرير مليارات الدولارات من الرسوم المتحققة من إصدارها. إن سوق مبادلات الإعسار الائتماني تتيح لمن يريد التركيز على تقييم المخاطر القيام بذلك من دون ربطه بمهمة تقييم الأموال. وذلك مهم جداً ذاته، لكنه مصحوب بمخاطر كبيرة كما رأينا، وبخاصة لأنه يدعو إلى المضاربة على الاختلاف في تقييم المخاطر.

- (46) فقد الأميركيون ثقتهم باللحم الأميركي بعد أن نشر أوستن سنكلير في سنة 1906 كتابه الكلاسيكي "الغابة" *The Jungle* الذي يوجّه فيه انتقادات لاذعة لحظائر المواشي الأميركية، بحيث توسّلت صناعة اللحوم الحكومة أن تجري فحصاً للحوم. ومن المتعذّر أيضاً على المواطنين العاديين تقييم الموقف المالي لمصرف ما، ومعرفة إذا كان آمناً بحيث يودعون أموالهم فيه. ولديهم سبب وجيه لعدم الثقة في أي شركة من القطاع الخاص تقدّم تقييماً للموقف المالي للمصارف - وبخاصة تلك التي تدفع لها المصارف، مثل وكالات التصنيف. وهذا النوع من المعلومات هو الذي يسمّيه علماء الاقتصاد "سلعة عامة"، وتقوم عليه الحجة القوية لتدخّل الحكومة.
- (47) اقترحت إدارة أوباما إنشاء لجنة المنتجات المالية. ولم يكن الكونغرس قد أقرّها عند دفع الكتاب إلى المطبعة، لكن لجنة الخدمات المالية في مجلس النواب أفرغتها من أحكامها الرئيسية واستثنت الغالبية العظمى من المصارف.
- (48) في سنة 1980، كان 56 بالمئة من الأميركيين البالغين لديهم بطاقة ائتمان واحدة على الأقل. وفي سنة 2001 ارتفعت تلك النسبة إلى 76 بالمئة. *Debt Nation*, NewsHour with Jim Lehrer, April 18, 2001, [http://www.pbs.org/newshour/extra/features/janune01/credit\\_debt.html](http://www.pbs.org/newshour/extra/features/janune01/credit_debt.html).
- (49) فيزا وماستر كارد مختلفتان عن بطاقات الائتمان الأخرى (مثل أميركان إكسبرس وداينر كلوب) لأن المصارف تمتلكهما. كما أن استخدامهما واسع الانتشار بحيث لا تردّد المتاجر في قبولها وإلا تفقد الزبائن.
- (50) يستطيع التجار بطبيعة الحال تحميل زبائنهم تلك التكاليف ويقومون بذلك - لكن جميع الزبائن يدفعون، سواء استخدموا النقود أو بطاقة خصم أو بطاقة ائتمان أو بطاقة ائتمان ممتازة. وسوق آليات الدفع (الاختيار من بين هذه البدائل) مشوّهة تماماً.
- (51) الفكرة الرئيسية وراء النظام الكفء للدفع هي أن الكفاءة تتطلّب فصل وظيفة الدفع عن وظيفة الائتمان - حيث يدفع الأفراد بصورة منفصلة لكل منهما. ويجب أن يحظى بهذا من يريدون طريقة منخفضة التكاليف لإنجاز المعاملات، ولكن يجب أن يكون هناك أيضاً طريقة منخفضة التكاليف وتتمتع بالكفاءة "لإضافة" خيار ائتماني. وستصبح تكلفة معاملة "الخصم" (تجمع بين رسوم الزبون ورسوم التاجر) جزءاً مما يتقاضى اليوم.
- أدخلت أستراليا مؤخراً إصلاحاً متواضعاً - يسمح للتجار بفرض رسوم تعكس تكاليف البطاقة التي يتحملها التاجر ويقيّد الرسوم الاستغلالية المفروضة على التجار - وكانت النتائج مجدية بالقدر المتوقع. انظر *Card Schemes in Australia*, August 27, 2002, [http://www.rba.gov.au/MediaReleases/2002/mr\\_02\\_15.html](http://www.rba.gov.au/MediaReleases/2002/mr_02_15.html). لمراجعة المنافع المتحقّقة، انظر Reserve Bank of Australia, "Reform of Australia's Payments System: Conclusions of the 2007/2008 Review," Sydney, Australia, September 2008.
- (52) World Bank, World Development Indicators 2008, GDP per capita, Purchasing Power Parity (that is, adjusted for differences in costs of living), revised edition, Washington, DC, April 16, 2008.
- (53) حدّث أربع وعشرون ولاية فقط الرسوم القصوى على القروض مقابل الأجر. انظر Matt Fellowes and Mia Mabanta, "Banking on Wealth: America's New Retail Banking Infrastructure and Its Wealth-Building Potential," Metropolitan Policy Program at Brookings Institute, Washington, DC, January 2008.
- (54) لجعل المصارف تقدّم القروض في هذه لمجالات التي لا تحظى بالخدمة الكافية، اضطر الكونغرس إلى إقرار قانون إعادة الاستثمار في المجتمع. وعندما أُجبرت على تقديم القروض، اكتشفت أنها قد

تكون مربحة - إذ تماثل معدلات الفائدة الافتراضية تلك المعدلات القائمة في المجالات التي تقرضها.

(55) انظر Congressional Budget Office, "Cost Estimate: H.R. 3221 Student Aid and Fiscal Responsibility Act of 2009," July 24, 2009 <http://www.cbo.gov/ftpdocs/104xx/doc10479/hr3221.pdf>.

(56) Karen W. Arenson, "Columbia to Pay \$1.1 Million to State Fund in Loan Scandal," *New York Times*, June 1, 2007, p. B1.

(57) هناك أدبيات في علم الاقتصاد وعلم السياسة تصف كيف "يستحوذ" من يفترض خضوعهم للمراقبة على مراقبيهم. وفي حالة الرقابة الذاتية، يكون الاستحواذ واضحاً، وكما رأينا في الفصل الأخير، فإن رقابة مجلس الاحتياطي الفيدرالي لولاية نيويورك تقترب من الرقابة الذاتية. على المراقبين أن يفكروا بطريقة مختلفة عن تفكير من يراقبونهم. ويفترض بهم التفكير في الأخطاء الممكنة، ويفترض بهم التصرف عندما يتوجسون خيفة - لا سيما لأنهم يعرفون أن الآخرين (وبخاصة دافعي الضرائب) سيدفعون تكاليف تنظيف الفوضى.

(58) لدينا إنفاذ خاص (من خلال الدعاوى المدنية) وإنفاذ عام، ولدينا إنفاذ على المستوى الفيدرالي والولايات. تقع مسؤولية الإنفاذ على المستوى الفيدرالي على وزارة العدل ولجنة التجارة الفيدرالية.

(59) هناك عدة حالات أخرى قاومت فيها الأسواق المالية الابتكارات: قبل بضع سنوات، جاء بعض الاقتصاديين بطريقة أفضل لبيع سندات الخزينة عبر مزادات تخفض تكاليف المعاملات، وتجعل المبيعات أكثر شفافية، وتضمن حصول الحكومة على عائد أعلى على السندات التي تبيعها. ومع ذلك قاوم بعض الأشخاص في وول ستريت ذلك. والسبب واضح: وول ستريت لا تريد تعظيم إيرادات الحكومة، بل تريد تعظيم إيراداتها، وفي استطاعتها تحقيق مزيد من الأموال من خلال النظام القديم غير الشفاف.

## الفصل السابع: نظام رأسمالي جديد

(1) هذه الأرقام تتعلق بنسبة الدين العام مقابل الناتج الإجمالي المحلي. ووفقاً لسيناريو أعدته مكتب الموازنة في الكونغرس، وهو أكثر السيناريوهات واقعية، سترتفع نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى 87 بالمئة في سنة 2019. وإذا أدخل الدين بأكمله (لا الدين العام فقط)، فستزيد نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي عن 100 بالمئة وفقاً لسيناريو إدارة أوباما المتفائل. انظر Office of Management and Budget, "Budget of the US Government, Fiscal Year 2010, Updated Summary Tables, May 2009"; Budget of the United States Government: Historical Tables Fiscal Year 2010, "Table 7.1-Federal Debt at the End of Year: 1940-2014," Washington, DC <http://www.gpoaccess.gov/USbudget/fy10/index.html>; and Congressional Budget Office, "The Long-Term Budget Outlook," June 2009, <http://www.cbo.gov/ftpdocs/102xx/doc10297/06-25-LTBO.pdf>.

(2) ارتفع الدخل الفردي بين سنتي 1950 و1973 بنسبة 59 بالمئة، وارتفع الدخل الفردي الواسطي - دخل الموجودين في الوسط - بنسبة 41 بالمئة. U.S. Census Bureau, *Historical Income Tables-People*, "Table P-4. Race and Hispanic Origin of People (Both Sexes Combined) by Median and Mean Income: 1947 to 2007," <http://www.census.gov/hhes/www/income/histinc/p04.html>.

(3) انظر Julia B. Isaacs, "Economic Mobility of Men and Women," in R. Haskins, J. Isaacs,

and I. Sawhill (eds.), *Getting Ahead or Losing Ground: Economic Mobility in America* (Washington, DC: Brookings Institution, 2008)

- (4) Carmen DeNavas-Walt, Bernadette D. Proctor, and Jessica C. Smith, "Income, Poverty, and Health Insurance Coverage in the United States: 2008," U.S. Census Bureau, September 2009, متوافر على <http://www.census.gov/prod/2009pubs/p60-236.pdf>
- (5) Roy Walmsley, "World Prison Population List. 7th edition," International Centre for Prison Studies, School of Law, King's College London, 2
- (6) حَقَّق الطلاب في سن الخامسة عشرة في الولايات المتحدة متوسطاً أدنى من متوسط البلدان الأعضاء في منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية في مقياس العلوم (سجل 22 من 57 بلداً متوسطاً أعلى) وفي مقياس الرياضيات (سجل 31 بلداً متوسطاً أعلى فيما سجل 20 بلداً فقط متوسطاً أدنى). وكانت نسب الطلاب الأميركيين الذين حَقَّقوا نتائج دون المستوى الأدنى (المستوى 1) مرتفعة وفي مستوى أدنى من متوسط منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية في العلوم. Baldi, Jin, Skewer, Green, and Herget, *Highlights from PISA 2006*, مرجع سابق.
- (7) يتكوّن جيل ازدهار الولادات من 79 مليون أميركي ولدوا بين سنتي 1946 و1964. ويتوقع أن يرتفع عدد الأميركيين الذين تزيد أعمارهم على خمس وستين سنة أكثر من 50 بالمئة بحلول سنة 2030، فيرتفع من 13 بالمئة من السكان في سنة 2010 إلى 20 بالمئة في سنة 2030، ويبقى فوق 20 بالمئة عدة عقود على الأقل. وبعد سنة 2010 سيزيد تعمير جيل الولادات نفقات الحكومة كثيراً: ويتوقع أن يتسارع الإنفاق السنوي على الضمان الاجتماعي من نحو 5.1 بالمئة في سنة 2008 إلى 6.4 بالمئة بحلول سنة 2018. وسيرتفع الإنفاق على التأمين الصحي بسرعة أكبر، نحو 7 إلى 8 بالمئة سنوياً. ويتوقع أن تتضاعف النفقات الإجمالية لبرنامجي العون الطبي لذوي الدخل المحدود والرعاية الطبية للعجائز بين سنتي 2009 و2018، في حين يتوقع أن ينمو الناتج المحلي الإجمالي نصف تلك النسبة. U.S. Census Bureau, Population Division, "National Population Projections-Projections of the Population by Selected Age Groups and Sex for the United States: 2010 to 2050," August 14, 2008, and Peter Orszag, "The Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2008 to 2018," statement before the Committee on the Budget, U.S. Senate, Washington, DC, January 24, 2008
- (8) بلغت نفقات الطاقة 8.8 بالمئة من الناتج المحلي الإجمالي. انظر Energy Information Agency, "Annual Energy Review 2008, Table 1.5: Energy Consumption, Expenditures, and Emissions Indicators, 1949-2008," June 26, 2009, متوافر على <http://www.eia.doe.gov/emeu/aer/overview.html> ومن أكبر الشركات الأميركية إكسون موبيل (الأولى)، وشفرون (3)، وكونوكوفيليبس (4)، وفاليرو إنرجي (10). "Fortune 500," *Fortune Magazine online*, 2009. متوافر على <http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune500/>
- (9) انظر Bureau of Economic Analysis, National Income and Product Accounts Table, "Table 6.16D. Corporate Profits by Industry," متوافر على <http://www.bea.gov/National/nipaweb/SelectTable.asp> بالإضافة إلى هذه الأرباح المرتفعة، دفعت مبالغ كبيرة جداً كمكافآت (يتساوى المبلغان في حالة قليل من المصارف)
- (10) International Labour Organization, "Global Employment Trends Update, May 2009," International Labour Office, Geneva, Switzerland. 2009, متوافر على [http://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/-dgreports/-dcomm/documents/publication/wcms\\_106504.pdf](http://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/-dgreports/-dcomm/documents/publication/wcms_106504.pdf)
- (11) كان العجز الجاري الأميركي 804 مليارات دولار في سنة 2006. وتراجع قليلاً بعد ذلك، إلى 727 مليار دولار في سنة 2007 و706 مليارات دولار في سنة 2008. Bureau of Economic Analysis,

U.S. International Transactions Accounts Data, Table 1, September 14, 2009، متوافر على  
<http://www.bea.gov/international/xls/table1.xls>.

(12) انتقلت الأسر من اقتراض صافٍ يزيد على تريليون دولار في سنة 2006 إلى أدخار 279 مليار دولار في الربع الأخير من سنة 2008. وارتفع اقتراض الحكومة في الفترة نفسها من 335 مليار دولار إلى 2.2 تريليون دولار. Federal Reserve, Flow of Funds Accounts of the United States, Table F.1, Washington, DC, March 12, 2009  
<http://www.federalreserve.gov/releases/z1/Current/data.htm>.

(13) إن تشجيع الصين على زيادة الاستهلاك غير صائب بطريقة أخرى: حتى إذا زادت الصين استهلاكها، فقد ينتج عن ذلك زيادة ضئيلة في وارداتها من الولايات المتحدة. يجب إعطاء أولوية كبيرة للخدمات المحلية مثل التعليم والصحة. ويشبه الاعتقاد الخاطئ بأن زيادة الاستهلاك الصيني يمكن أن يعالج بسهولة العجز التجاري الأميركي القول بأن رفع قيمة عملتها سيؤدي الغاية نفسها. لن تبدأ الولايات المتحدة إنتاج الألبسة والمنسوجات، وإنما ستتحول من الصين إلى بلدان نامية أخرى. وربما تزداد المشكلة الناجمة عن انعدام التوازنات العالمية: في حين أن الصين قد تكون راغبة في إعادة إقراض فائضها إلى الولايات المتحدة، فإن البلدان النامية الأخرى قد لا تكون راغبة في ذلك.

(14) التأثيرات في البلدان المتقدمة بيّنة بذاتها: على العمال غير المهرة التنافس مع العمال ذوي الأجور المنخفضة من بقية العالم. انظر Stiglitz, *Making Globalization Work*, مرجع سابق.

(15) على سبيل المثال، الالتزام العالمي بسعر مرتفع لانبعاثات الكربون (80 دولاراً للطن الواحد مثلاً)، الآن وفي المستقبل، يوفر حوافز قوية للشركات والأسر على الاستثمار في زيادة كفاءة "الكربون".

(16) تجاوزت حصص أجور أعلى 1 بالمئة وأعلى 5 بالمئة الذرى السابقة في أواخر الثمانينيات (1980يات) وبلغت رقماً قياسياً في سنة 1998. Thomas Piketty and Emmanuel Saez, "Income Inequality in the United States, 1913-1998," *Quarterly Journal of Economics*, vol. 118, no. 1 (February 2003), pp. 1-39, figure IX.

(17) في سنة 2006، تجاوزت الصين الولايات المتحدة كأكبر مصدر. انظر Elisabeth Rosenthal, "China Increases Lead as Biggest Carbon Dioxide Emitter," *New York Times*, June 14, 2008, p. A5.

(18) انظر Wallace E. Tyner, "The US Ethanol and Biofuels Boom: Its Origins, Current Status, and Future Prospects," *BioScience*, vol. 58, no. 7 (July/August 2008), pp. 646-653. هناك إجماع واسع على أن هناك القليل من المنافع البيئية، إن وجدت، من الإيثانول المستخرج من الذرة. ويشير النقاد أيضاً إلى أن الإيثانول المستخرج من الذرة الذي يحظى بالإعانة قد يدفع أسعار الحبوب إلى الارتفاع.

(19) خفّضت كوبا معدل الوفيات بين الأطفال المنخفض أصلاً إلى 7.20 وفيات في 1000 ولادة، وهو المتوسط نفسه المسجل في أميركا، ونصف المتوسط في واشنطن دي سي، Molly Moore, "The Hemorrhaging of Cuba's Health Care: Doctors without Data, Patients without Drugs: U.S. Embargo, Economic Crisis Cripple a Showcase System," *Washington Post*, February 23, 1998, p. A12.

(20) على سبيل المثال، سجّل أفضل الطلاب الكوريين في سن الخامسة عشرة نتائج أعلى بكثير من متوسط منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية في اختبار برنامج التقييم الدولي للطلاب في المنظمة، في حين كان أداء الطلاب في المستوى نفسه في الولايات المتحدة أدنى من متوسط المنظمة. Organisation for Economic Co-operation and Development, "OECD Briefing Note for the

United States," *PISA 2006: Science Competencies for Tomorrow's World*, December 4, 2007, متوافر على <http://www.pisa.oecd.org/dataoecd/16/28/39722597.pdf>. انظر أيضاً الحاشية 6 في هذا الفصل.

(21) انظر Mamta Murthi, J. Michael Orszag, and Peter R. Orszag, "The Charge Ratio on Individual Accounts: Lessons from the U.K. Experience," Birkbeck College Working Paper 99-2, University of London, March 1999.

(22) انظر Yao Li, John Whalley, Shunming Zhang, and Xiliang Zhao, "The Higher Educational Transformation of China and Its Global Implications," National Bureau of Economic Research Working Paper 13849, Cambridge, MA, March 2008 <http://www.nber.org/papers/w13849>.

(23) يجمع تقرير برنامج الأمم المتحدة الإنمائي "مؤشر التنمية البشرية" مقاييس الدخل الفردي مع مقاييس التعليم والصحة. ووفقاً لتقرير التنمية البشرية 2009، حصلت السويد على المرتبة 7 في مؤشر التنمية البشرية في حين جاء ترتيب الولايات المتحدة 13.

(24) Herbert Simon, "Organizations and Markets," *Journal of Economic Perspectives*, vol. 5, no. 2 (1991), p. 28.

(25) يمكن النظر إلى إدارة الشركة في الشكلين التنظيميين بأنه صالح عام، بمعنى أن جميع المساهمين يستفيدون إذا أحسنت إدارة الشركة. وثمة خطر في كلا الشكلين التنظيميين من التقليل من الإشراف على هذا الصالح العام. وربما لأن المشكلة أكثر وضوحاً في المؤسسات التي تديرها الحكومة، فإنه غالباً ما توضع الترتيبات المؤسسية للتعامل مع المشكلة ما يحول دون حدوث أسوأ الإساءات.

(26) الكليات التي تتوخى الربح، بتركيزها على التدريب المهني، تميزت بالممارسات الخادعة. وغالباً ما خاب أمل الطلاب المتخرجين ورغبوا في الامتناع عن دفع قروض الدراسة. وقد حاولت إدارة كلينتون نزع أهلية المدارس ذات معدلات التخلف عن سداد قروضها، لكن المدارس الخاصة ضغطت ضد هذه المبادرة - فهي تعلم أنها ستنتهي من دون الحصول على قروض تضمنها الحكومة.

(27) انظر <http://farm.evwg.org/farm/progdetail.php?fips=00000&yr=2006&progcode=cotton&page=conc> Environmental Working Group, "Farm Subsidy Database," متوافر على <http://farm.evwg.org/farm/progdetail.php?fips=00000&yr=2006&progcode=cotton&page=conc> في آب/أغسطس 2009، حكمت هيئة الاستئناف في منظمة التجارة العالمية بأن وسع البرازيل أن تفرض ما تصل قيمته إلى 800 مليار دولار من الحواجز التجارية الانتقامية ضد الولايات المتحدة وانتهاكاتها. انظر World Trade Organization, "WTO Issues Arbitration Reports in US-Brazil Cotton Dispute," August 31, 2009 [http://www.wto.org/english/news\\_e/news09\\_e/267arb\\_e.htm](http://www.wto.org/english/news_e/news09_e/267arb_e.htm).

(28) "Statement of Senator McCain on the Energy Bill," November 19, 2003, [http://mccain.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=PressOffice.Speeches&Content.Record\\_id=9259EB94-5344-435F-B4D8-37F7BF6DAA77](http://mccain.senate.gov/public/index.cfm?FuseAction=PressOffice.Speeches&Content.Record_id=9259EB94-5344-435F-B4D8-37F7BF6DAA77).

(29) عندما كنت عضواً في مجلس المستشارين الاقتصاديين ورئيساً له، جمعنا لائحة ببرامج رفاه الشركات، وقارنا لائحتنا بتلك التي جمعها آخرون، بما في ذلك المؤسسات الاستشارية المحافظة. ومن المثير للاهتمام أن المساعدة المقدمة للمصارف عبر صندوق النقد الدولي، الذي يلعب دوراً رئيسياً في عمليات إنقاذ المصارف، جاءت في أعلى العديد من اللوائح أو قريباً منها. وكان ذلك حتى قبل أن يقدم صندوق النقد الدولي الأموال لإنقاذ المصارف الكبيرة في آسيا وروسيا وأميركا اللاتينية.

- (30) إذا كان سبب بخس تقييم المخاطر في السوق يتعلّق بالحوافز المشوّهة، تستطيع الحكومة تجربة التأثير في هيكل الحوافز، وبالتالي تؤثر في تقييم المخاطر بصورة غير مباشرة.
- (31) لذا فإن محاولة الحصول على المعلومات من السوق قد تكون عديمة الكفاءة. وفي بعض الحالات، يمكن أن ينجح أحد في القيام بذلك (من خلال نظام براءات الاختراعات)، لكن التكاليف التي يتحمّلها المجتمع لاستخدام آلية السوق قد تكون كبيرة جداً.
- (32) كرّس علماء الاقتصاد الكثير من الاهتمام لفهم غياب أسواق التأمين الرئيسية. ولذلك علاقة كبيرة بمشاكل المعلومات (لا سيما عدم تماثل المعلومات). انظر M. Rothschild and J. E. Stiglitz, "Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information," *Quarterly Journal of Economics*, vol. 90, no. 4 (November 1976), pp. 629-649.
- (33) إن قائمة السلوك الاستغلالي للشركات طويلة. فقد باعت شركة تأمين بوالص تأمين ضدّ أمراض مرعبة - كانت تعرف أن البائعين يستطيعون بيع بوالص تكلف أقل من ربع دولار في اليوم بسهولة - مع أن الخطر المتعلق برياضيات التأمين ضئيل جداً. يقدّم رئيس إدارة الأغذية والأدوية السابق ديفيد كessler أمثلة من صناعة الأغذية والمشروبات. انظر David Kessler, *The End of Overeating: Taking Control of the Insatiable North American Appetite* (Emmaus, PA: Rodale, 2009), and *A Question of Intent: A Great American Battle with a Deadly Industry* (New York: PublicAffairs, 2001).
- (34) أدرك آدم سميث المخاطر، وقد صمّمت القوانين المضادّة للاحتكار لمحاولة المحافظة على السوق التنافسية ومنع الممارسات غير التنافسية المسيئة.
- (35) Claude Henry, *Patent Fever in Developed Countries and Its Fallout on the Developing World*, *Prisme* No. 6 (Paris: Centre Cournot for Economic Studies, May 2005), and Andrew Pollack, "Patent on Test for Cancer Is Revoked by Europe," *New York Times*, May 19, 2004, p. C3.
- (36) يمكن أن يعيق نظام براءة الاختراع سرعة الابتكار. فهو يرفع مثلاً سعر أهم المدخلات في الأبحاث (المعرفة)، ويمكن أن ينشئ غابة براءات اختراع حيث يشعر كل مبتكر بالقلق من التعدي على براءات اختراع الآخرين. انظر الفصل الرابع في Stiglitz, *Making Globalization Work*، مرجع سابق.
- (37) Bureau of Economic Analysis, *Industry Economic Accounts, GDP by Industry Accounts*, Value Added by Industry as a Percentage of GDP, April 28, 2009 [http://www.bea.gov/industry/xls/GDPbyInd\\_VA\\_NAICS\\_1998-2008.xls](http://www.bea.gov/industry/xls/GDPbyInd_VA_NAICS_1998-2008.xls).
- (38) لو طلبت الحكومة من محطات التلفزة والإذاعة وقتاً مجانياً للمرشحين، لخفّضت الحاجة إلى تمويل الحملات. إن النظام الاسترالي الذي يفرض التصويت يخفّض الحاجة إلى النفقات لاستمالة الناخبين.
- (39) كشفت بيانات لجنة الانتخابات الفيدرالية، التي جمعها مركز السياسة المتجاوبة، أن لجان العمل السياسي وموظفي شركات الأوراق المالية والاستثمار قدّموا 156 مليون دولار من المساهمات السياسية في دورة انتخابات سنة 2008. وقدّمت غولدمان ساكس، وسيتي غروب، وجي بي مورغان تشيس، وبنك أوف أميركا، وكريدي سويس 22.7 مليون دولار وأنفقت أكثر من 25 مليون دولار مجتمعة على الضغوط الممارسة في تلك الفترة. Lobbying. Center for Responsive Politics, "Heavy Hitters" Database, متوافر على <http://www.opensecrets.org/lobby/index.php> و <http://www.opensecrets.org/orgs/list.php?order=A>. وقد عبّر عن ذلك صراحة النائب كولن سي. بيترسون، رئيس لجنة الزراعة، التي تشرف على الاتجار في الأسواق الآجلة: "المصارف تدير المكان. سأخبركم ما المشكلة - إنها تقدم من الأموال ثلاثة أضعاف ما تقدّمه أكبر

Gretchen Morgenson and Don Van Natta Jr., "Even in Crisis, .", مجموعة تأتي بعدهم  
 .Banks Dig in for Battle against Regulation," *New York Times*, June 1, 2009, p. A1

## الفصل الثامن: من التعافي العالمي إلى الازدهار العالمي

- (1) جاءت فكرة اجتماع مجموعة العشرين من الرئيس الفرنسي نيكولا ساركوزي، وأمل في أن يعقد الاجتماع في نيويورك برعاية الأمم المتحدة. وقد دعا الرئيس جورج دبليو بوش إلى الاجتماع في واشنطن دي سي، عندما أدرك أن أوروبا ستأخذ المبادرة إذا لم يتحرك بسرعة.
  - (2) International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, Washington, DC, April 2008, p. 24.
  - (3) هذه أمثلة على العوامل الخارجية في البلدان. وكما أكدت باستمرار، العوامل الخارجية منتشرة ومهمة، وعندما تكون متغلغلة، فإن الأسواق لن تعمل جيداً من تلقاء نفسها.
  - (4) قال وزير الدفاع الإيرلندي ذلك القدر: "إن أفضل حزم الحوافز المالية، من وجهة نظر أيرلندا، هي تلك التي يضعها شركاؤنا التجاريون. فستعزز تلك الحوافز في النهاية الطلب على صادراتنا من دون أن تكلفنا شيئاً. لكن علينا أن نضمن وجودنا في موقف جيد للاستفادة من الفرص الناتجة عن إجراءات شركائنا". Willie O'Dea, Minister for Defense, "Why Our Response to Crisis Isn't .", *Sunday Independent* (Ireland), January 4, 2009.
  - (5) للاطلاع على بحث عام لهذه الأحكام، بالإضافة إلى تأثيرها التشويهي المحتمل على التجارة للمساعدة المقدمة إلى المصارف والمؤسسات الأخرى في الأزمة، انظر Trade Policy Review Body, "Overview of Developments in the International Trading Environment-Annual Report by the Director-General," World Trade Organization, WT/TPR/OV/12, November 18, 2009 [http://www.wto.org/english/thewto\\_e/minist\\_e/min09\\_e/official\\_doc\\_e.htm](http://www.wto.org/english/thewto_e/minist_e/min09_e/official_doc_e.htm).
  - (6) Elisa Gamberoni and Richard Newfarmer, "Trade Protection: Incipient but Worrisome Trends," Trade Notes No. 37, International Trade Department, World Bank, Washington, DC, March 2, 2009.
  - (7) تحرير سوق رأس المال، أي السماح للنقود المذعورة التي يمكن أن تدخل البلد بين ليلة وضحاها بالخروج بالسرعة نفسها مخلفة الدمار في أعقاب ذلك، من العوامل الرئيسية التي ساهمت في أزمة بلدان شرق آسيا في سنتي 1997 - 1998. وقد وجهت انتقاداً شديداً لتحرير سوق رأس المال لأنه ليس لذلك فوائد ظاهرة في حين أن التكاليف واضحة والمخاطر هائلة. ولا يستطيع المرء بناء مصانع بأموال يمكن أن تتدفق داخلة أو خارجة بين ليلة وضحاها. وفي النهاية عكس صندوق النقد الدولي موقفه عندما أقر كبير اقتصاديين، كن روغوف، بأنه ليس هناك أدلة كبيرة على أن تحرير أسواق رأس المال أحرز نمواً كبيراً، في العديد من الحالات على الأقل، وأن هناك بعض الأدلة على أنه أدى إلى مزيد من عدم الاستقرار في بعض البلدان. انظر Prasad, Rogoff, Wei, and Kose, "Effects of Financial Globalization on Developing Countries," مرجع سابق.
- من الحجج الرئيسية التي تؤيد تحرير السوق المالية، والسماح للمصارف الأجنبية بالعمل بحرية داخل حدود أي بلد، أن المصارف الأميركية "ستعلم" البلدان النامية الممارسات المصرفية الرشيدة وتحقق نمواً واستقراراً أكبر من ذي قبل. لكن الأمور لا تعمل على هذا النحو. ومن المفارقة أن الولايات المتحدة قاومت فكرة وجود مصارف وطنية تمتد في كل أنحاء البلد إلى أن حلت حقبة الليبرالية. كان يُخشى أن تستنزف المصارف الكبيرة في نيويورك والمراكز المالية الأخرى جميع



المخزرات من الأراضي الداخلية بدلاً من أن تعيد استثمارها فيها. الإقراض يتعلّق بالمعلومات - والمقرضون الجيدون يعرفون المقترضين منهم، إذا كان المقرضون في نيويورك، فمن المرجح أن يقرضوا الشركات النيويوركية، ليس حصرياً وإنما بصورة غير متناسبة. وقد أدّت القيود إلى خاصية فريدة للنظام المالي الأميركي الذي يميّز بالعديد من مصارف المجتمعات المحلية - بل إنه لا يزال يوجد أكثر من سبعة آلاف منها. وهذه المصارف لا تقرض الشركات المحلية الصغيرة والمتوسطة فحسب، بل إنها أحد مصادر الديناميكية الأميركية أيضاً.

(8) أصّر صندوق النقد الدولي، كشرط لتقديم النقود، على أن يتخذ البلد المتلقّي إجراءات محدّدة. كل مصرف يفرض شروطاً محدّدة على المقترضين لتعزيز احتمال سداد القرض، لكن الشروط التي يفرضها صندوق النقد الدولي تقلّل في بعض الأحيان احتمال السداد، وغالباً ما لا تكون وثيقة الارتباط بالقرض نفسه. ربما يكون هناك "شروط كلية" (المطالبة بأن يرفع المصرف المركزي معدلات الفائدة أو بتقليل العجز في الموازنة)، أو شروط هيكلية (مثل المطالبة بأن تخصص الحكومة مصاريفها) أو شروط سياسة (مثل المطالبة بأن تمنح الحكومة الاستقلالية التامة للمصرف المركزي). تقلّص هذه الشروط على العموم نطاق استقلالية وضع السياسات. وينظر العديد من البلدان إلى هذه الشروط بأنها اغتصاب لسيادتها الاقتصادية.

(9) وقعت أيضاً أعمال الشغب والاحتجاجات ضدّ سياسات صندوق النقد الدولي في الأرجنتين والبرازيل وكولومبيا وكينيا وكوريا الجنوبية وزيمبابوي. انظر Mark Ellis-Jones, "States of Unrest II: Resistance to IMF and World Bank Policies in Poor Countries," World Development Movement Report, London, April 2002 <http://web.archive.org/web/20050130125648/www.wdm.org.uk/cambriefs/debt/Unrest2.pdf>.

(10) على سبيل المثال، ضغط صندوق النقد الدولي على باكستان لرفع معدلات الفائدة والضرائب (انظر Melik, "Pakistan Business Fighting on All Fronts," BBC News, May 22, 2009). وحسّد صندوق النقد الدولي هدفاً لعجز الموازنة الباكستانية، إذا ما تجاوزته تصبح في خطر (انظر Khaleeq Ahmed and Khalid Qayum, "Pakistan's Budget Deficit May Exceed IMF Target," Bloomberg.com, June 10, 2009). واستخدم الصندوق تكتيكاته المعهودة لفرض خفض الموازنة في لاتفيا مهدياً بتأخير القسط التالي من قرضها، الأمر الذي ربما يدفع البلد إلى الإفلاس (انظر Aaron Eglitis, "Latvia Faces Bankruptcy by June If IMF Loan Delayed," Bloomberg.com, March 9, 2009). ويوجد جدل في كل حالة بشأن صحة سياسات صندوق النقد الدولي: هل يستطيع البلد اعتماد سياسة توسّعية أكبر مما باستطاعته من دون برنامج صندوق النقد الدولي؟ وهل يوازن الصندوق بين المقايضات، مثل التضخّم والبطالة بطريقة ملائمة؟ مع ذلك فإن الجدل اليوم يختلف اختلافاً ملحوظاً عما كان عليه قبل عقد.

(11) دعوت إلى ذلك والعديد من الإصلاحات في كتابي السابق *Globalization and Its Discontents*، مرجع سابق.

(12) تبلغ المساعدة الحكومية الأميركية 0.18 بالمئة من الناتج المحلي الإجمالي فقط، وذلك أقل من ربع مساهمات الدنمرك (0.82 بالمئة)، وهولندا (0.8 بالمئة)، والنرويج (0.88 بالمئة) والسويد (0.99 بالمئة). Organisation for Economic Co-operation and Development, *OECD.Stat*, ODA by <http://stats.oecd.org>, Donor, March 30, 2009, and "Gross Domestic Product," <http://stats.oecd.org>.

(13) أحجمت الولايات المتحدة حتى عن تقديم دعم مماثل لما تقدمه أوروبا واليابان إلى صندوق النقد الدولي. وكان ردّها الأول أن تعرض بسخاء أن يدعو صندوق النقد الدولي الصين والمملكة العربية السعودية وغيرهما إلى تقديم مزيد من القروض له، بحيث يتمكّن من إقراض النقود إلى البلدان الفقيرة. وفي النهاية التزمت إدارة أوباما بتقديم قرض قيمته 100 مليار دولار إلى صندوق النقد

الدولي - وذلك مبلغ صغير مقارنة بالعرض الياباني. لكن الكونغرس استكثر المبلغ، ومما يحسب لإدارة أوباما أنها أنفقت رأسمال كبيراً لفعل ما هو صحيح وإقرار المبلغ.

- (14) طلبت مجموعة العشرين أن تنشر العشرة التعاون الاقتصادي والتنمية لوائح تصنف البلدان التي تعتبر فيها السلطات ملتزمة التزاماً تاماً بالمعايير الدولية لتبادل المعلومات. وتضع منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية أربعة بلدان على لائحة سوداء (الأوروغواي وكوستاريكا وماليزيا والفلبين) وأكثر من ثلاثين بلداً على لائحة رمادية، ونحو أربعين بلداً على لائحة بيضاء. وقد رفعت البلدان الأربعة من اللائحة السوداء إلى اللائحة الرمادية خلال أسبوع واحد. انظر Organisation for Economic Co-operation and Development, "Four More Countries Commit to OECD Tax Standards," OECD press release, April 7, 2009 [http://www.oecd.org/document/0/0,3343,en\\_2649\\_33745\\_42521280\\_1\\_1\\_1\\_1,00.html](http://www.oecd.org/document/0/0,3343,en_2649_33745_42521280_1_1_1_1,00.html)
- (15) وضعت قضية الفساد على جدول أعمال اجتماع مجموعة العشرين في بيتسبرغ.
- (16) Francis Fukuyama, *The End of History and the Last Man* (New York: Free Press, 1992).
- (17) Angus Maddison, *The World Economy: A Millennial Perspective* (Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development, 2007).
- (18) Luc Laeven and Fabian Valencia, "Systemic Banking Crises: A New Database," مرجع سابق.
- (19) قدم المسؤولون في البلدان الصناعية المتقدمة (وبخاصة في الولايات المتحدة) تبريرات لهذا السلوك النفاقي في الظاهر. قالوا أولاً إن الولايات المتحدة لديها ما يكفي من الثروة لتبديدها على رفاه الشركات - أما البلدان الفقيرة فلا تمتلكها. وربما يوافق المسؤولون الحكوميون سراً على أنه سلوك خاطئ، لكنهم يضيفون أنه لم يكن أمامهم من خيار آخر، إننا نعيش في ديمقراطية ومؤسسائنا تطلب ذلك. ويجدون أن من الصعب الإقرار بأن الديمقراطية في العالم النامي قد يكون لديها آراء قوية مماثلة - والواقع أن النفاق الواضح يقدم النجدة للذين يعارضون هذه الاتفاقات الدولية.
- (20) يؤدي هؤلاء الأشخاص الموهوبون دوراً رئيسياً في البلدان الصناعية المتقدمة - في نجاح وادي السليكون مثلاً. ويشكل الأطباء والممرضون المتعلمون في الخارج قسماً كبيراً من موظفي إدارة الصحة الوطنية البريطانية. ويسهم الانتقال الواسع للاختصاصيين الصحيين من البلدان النامية إلى المملكة المتحدة والولايات المتحدة والبلدان المتقدمة الأخرى في جودة النظام الصحي في البلدان المتقدمة، لكنه يحرم النظام الصحي في البلدان النامية من الموظفين الأساسيين. وهناك بطبيعة الحال عوامل أخرى تسهم في مشاكل قطاع الرعاية الصحية في العديد من البلدان النامية. انظر Tikki Pang, Mary Ann Lansang, and Andy Haines, "Brain Drain and Health Professionals," *British Medical Journal*, vol. 324 (March 2, 2002), pp. 499-500 <http://www.bmj.com/cgi/content/full/324/7336/499>.
- (21) انظر أيضاً George Soros, *The New Paradigm for Financial Markets: The Credit Crisis of 2008 and What It Means* (New York: PublicAffairs, 2008).
- (22) يبلغ الناتج المحلي الإجمالي للصين بأسعار الصرف الحالية 7,916 مليار دولار، فيما يبلغ الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي 14,462 مليار دولار. ويبلغ نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي في الصين 5,962 دولاراً، أي ثمن ذلك النصيب في أميركا البالغ 46,859 دولاراً. International Monetary Fund, *World Economic Outlook database*, April 2009 <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2009/01/weodata/index.aspx>.
- (23) انظر Peter Marsh, "China to Overtake US as Largest Manufacturer," *Financial Times* online, August 10, 2008 <http://www.ft.com/cms/s/0/2aa7a12e-6709-11dd-6709-11dd-000000000000>.

"China to Surpass Japan in Auto Production in '09," iSuppli, 808f-0000779fd18c.html  
Corp press release, March 26, 2009

(24) انظر Rosenthal, "China Increases Lead as Biggest Carbon Dioxide Emitter," مصدر سابق.

(25) في تشرين الثاني/نوفمبر 2008، أعلنت الصين حزمة حوافز لمدة سنتين بقيمة 586 مليار دولار، ما يقرب من 14 بالمئة من الناتج المحلي الإجمالي للصين. وتتطلب الحوافز المكافئة لها حجماً في الولايات المتحدة تريليوني دولار. انظر Xinhua News Agency, "China's 4 Trillion Yuan Stimulus to Boost Economy, Domestic Demand," November 9, 2008 [http://news.xinhuanet.com/english/2008-11/09/content\\_10331324.htm](http://news.xinhuanet.com/english/2008-11/09/content_10331324.htm)

(26) خطط عضوان في مجلس الشيوخ، تشارلز شومر من نيويورك وليندسي غراهام من جنوب كارولينا، لعرض مشروع قانون يفرض تعريفات مرتفعة (27.5 بالمئة) على البضائع الصينية ما لم تسمح الصين برفع قيمة عملتها، لكنهما قررا في آذار/مارس 2009 ألا يفعل ذلك. وينعكس الاعتماد المتبادل الأميركي الصيني في معارضة اتحاد الصناعيين الوطني، الذي يقدر أن ربع إجمالي البضائع المصنعة المستوردة من الصين يأتي من شركات تابعة للشركات الأميركية. Edmund L. Andrews, "Trade Truce with China in the Senate," *New York Times*, March 29, 2006. ويقدم فرض الولايات المتحدة تعريفات على الإطارات الصينية المنخفضة النوعية في أيلول/سبتمبر 2009 مثلاً على الطريقة الغربية التي تبرز بها التوترات. وقد أثار القضية اتحاد عمال الفولاذ لكن لم تنضم إليه الصناعة التي أوقفت إنتاج هذه الإطارات المنخفضة النوعية منذ مدة طويلة. كان على الصين، على غرار الوافدين المتأخرين على منظمة التجارة العالمية، الموافقة على مجموعة من المطالب للانضمام تتجاوز كثيراً تلك التي اتفق عليها الأعضاء القدامى - وهي ممارسة أسماها أوكسفام "الابتزاز عند البوابة". وافقت الصين على أن تحمي أميركا صناعاتها لمدة عدة سنين بعد انضمام الصين من ارتفاع الصادرات الصينية، حتى إذا تقيدت الصين بقواعد اقتصاد السوق. وقد ارتفعت مبيعات الصين، لكن على حساب مبيعات منتجات أخرى لهذه الإطارات المنخفضة النوعية - لم تكن على حساب المنتجات الأميركية لأنهم لا ينتجون هذه الإطارات.

(27) انظر خطاب Zhou Xiaochuan, Governor of the People's Bank of China, "Reform the International Monetary System," March 23, 2009 <http://www.pbc.gov.cn/english/detail.asp?col=6500&id=178>

(28) للحصول على شرح، انظر John Williamson, "Keynes and the Postwar International Economic Order," in Harold L. Wattel (ed.), *The Policy Consequences of John Maynard Keynes* (Armonk, NY: M. E. Sharpe, 1985)

(29) *Report of the Commission of Experts of the United Nations President of the General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System*, September 2009، متوافر على <http://www.un.org/ga/president/63/PDFs/reportofexperts.pdf>

(30) انظر Dani Rodrik, "The Social Cost of Foreign Exchange Reserves," *International Economic Journal*, vol. 20, no. 3 (September 2006), pp. 253-266، و Stiglitz, *Making Globalization Work*، مرجع سابق.

(31) تعوُّض الحكومة العجز التجاري بالعجز المالي إلا في أوقات النشاط الاستثماري القوي غير العقلاني - كما في أثناء فقاعة الدوت كوم في أواخر التسعينيات (1990يات).

(32) في أيار/مايو 2008، اتفق وزراء المالية في آسيان + 3 (رابطة بلدان جنوب شرق آسيا زائد ثلاثة) على صندوق مشترك لاحتياطيات العملات الأجنبية بقيمة 80 مليار دولار. وفي كانون الأول/ديسمبر 2008، اقترحوا رفع حجمه إلى 120 مليار دولار. وتم تأكيد ذلك الاقتراح في أيار/مايو

C. R. Henning, "The Future of the Chiang Mai Initiative: An Asian Monetary Fund?" Peterson Institute for International Economics Policy Brief 09-5, Washington, DC, February 2009, and "Asian Nations Unveil \$120 Billion Liquidity Fund," *Wall Street Journal*, May 4, 2009, p. A10.

- (33) من الأمثلة على حدث سياسي يمكن أن يعكس تقوية اليورو التصويت ضدّ إجراء للاتحاد الأوروبي في أحد البلدان الرئيسية - أو حتى الصغيرة.
- (34) هناك حلّ طبيعي: أن تحوّل البلدان الصناعية المتقدّمة حقوق السحب الخاصة التي لا تحتاج إليها إلى البلدان النامية التي تحتاج إليها. إن قيام الوزير روبرت روبن بإساءة استعمال صندوق تسويات أسعار الصرف لتسهيل عملية إنقاذ المكسيك - للالتفاف على الكونغرس - أغضب الكونغرس كثيراً بحيث جعل من الصعب إجراء مثل هذه التحويلات. انظر J. Lawrence Broz, "Congressional Politics of International Financial Rescues," *American Journal of Political Science*, vol. 49, no. 3 (July 2005), pp. 479-496.
- (35) للاطلاع على بحث موسّع لطرق بديلة لتصميم نظام العملة الاحتياطية العالمية وكيف يمكن إدارة الانتقال من النظام الحالي إلى النظام الجديد، انظر *Report of the Commission of Experts of the United Nations President of the General Assembly on Reforms of the International Monetary and Financial System*, مرجع سابق.

## الفصل التاسع: إصلاح علم الاقتصاد

- (1) إن معظم هذه الآراء بأن "البرنامج الجديد" الذي وضعه فرانكلين روزفلت جعل الاقتصاد أسوأ حالاً مصدره الصحافة المحافظة، مثل كتاب Amity Schlaes, *The Forgotten Man: A New History of the Great Depression* (New York: HarperCollins, 2007). لكن بعض علماء الاقتصاد الأكاديميين قدّموا الدعم لها. ومع اختبار الأزمة الراهنة، عقد مجلس العلاقات الخارجية اجتماعاً في 30 آذار/مارس 2009 احتفالاً بفشل علم الاقتصاد الكينزي، تحت عنوان "نظرة ثانية إلى الكساد العظيم والبرنامج الجديد".
- (2) انظر E. Cary Brown, "Fiscal Policy in the Thirties: A Reappraisal," *American Economic Review*, vol. 46, no. 5 (December 1956), pp. 857-879, and Peter Temin, *Lessons from the Great Depression* (Lionel Robbins Lecture) (Cambridge, MA: MIT Press, 1989).
- (3) في سنة 1936، بلغ الإنفاق العام في الموازنة 10.5 بالمئة من الناتج المحلي الإجمالي، لكنه انخفض إلى 8.6 بالمئة في سنة 1936 و7.7 بالمئة في سنة 1938. وفي الفترة نفسها بلغ عجز الموازنة 5.5 و2.5 و0.1 بالمئة من الناتج المحلي الإجمالي على التوالي. Office of Management and Budget, *Budget of the United States Government: Historical Tables Fiscal Year 2010*, "Table 1.2: Summary of Receipts, Outlays, and Surpluses or Deficits (-) as Percentages of GDP: 1930-2014," <http://www.gpoaccess.gov/USbudget/fy10/sheets/hist01z2.xls>.
- (4) عبّر كينز عن ذلك بقوة، "المدى الطويل دليل مضلل على الشؤون الراهنة. وسنموت جميعاً على المدى الطويل. ويتصدّى علماء الاقتصاد بسهولة شديدة لمهمة عديمة الفائدة إذا كان في وسعهم في المواسم العاصفة أن يبلغونا متى تهدأ العاصفة ثانية". من John Maynard Keynes, "The Theory of Money and the Foreign Exchanges," chapter 3, in *A Tract on Monetary Reform* (New York: Macmillan, 1923).
- (5) Charles Kindleberger, *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises* (New

York: Basic Books, 1978), and Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2009).

(6) Franklin Allen and Douglas Gale, *Understanding Financial Crises* (Oxford: Oxford University Press, 2007).

(7) Léon Walras, *Éléments d'économie politique pure, ou théorie de la richesse sociale* (Elements of Pure Economics, or the Theory of Social Wealth), 1874.

(8) Kenneth J. Arrow, "An Extension of the Basic Theorems of Classical Welfare Economics," in J. Neyman (ed.), *Proceedings of the Second Berkeley Symposium on Mathematical Statistics and Probability* (Berkeley: University of California Press, 1951), pp. 507-532, and Gerard Debreu, "Valuation Equilibrium and Pareto Optimum," *Proceedings of the National Academy of Sciences*, vol. 40, no. 7 (1954), pp. 588-592, and *The Theory of Value: An Axiomatic Analysis of Economic Equilibrium* (New Haven: Yale University Press, 1959).

(9) يسمّى هذا المفهوم للكفاءة باريثو، نسبة إلى فلغريدو باريثو، عالم الاقتصاد الإيطالي الذي عبّر أولاً عن هذه الرؤية في كتابه *Manual of Political Economy* في سنة 1906.

(10) Debreu, *The Theory of Value*, مرجع سابق.

(11) Bruce Greenwald and Joseph E. Stiglitz, "Externalities in Economies with Imperfect Information and Incomplete Markets," *Quarterly Journal of Economics*, vol. 101 (1986), pp. 229-264.

(12) إن مثل هذه الظروف، حيث يمكن أن تحدث تغييرات صغيرة في قيم متغير ما تغيرات كبيرة في النتائج، تبرز كثيراً في العلوم الطبيعية. وقد افترض علماء الاقتصاد أن الحال ليست كذلك (كما عبّر عن ذلك ألفرد مارشال Alfred Marshall، أحد كبار علماء الاقتصاد في أواخر القرن التاسع عشر وأوائل القرن العشرين، في "Natura non facit saltum"، أي "الطبيعة لا تقفز"). انظر *Principles of Economics* (London: Macmillan, 1920). يصح ذلك بموجب بعض الافتراضات الرياضية، لكن هذه الافتراضات لا تتحقق عادة عندما يتعلّق الأمر بتحليل الأسواق بمعلومات داخلية المنشأ أو ابتكارات.

بل إن نقصاً صغيراً بالمعلومات يمكن أن يؤثّر على الاستنتاجات بشأن وجود توازن. انظر Michael Rothschild and Joseph E. Stiglitz, "Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information," *Quarterly Journal of Economics*, vol. 90, no. 4 (November 1976), pp. 629-649.

(13) يستخدم مصطلح "علم الاقتصاد الكلاسيكي المحدث" لتمييزه عن علم الاقتصاد الكلاسيكي المرتبط بديفيد ريكاردو وأدم سميث. وهو يركّز على التقييمات الهامشية التي يضعها الأفراد للسلع المختلفة.

(14) من المشاكل التي واجهتها كرئيس لمجلس المستشارين الاقتصاديين توظيف عالم اقتصاد كلي. يعنى علماء الاقتصاد الكلي بالحركات العريضة للمخرجات والعمالة. وكما أوضح لاحقاً، تستند النماذج السائدة التي تدرّس في معظم كليات الدراسات العليا على علم الاقتصاد الكلاسيكي المحدث. وقد تساءلت كيف سيردّ الرئيس الذي انتخب على أساس برنامج انتخابي يشكّل فرص العمل أولى أولوياته على أحد الممّع وأفضل علماء الاقتصاد الشبان لدينا عندما يقول إنه لا يوجد شيء اسمه بطالة.

- (15) الافتراض بأن في وسع الأفراد الاقتراض بسهولة يعني بطبيعة الحال تراجع المعاناة الناجمة عن البطالة.
- (16) البحث الكلاسيكي الذي وضعه فرانكو موديلياني ومرتون ميلر Franco Modigliani and Merton Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment," *American Economic Review*, vol. 48, no. 3 (1958), pp. 261-297. وقد رأيا أن قيام الشركات بتوزيع الأرباح أو الاحتفاظ بالأسهم سيان. تجاهل بحثهما الأصلي تأثير الضرائب، لكن الدراسات اللاحقة كشفت وجود "محيرة حصص الأرباح". وبموجب نظرية موديلياني - ميلر، تستطيع الشركات خفض ضرائب الشركات والأفراد بشراء الأسهم بدلاً من توزيع الأرباح. ويبدو ذلك كأنها دفعت طوعاً مئات المليارات من الدولارات كضرائب أكثر من المطلوب. انظر Joseph E. Stiglitz, "Taxation, Corporate Financial Policy and the Cost of Capital," *Journal of Public Economics*, vol. 2 (1973), pp. 1-34. وقد أقرزت محيرة حصص الأرباح الكثير من الكتابات. ولم اقتنع بأي من التفسيرات القائمة على نماذج العقلانية.
- (17) وفقاً لمؤشر ستاندرد أند بور 500 بلغ متوسط أجور الرؤساء التنفيذيين 10.5 ملايين دولار في السنة الماضية، أي ضعف أجر العمال الأميركيين النموذجيين. وارتفعت مستويات مكافآت مديري الصناديق الاستثمارية الخاصة وبلغت عنان السماء. في السنة الماضية، بلغ متوسط ما حصل عليه أعلى 50 مديراً لصناديق التحوط والاستثمار الخاصة 588 مليون دولار لكل منهم، أي 19,000 ضعف ما يكسبه العمال الأميركيون النموذجيون. Sarah Anderson et al., "Executive Excess 2007: How Average Taxpayers Subsidize Runaway Pay," 15th Annual CEO Compensation Survey, Institute for Policy Studies and United for a Fair Economy, Washington, DC, and Boston, MA, August 25, 2008 [http://www.faireconomy.org/files/executive\\_excess\\_2008.pdf](http://www.faireconomy.org/files/executive_excess_2008.pdf).
- (18) انظر على سبيل المثال، Gary Becker, *The Economics of Discrimination* (Chicago: University of Chicago Press, 1957). وقد حصل بيكر على جائزة نوبل في سنة 1992. وقدم آخرون حاصلون على جائزة نوبل، مثل كنت أرو وإدموند فلبس وأنا، انتقادات قوية لنظرية بيكر. انظر على سبيل المثال، Joseph E. Stiglitz, "Approaches to the Economics of Discrimination," *American Economic Review*, vol. 63, no. 2 (1973), pp. 287-95, and "Theories of Discrimination and Economic Policy," in George M. von Furstenberg, Bennett Harrison, and Anne R. Horowitz (eds.), *Patterns of Racial Discrimination*, vol. II: *Employment and Income* (Lexington, MA: Lexington Books, 1974), pp. 5-26; Edmund S. Phelps, "The Statistical Theory of Racism and Sexism," *American Economic Review*, vol. 62, no. 4 (1972), pp. 659-661; and Kenneth Arrow, "The Theory of Discrimination," in Orley Ashenfelter and Albert Rees (eds.), *Discrimination in Labor Markets* (Princeton: Princeton University Press, 1973).
- (19) ما أثر على وجه الخصوص في مناقشاتي مع جورج إكرلوف الذي تقاسم معي جائزة نوبل في سنة 2001.
- (20) من التطورات الرئيسية في علم الاقتصاد الحديث نظرية المباريات، التي تحلل التفاعلات الاستراتيجية، وبخاصة بين مجموعات صغيرة من "اللاعبين". وكانت نظرية المباريات مفيدة على وجه الخصوص في تحليل الأسواق غير التنافسية. لكنها مفيدة أيضاً في تفسير استمرار التمييز. بل إن غير المتحيزين العرقيين يمكن أن يعاقبوا من قبل الآخرين إذا حادوا عن المعيار التمييزي، ومن لا يعاقب يمكن أن يتعرض للعقاب. يمكن استخدام مثل هذه النماذج لتفسير استمرار سياسات جيم كرو التمييزية والأشكال الأخرى للتمييز. انظر Dilip Abreu, "On the Theory of Infinitely

Repeated Games with Discounting," *Econometrica*, vol. 56, no. 2 (March 1988), pp. 383-396, and George A. Akerlof, "Discriminatory, Statusbased Wages among Tradition-Oriented, Stochastically Trading Coconut Producers," *Journal of Political Economy*, vol. 93, no. 2 (April 1985), pp. 265-276.

(21) انظر على سبيل المثال، Robert H. Frank, Thomas Gilovich, and Dennis T. Regan, "Does Studying Economics Inhibit Cooperation?" *Journal of Economic Perspectives*, vol. 7, no. 2 (Spring 1993), pp. 159-171. ومن الملفت أن آدم سميث في كتابه العظيم الآخر، "نظرية المشاعر الأخلاقية" *The Theory of Moral Sentiments (1759)*، بحث جميع هذه الخصائص الإنسانية.

(22) انظر *Report by the Commission on the Measurement of Economic Performance and Social Progress*، متوافر على <http://www.stiglitz-sen-fitoussi.fr> بالإضافة إلى "Overview" by Jean-Paul Fitoussi, Amartya Sen, and Joseph E. Stiglitz. وقد عين الرئيس الفرنسي نيكولا ساركوزي اللجنة وكنت رئيسها، فيما عمل أمارتيا سن كمستشار رئيسي.

(23) منذ نشر *Bowling Alone: The Collapse and Revival of American Community (New York: Simon and Schuster, 2000)*، شرع روبرت بتمان في مبادرة تدعى "ندوة ساغوارو: المشاركة المدنية في أميركا" من أجل تطوير أفكار تزيد التواصل بين الأميركيين ومع مؤسسات المجتمع. وقد جاء المشاركون الثلاثون فيها من المجتمع الأكاديمي والفني، والكهنوت، والأعمال، وكبار صناع القرار في الحزبين السياسيين الرئيسيين. وقد قدم الكتاب الناتج، *Better Together*، والموقع الإلكتروني، [www.bettertogether.org](http://www.bettertogether.org)، استراتيجيات لإعادة إشراك أميركا مدنياً. انظر Lewis M. Feldstein, Don Cohen, and Robert Putnam, *Better Together: Restoring the American Community (New York: Simon and Schuster, 2003)*.

(24) غير أن هناك أدبيات كثيرة ومتنامية في هذا الموضوع. انظر على سبيل المثال، Richard Layard, *Happiness: Lessons from a New Science (London: Penguin, 2005)*, and the *Report by the Commission on the Measurement of Economic Performance and Social Progress* مرجع سابق.

(25) انظر Dan Ariely, *Predictably Irrational (New York: HarperCollins, 2008)*.

(26) انظر مثلاً، Shiller, *Irrational Exuberance*, op. cit., and Robert J. Shiller, *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about It (Princeton: Princeton University Press, 2008)*.

(27) إذا كان من المعروف أن فقاعة ما ستنفجر، بعد عشرين سنة مثلاً، فإنها لن تتشكل. لن يكون أحد راغباً في الاحتفاظ بأصل في اللحظة التي تسبق انهياره. لكن ذلك يعني أن الانهيار لن يقع. وعلى نحو ذلك، إذا كان الأمر معروفاً فسينهار في اللحظة السابقة لذلك. من السهل رؤية كيفية انحلال الفقاعة، لكن خلافاً للاعتقاد الواسع الانتشار فإن التوقعات العقلانية لا تكفي لاستبعاد احتمال الفقاعة. يمكن أن توجد الفقاعات مع التوقعات العقلانية ما دام مختلف الأشخاص لديهم معلومات مختلفة (الحالة واضحة). عندما افترض دعاة أصولية السوق في مجلس الاحتياطي الفيدرالي أنه إذا كانت الأسواق حكيمة فلن تتشكل أي فقاعة، فإنهم كانوا يتجاوزون ما أثبتته النظرية الاقتصادية. انظر مثلاً Markus K. Brunnermeier, "Bubbles," in Steven N. Durlauf and Lawrence E. Blume (eds.), *The New Palgrave Dictionary of Economics*, 2d ed. (New York: Palgrave Macmillan, 2008); Dilip Abreu and Markus K. Brunnermeier, "Bubbles and Crashes," *Econometrica*, vol. 71, no. 1 (January 2003), pp. 173-204; and Roger Guesnerie,

*Assessing Rational Expectations: Sunspot Multiplicity and Economic Fluctuations*, vol. 1  
(Cambridge: MIT Press, 2001).

- (28) على الرغم من وجود نماذج البقاء "العقلاني" مع الجماعة، حيث يقوم الأفراد بالاستدلال من سلوك الآخرين. انظر مثلاً، Andrea Devenow and Ivo Welch, "Rational Herding in Financial Economics," *European Economic Review*, vol. 40, nos. 3-5 (1996), pp. 603-616.
- (29) Jared Diamond, *Collapse: How Societies Choose to Fail or Succeed* (New York: Viking Books, 2005).
- (30) قويت الحجّة الداعمة لتدخل الحكومة بالأبحاث التي أظهرت الطرق المنهجية التي يبخر من خلالها الأفراد بعض الاحتمالات ذات المخاطر المنخفضة. يجد العديد من الأشخاص صعوبة في الحكم على بعض الأحداث غير الأكيدة، وبخاصة الأحداث ذات الاحتمال المنخفض. فيشترون التأمين - ما يظهر مستويات مرتفعة من النفور من الخطر - ويقامرون في الوقت نفسه - معتقدين أن لديهم فرصة في الربح.
- (31) هناك مسائل فلسفية معقدة في تقييم ما يعنيه بكلمة "أفضل" في هذه السياقات. فالمرء يريد على الأقل التأكيد من وجود سياسات للأنحار والاستثمار يرتفع فيها احتمال عدم فرض تخفيضات ملحوظة على مستويات الاستهلاك/مستويات المعيشة في الحياة لاحقاً. انظر Richard H. Thaler and Cass R. Sunstein, *Nudge: Improving Decisions about Health, Wealth, and Happiness* (New Haven: Yale University Press, 2008).
- (32) John Maynard Keynes, *The General Theory of Employment, Interest, and Money* (London: Macmillan, 1936).
- (33) ربما كانت إدارة أوباما مدفوعة أيضاً بكتاب ذي نفوذ واسع نشر في وقت متزامن، George A. Akerlof and Robert J. Shiller: *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism* (Princeton: Princeton University Press, 2009).
- (34) انظر مثلاً، Greenwald and Stiglitz, *Towards a New Paradigm of Monetary Economics*, مرجع سابق.
- (35) شدد جورج سوروس في نظريته عن المرونة على اعتماد السلوك والتوقعات على توقعات الآخرين واعتقاداتهم. لكن هذا الاعتماد المتبادل لا يعني أن باستطاعة المرء الانتقال من توازن إلى آخر بالإعلان عن وجود "براعم خضراء". انظر Soros, *The New Paradigm for Financial Markets*, مرجع سابق.
- (36) كان بول صمويلسون من أعظم علماء الاقتصاد في القرن العشرين. وقد أدى دوراً مركزياً في إدخال الأفكار الكينزية إلى الولايات المتحدة، وبخاصة من خلال كتابه الدراسي: *Economics: An Introductory Analysis*، وكان مرجع طلاب الاقتصاد لمدة ربع قرن من بداية سنة 1948، عندما نشر لأول مرة. وقد حاول التوفيق بين نهج الاقتصاد الجزئي والاقتصاد الكلي من خلال ما أسماه التركيب الكلاسيكي المحدث: هناك نظامان، نظام البطالة ونظام العمالة الكاملة. عندما تعيد الحكومة الاقتصاد إلى العمالة الكاملة، تطبق النتائج القياسية بشأن كفاءة الأسواق. وكان التركيب الكلاسيكي المحدث الذي جاء به صمويلسون توكيداً اعتبره المؤمنون به من عناصر الإيمان، لكنه لا يقوم على أي أسس نظرية. انظر البحث اللاحق الذي ينقد هذه الرؤية.
- (37) لا يؤمن العديد من علماء الاقتصاد من جامعة شيكاغو بواحد أو أكثر من معتقدات "مدرسة شيكاغو". وهناك كثير من الضروب على نحو أي مدرسة فكرية في علم الاقتصاد. ومن أكثرها نفوذاً ما يدعى "الدورة الاقتصادية الحقيقية"، لأنه سعى إلى تفسير الارتفاعات والانخفاضات التي تطرأ على الاقتصاد من حيث السياسة النقدية ولكن نتيجة للصدمات "الحقيقية" للاقتصاد، مثل تلك المرتبطة بالتطورات في التكنولوجيا الحديثة.



(38) غير أن افتراض الأسواق الكاملة لعب دوراً مهماً في العديد من الاستنتاجات. وهو يقتضي عدم وجود تخصيص ائتماني وعدم وجود بطالة. ويعني افتراض الوكيل التمثيلي أن المرء لا يستطيع تحليل عواقب إعادة توزيع الدخل من الشبان إلى المسنين أو من الأغنياء إلى الفقراء. كما يعني أن الأشخاص المستفيدين من نفقات الحكومة اليوم هم الأشخاص أنفسهم الذين يتعين عليهم دفع الضرائب غداً.

(39) يركز منتقدو الإنفاق الحكومي لحفز الاقتصاد على تأثيرات جانب العرض - أن الضرائب تحث على تقليل الانخار وقلة العمل. لكن تراجع المنخرات على المدى القصير يعني مزيداً من الاستهلاك ويكون إيجابياً، في حين ليس لتراجع عرض العمالة، حيث لا يتمكن العمال من إيجاد وظائف، نتائج معاكسة. وتشكل المقولة بأن الضرائب المستقبلية تثبط العمل، وبالتالي يصبح المجتمع في حال أسوأ، مثلاً آخر على عدم الاتساق الفكري الذي يميز مدرسة شيكاغو: إذا كان الجميع متماثلين، فستفرض الحكومة عندئذ ضرائب مقطوعة (الضرائب التي لا تعتمد على الدخل أو أي عمل آخر للعمال). هذه الضرائب ليست تشويهية البتة، وتشجع العمل في الواقع.

(40) انظر على وجه الخصوص، Bruce Greenwald and Joseph E. Stiglitz, "Keynesian, New Keynesian and New Classical Economics," *Oxford Economic Papers*, vol. 39 (March 1987), pp. 119-133.

(41) هذا الرأي الذي تعود أصوله إلى جون هكس، وهو عالم اقتصاد من أكسفورد (أحد أسلاف كاستان دروموند للاقتصاد السياسي في كلية أول سولز) حصل على جائزة نوبل في سنة 1972، هي في الواقع الرأي الذي ساد في معظم النصف الثاني من القرن العشرين.

(42) العزب الفكري لهذا النوع الثاني هو إيرفنج فيشر بمقالته الكلاسيكية في سنة 1933، "The Debt Deflation Theory of Great Depressions" (*Econometrica*, vol. 1, pp. 337-357) في إعادة تقمصها الحديثة Hyman Minsky (*John Maynard Keynes* [New York: Columbia University Press, 1975], *Can It Happen Again?* [Armonk, NY: M. E. Sharpe, 1982], *Stabilizing an Unstable Economy* [New Haven: Yale University Press, 1986]) وروس غرينولد وأنا في سلسلة من الأبحاث بدءاً من أوائل الثمانينيات، بما في ذلك "Financial Market Imperfections and Business Cycles," *Quarterly Journal of Economics*, vol. 108, no. 1 (February 1993), pp. 77-114, and culminating in *Towards a New Paradigm of Monetary Economics*, مرجع سابق.

(43) هذا الرأي هو أن هناك معدلاً "طبيعياً" للبطالة ومن ثم فإن محاولات خفض البطالة بخفض معدلات الفائدة محكومة بالفشل - أدت إلى زيادة دائمة للتضخم. هناك شيء من الحقيقة النظرية: يمكن أن تعتمد توقعات الناس بشأن التضخم على خبراتهم، ويمكن أن تؤثر التوقعات على طلبات الأجور ومعدلات التضخم المستقبلية. لكن لا يزال هناك خلاف بشأن هل توجد علاقة مستقرة بين معدلات تغير التضخم ومعدل البطالة. بل إن هناك انعدام يقين بشأن مستوى البطالة الذي يبدأ دونه التضخم بالارتفاع، كما أشرت آنفاً. انظر J. E. Stiglitz, "Reflections on the Natural Rate Hypothesis," *Journal of Economic Perspectives*, vol. 11, no. 1 (Winter 1997), pp. 3-10.

(44) إن مستوى التضخم الدقيق الذي تبدأ عنده المشاكل بالبروز أمر مثير للجدال، ويمكن أن يتغير من وقت لآخر. هناك إجماع واسع على أن معدلات التضخم التي تقل عن 8 إلى 10 بالمائة ليس لها تأثير سلبي كبير، وبعض البلدان، مثل تركيا، تمكنت من الاستمرار في النمو بوجود معدلات أعلى بكثير. في الوقت نفسه، عندما يكون التضخم متدنياً قد تحدث مشاكل في التكيف بسبب مقاومة الأسعار للهبوط. انظر George A. Akerlof, William R. Dickens, and George L. Perry, "The Macroeconomics of Low Inflation," *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. 27, no. 1 (1996), pp. 1-76.

- (45) أقول على سبيل الدعاية إن مجلس الاحتياطي الفيدرالي كان عازماً على إظهار أن هناك تأثيراً معاكساً كبيراً للتضخم المنخفض إلى المعتدل على الاقتصاد، لكن على الرغم من وجود عدد كبير من اختصاصيي الرياضيات الاقتصادية بين موظفيه، لا يستطيع أي منهم المطالبة بالمكافآت التي ستعطى لكل من يستطيع إثبات ذلك.
- (46) هناك انتقاد آخر للتضخم: بسببه يحتفظ الناس بنقود أقل مما تقتضيه "الكفاءة"، وأقل مما يفعلون في عالم ذي أسعار مستقرة. لم يعد هذا القلق صالحاً في العالم الحديث حيث تحقق معظم النقود فائدة، مع أنه كان يحمل بعض الصحة في الماضي. فعندما يرتفع التضخم، ترتفع الفائدة (الاسمية). ويوضح التركيز على كيف يمكن أن يحدث تدني مستويات التضخم فقدان الكفاءة الاقتصادية بحث الناس على عدم الاحتفاظ بالعملة بقدر ما يفعلونه بخلاف ذلك - وتجاهل كيف يمكن أن تؤدي فقاوعة أصل من الأصول إلى انهيار الاقتصاد بأكمله - مقدار فقدان بعض أنواع علم الاقتصاد الأكاديمي عن الصلة بالواقع.
- (47) إذا ركز المرء على أمر واحد، فإن هناك خطر عدم إيلاء الاهتمام للأمور الأخرى. وهناك في الواقع اقتراح عام: تثبيت استقرار الأسعار يؤدي إلى عدم استقرار الكميات والعكس بالعكس. إن التركيز على التضخم لم يؤد إلى عدم ضمان الاستقرار الحقيقي فحسب، وإنما أضعف أيضاً النمو على المدى الطويل - خلافاً لدعاة استهداف التضخم. وتشير تجربة معظم البلدان الأخرى إلى أنها لا تسترجع الوقت المفقود في الغالب. سيستأنف النمو في النهاية، لكن المخرجات ستكون بعد خمس عشرة سنة أقل مما كانت لتصل إليه لولا الأزمة.
- (48) ثمة مثال أبسط يشار إليه في الغالب، وهو أن ثمن زجاجة كتنشاب سعة 32 أونصة في السوق التي تتسم بالكفاءة التامة هو ضعف ثمن زجاجة سعة 16 أونصة. هناك تكاليف المعاملة (التعبئة والشحن)، لذا فإن تكلفة الزجاجة سعة 32 أونصة ستكون في الغالب أقل من ضعف تكلفة الزجاجة سعة 16 أونصة.
- (49) في ظل نظرية كفاءة الأسواق، يفترض أن تساوي قيمة سهم ما القيمة الحالية المخصومة المتوقعة لأرباح السهم المستقبلية. وهكذا فإن تراجع قيمة السوق بنسبة 20 بالمئة يعني ضمناً أن توقعات الأرباح المستقبلية تراجعت فجأة بتلك القيمة. وليس هناك أخبار يمكن أن تفسر مثل هذا التغير في التوقعات "بطريقة عقلانية". للاطلاع على بحث شهير ممتاز لمقولة عدم قدرة أحد على التغلب على السوق، انظر Burton G. Malkiel, *A Random Walk Down Wall Street: The Best and Latest Investment Advice Money Can Buy* (New York: W. W. Norton, 2003). وللإطلاع على مقولة قوية ضد نظرية كفاءة الأسواق انظر Shiller, *Irrational Exuberance*, مرجع سابق.
- (50) المليارات التي حققتها بعض المصارف الاستثمارية وصناديق التحوط من المعلومات المتقدمة المتعلقة بتدفق الأوامر ("الاتجار الخاطف") مثال آخر. إذا كان الخاسرون عقلانيين، فإنهم سيدركون أنها لعبة ظالمة وسينسحبون. تأتي بعض أرباح هذه المصارف الاستثمارية على حساب المشاركين غير العقلانيين الذين يعتقدون أنهم في مقدم فئتهم، لكن بعض الأرباح قد تكون على حساب الحكومات عندما تتدخل في الأسواق، كما عندما تحاول تثبيت أسعار الصرف عند وقوع أزمة عملة، كما أشرت في *Globalization and Its Discontents*, مرجع سابق.
- (51) هناك طريقة أخرى للتغلب على السوق في الظاهر: الإقدام على مزيد من المخاطرة بطرق غير واضحة تماماً. انظر البحث السابق في الفصل السادس.
- (52) انظر Sanford Grossman and Joseph E. Stiglitz, "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets," *American Economic Review*, vol. 70, no. 3 (June 1980), pp. 393-408. كما بينا أن الأسواق لا يمكن أن تجمع تماماً المعلومات المتباينة لمختلف المشاركين فيها. انظر Grossman and Stiglitz, "Information and Competitive Price Systems," *American Economic Review*, vol. 66, no. 2 (May 1976), pp. 246-253.

- (53) عبّر جاك هيرشليفير Jack Hirshleifer بقوة عن هذا التمييز بين العائد الاجتماعي والخاص على المعلومات في "The Private and Social Value of Information and the Reward to Inventive Activity," *American Economic Review*, vol. 61, no. 4 (September 1971), pp. 561-574
- Joseph E. Stiglitz, "The Theory of Screening, Education and the Distribution of Income," *American Economic Review*, vol. 65, no. 3 (June 1975), pp. 283-300
- (54) ربما يرجع سبب ادعاء مجلس الاحتياطي الفيدرالي أنه لا يملك الأدوات التي تمكنه من تنفيس الفقاعة - أو حتى أنه ليس في وسعه كشف الفقاعة - إلى أنه لا يريد فعل أي شيء. فقد اعتبر ذلك تدخلاً في السوق - على الرغم من أن تحديد معدلات الفائدة تدخل في السوق كما رأينا.
- (55) اعترف آلن غرينسبان بهذا القدر أمام لجنة الإشراف في مجلس النواب برئاسة هنري واكسمان في 23 تشرين الأول/أكتوبر 2008. انظر البحث سابقاً في الكتاب.
- (56) وفقاً لبعض التقديرات، ترجع أكثر من 80 بالمئة من زيادة الدخل الفردي إلى الابتكار، مقابل تراكم رأس المال أو تحسّن مهارات العمال. وتولي تقديرات أخرى مزيداً من الأهمية لتراكم رأس المال. انظر Robert M. Solow, "Technical Change and the Aggregate Production Function," *Review of Economics and Statistics*, vol. 39, no. 3 (1957), pp. 312-320
- (57) سمّيت هذه النظريات "داخلية المنشأ" لأن تفسيرات الابتكار توجد داخل النظرية، مقابل "خارجية المنشأ"، أي خارج النظرية. وتعود نظرية النمو الداخلي المنشأ إلى عمل هيروفيمي أوزاوا، وكن أرو، ونيكولاس كالدور، وريتشارد نلسون، ومجموعة من تلامذتهم (بمن فيهم وليان نوردهاوس، وكارل شل، وأنا) في أواخر الخمسينيات والستينيات. انظر على سبيل المثال، Hirofumi Uzawa, "Optimum Technical Change in an Aggregate Model of Economic Growth," *International Economic Review*, vol. 6, no. 1 (1965), pp. 18-31; Kenneth J. Arrow, "The Economic Implications of Learning by Doing," *Review of Economic Studies*, vol. 29 (1962), pp. 155-173; Nicholas Kaldor, "A Model of Economic Growth," *Economic Journal*, vol. 67 (1957), pp. 591-624; and Richard R. Nelson and Edmond S. Phelps, "Investment in Humans, Technological Diffusion and Economic Growth," *American Economic Review*, vol. 56, no. 1/2 (March-May 1966), pp. 69-75
- داسغوبتا من كامبردج، وسعت هذا العمل ودمجته في النظرية الحديثة للتنظيم الصناعي في أواخر السبعينيات. انظر على سبيل المثال، Partha Dasgupta and Joseph E. Stiglitz, "Industrial Structure and the Nature of Innovative Activity," *Economic Journal*, Royal Economic Society, vol. 90, no. 358 (June 1980), pp. 266-293
- مزيداً من البحث في هذه الأفكار: Paul Romer, "Increasing Returns and Long-Run Growth," *Journal of Political Economy*, vol. 94, no. 5 (1986), pp. 1002-1037
- (58) Joseph A. Schumpeter, *Capitalism, Socialism and Democracy* (New York: Harper and Brothers, 1942)
- (59) الانتقاء الطبيعي لا يعمل جيداً، وبخاصة عندما تكون أسواق رأس المال غير مثالية - وهي دائماً كذلك. انظر J. E. Stiglitz, "Information and Economic Analysis," in J. M. Parkin and A. R. Nobay (eds.), *Current Economic Problems: The Proceedings of the Association of University Teachers of Economics, Manchester, 1974* (Cambridge: Cambridge University Press, 1975), pp. 27-52
- (60) Friedrich Hayek, *Constitution of Liberty* (Chicago: University of Chicago Press, 1960), pp. 502-503
- (61) على الرغم من أنه بدا في عمله الأخير مرتاباً من دور المصارف المركزية.

## الفصل العاشر: نحو مجتمع جديد

- (1) لو كان أنجيلو موزيلو قد احتفظ بالأسرار القذرة لنفسه، لنجا. خداع النفس ليس جريمة ولا إقناع الآخرين في المشاركة في خداع النفس. في سنة 2002، علق العديد من محللي الاستثمارات في خداع مماثل: لم تكن الجريمة أنهم حصلوا على أجور أعلى بسبب قدرتهم على المجيء بأعمال جديدة تفوق قدرتهم على تحليلها بدقة، أو أن تقييمهم كان منحرفاً بحيث حصلت معظم الأسهم على تصنيف "شراء". بل لأنهم علقوا في لحظة نادرة من الصدق، فبعثوا رسائل إلكترونية تصف الأسهم التي يروجونها علناً بأنها "كلاب"، و"رديئة"، و"تافهة". العبرة التي يستقيها الممولون في المستقبل بسيطة: لا تشارك الآخرين في شكوكك الداخلية. انظر SEC Press Release, "SEC Charges Former Countrywide Executives with Fraud," June 4, 2009; Deborah Lohse, "Probe Finds Analysts Pushing Stocks They Privately Bad-Mouthed," *San Jose Mercury News*, April 12, 2002, و Stiglitz, *Roaring Nineties*, مرجع سابق.
- (2) لتجنب حتى القيود الضعيفة على الفائدة والرسوم، تباع شركة "رنت أسنتر" مفروشات وفقاً لخطط تسديد زمنية. لكنها تصف نفسها تعاقدياً بأنها تؤجر الأثاث إلى أن يسد ثمنه. وبوجود رسوم التأخر في السداد والعمولات الخفية، فإن المبالغ المسددة تكون أضعاف السعر الأصلي في الغالب - في إحدى الحالات التي درستها، لم يكن ثمن أريكة يبلغ سعرها 150 دولاراً قد سدد بعد أن دفع المشتري للشركة 2000 دولار على مدى بضع سنوات. وقد حظرت العديد من الولايات هذه الشركات، لكنها حاولت استخدام أسبقية القوانين الفيدرالية لتجنب قوانين الولايات. ولمساعدة في هذا المسعى، يضم مجلس إدارة أبرز هذه الشركات عضواً سابقاً مهماً في الكونغرس.
- (3) ليس هناك خطأ في تمويل العبودية - ما دام ذلك قانونياً (مثلما فعل أسلاف جي بي مورغان؛ JP Morgan Admits US Slavery Links," BBC News, January 21, 2005 أو تقديم الدعم لنظام الفصل العنصري في جنوب أفريقيا (مثلما فعل سيتي بنك؛ Citibank Is Leaving South Africa; Foes of Apartheid See Major Gain," *New York Times*, June 17, 1987, p. A1).
- (4) ربما يقول بعضهم إن على علماء الاقتصاد مواصلة ما يقومون به، لأن بحث الأخلاق يقودهم إلى ما يتجاوز نطاق اختصاصهم وكفاءتهم. علينا أن نذكر أن آدم سميث كان أستاذاً لفلسفة الأخلاق. واختصاص علم الاقتصاد يعني بكيفية اتخاذ القرارات بشأن استخدام الموارد - وكيف تؤثر هذه القرارات بالآخرين. وأي بحث في الأفعال التي تؤثر في الآخرين يقودنا سريعاً إلى خطاب أخلاقي.
- (5) John Donne, "Meditation XVII," in *Devotions upon Emergent Occasions*, 1624
- (6) من الأمثلة الأخرى على التباين المعرفي رد الفعل الغريزي على محاسبة القيد بقيمة السوق التي كما أشرت في الفصل السادس يلومها الكثيرون في القطاع المالي على قسم كبير من مشاكل الصناعة. وقد لبثوا سنوات يمتدحون أهمية وظيفة "اكتشاف الأسعار" التي تضطلع بها الأسواق (انظر الفصل التاسع). لكن بما أن أسعار العقارات الآن أدنى مما يريدون، فإنهم فقدوا الإيمان في تسعير السوق. ويقولون هناك تشاؤم غير عقلاني. لكن التشاؤم غير العقلاني ما هو إلا مرآة للحبوية غير العقلانية في السنوات التي سبقت انفجار الفقاعة. إذا كانت الأسعار خاطئة، فذلك يعني أن المكافآت التي حصلوا عليها، استناداً إلى قراءة خاطئة للعوائد، كانت مفرطة. وإذا كان المصرفيون يتصرفون بطريقة متسقة فكرياً فإن عليهم أن يعرضوا إرجاع بعض هذه المكافآت كدليل على حسن نيتهم وأنهم لا يؤمنون حقاً بالتسعير وفقاً لقيمة السوق. لكنني لم أسمع حتى اليوم أن أحداً من منتقدي محاسبة القيد وفقاً لقيمة السوق تابع النتيجة المنطقية لانتقاده.

- (7) كما أشرت سابقاً، هناك العديد من الأبطال الذين لم يستطيعوا المتابعة عندما أدركوا ما يقومون به. لقد تحملوا مسؤولية أعمالهم، لكن الكثيرين لم يتحملوها.
- (8) يستند هذا القسم كثيراً إلى *Commission on the Measurement of Economic Performance and Social Progress*، مرجع سابق. انظر أيضاً *Layard, Happiness*، مرجع سابق.
- (9) هذه ليست المرة الأولى التي تبرز فيها مشاكل استخدام الناتج المحلي الإجمالي كمقياس لارتفاع الرفاه. في أواخر التسعينيات، بدأ أداء الأرجنتين رائعاً، وفقاً لمؤشرات الناتج الإجمالي المحلي. وامتنح صندوق النقد الدولي البلد واستضاف الرئيس كارلوس منعم، الذي سرعان ما سيفقد مصداقيته، في اجتماعه السنوي في واشنطن، واحتفي به كمثال لبلدان أخرى. لكن أداء الأرجنتين، مثل أداء أميركا، كان قائماً على بيت من ورق. هناك العديد من التشابهات: استند كلاهما إلى ازدهار الاستهلاك الذي يتغذى بالاقتراض الخارجي الهائل. المقياس الجيد يظهر هذه المديونية المتزايدة - ما يوفر مؤشراً واضحاً على أن النمو المستقبلي في خطر.
- (10) الولايات المتحدة ليست وحيدة في هذه المشاكل الناجمة عن استخدام الناتج المحلي الإجمالي لقياس الرفاه. في البلدان المعتمدة اعتماداً كبيراً على التعدين أو النفط أو الخشب أو أي موارد طبيعية أخرى، يأتي كثير من الاستهلاك اليوم على حساب رفاه الأجيال اللاحقة. والنتيجة أن مستويات المعيشة الحالية قد لا تكون مستدامة. المملكة المتحدة على سبيل المثال استنفدت كنزها النفطي في بحر الشمال وفي الوقت نفسه سمحت بإضعاف قاعدتها الصناعية، ورهنت مستقبلها للنظام المالي الحيوي. وقد أدركت بعض البلدان، مثل تشيلي والنرويج، هذه المشكلة وأقرت بعض الأموال جانباً. ومع تناقص ثروتهما تحت الأرض، استخدمتا الإيرادات لزيادة ثروتهما فوق الأرض.
- (11) إذا ازداد الخلل الوظيفي في مجتمعنا - حيث يزداد الإنفاق على السجون - فسيرتفع ناتجنا المحلي الإجمالي، لكن ذلك لا يعد علامة على النجاح. فمثل هذا الإنفاق يسمى "إنفاقاً دفاعياً". انظر مثلاً William D. Nordhaus and James Tobin, "Is Growth Obsolete?" *Economic Research: Retrospect and Prospect*, vol. 5: *Economic Growth* (New York: Columbia University Press, for the National Bureau of Economic Research, 1972).
- (12) Bureau of Economic Analysis, National Income and Product Accounts Table, "Table 7.1. Selected Per Capita Product and Income Series in Current and Chained Dollars," August 27, 2009, release <http://www.bea.gov/national/nipaweb/Table>، متوافر على <http://www.bea.gov/national/nipaweb/Table>، View.asp?SelectedTable=264&Freq=Qtr&FirstYear=2007&LastYear=2009 U.S. Census Bureau, Current Population Survey, Table P-7. Regions-People (Both Sexes Combined) by Median and Mean Income, <http://www.census.gov/hhes/www/income/histinc/incpertoc.html>، متوافر على <http://www.census.gov/hhes/www/income/histinc/incpertoc.html>.
- (13) United Nations Development Programme, Human Development Index, 2008. صنفت أيسلندا أولى في سنة 2008 - قبل الأزمة المالية - فيما النرويج الثانية، والسويد السابعة، وفنلندا الثانية عشرة.
- (14) Putnam, *Bowling Alone*، مرجع سابق.
- (15) يمكن أن يرتفع عدد البيوت التي تزيد قيمة القرض الممنوح مقابلها على قيمة العقار إذا شهدت الأسعار مزيداً من التراجع، لكن يوحى أحد التقديرات بأن النسبة المئوية للقروض المضمونة برهن عقاري التي يزيد مقدارها على قيمة العقار سترتفع إلى 48 بالمئة، أو 25 مليون بيت، عندما تهبط الأسعار في الربع الأول من سنة 2011. Jody Shenn, " 'Underwater' Mortgages to Hit 48. 2011. Percent, Deutsche Bank Says," *Bloomberg.com*, August 5, 2009.
- (16) Nayla Kazzi, "More Americans Are Losing Health Insurance Every Day: An Analysis of Health Coverage Losses during the Recession," Center for American Progress, May 4,

2009، متوافر على <http://www.americanprogress.org/issues/2009/05/pdf/healthinsurancelosses.pdf>.

- (17) كما أشرت في مكان آخر في الكتاب، فإن معظم الأميركيين يريدون العمل. المشكلة لا تكمن في أنهم كسالى وإنما في قلة الوظائف المعروضة. ومعظم الأميركيين مستعدون لبذل قصارى جهدهم لتجنب فقدان بيوتهم، لكن المشكلة أنهم بيعوا قروضاً مضمونة برهن عقاري تفوق قدرتهم على السداد. وقد تعلموا الدرس - بعد معاناة كبيرة - ولن يكرّر معظمهم ذلك الخطأ على الأرجح.
- (18) إنني مدين للمناقشات مع الأستاذ ديفيد كنيدي من جامعة هارفرد بشأن هذه القضايا المتعلقة "بالحقوق".
- (19) اعتمد الإعلان العالمي لحقوق الإنسان في الجمعية العامة المنعقدة في 10 كانون الأول/ديسمبر 1948.
- (20) "Economic Possibilities for Our Grandchildren (1930)," in John Maynard Keynes, *Essays in Persuasion* (Harcourt, Brace and Company, 1932), pp. 358-373. ويقدم كتاب صدر مؤخراً، *Revisiting Keynes: Economic Possibilities for Our Grandchildren*, edited by, Lorenzo Pecchi and Gustavo Piga (Cambridge, MA: MIT Press, 2008) البديلة لعدم صحة توقعات كينز. انظر، على وجه الخصوص، الفصل الذي كتبه في ذلك الكتاب "Toward a General Theory of Consumerism: Reflections on Keynes's Economic Possibilities for Our Grandchildren" (pp. 41-87).
- (21) Olivier Blanchard, "The Economic Future of Europe," National Bureau of Economic Research Working Paper 10310, February 2004. متوافر على <http://www.nber.org/papers/w10310>.
- (22) يعرف الأميركيون أن عليهم أن يدخروا المزيد - لتعليم أبنائهم، وتحسباً لمخاطر التسريح من العمل، والحالات الطبية الطارئة - لكن الحاجة الفورية "للسلع" شديدة جداً. ففي المجتمع المادي، يحكم المرء على نفسه بالمقارنة مع السلع التي يمتلكها ويستهلكها جيرانه وأصدقائه. إنه سباق جردان ودي. لمجارات الآخرين - ناهيك عن أن يصبح المرء مثلهم - فإن عليه الحصول على دخل أكبر. والخيارات واضحة في هذه البيئة. هذه طريقة أخرى تظهر أن النموذج الكلاسيكي المحدث القياسي قد يكون معيباً: فهو يفترض أن إحساس كل فرد بالرفاه يتوقف على استهلاكه فقط، وليس على استهلاك الآخرين. غير أن هناك أدلة كثيرة على أن الأفراد يهتمون بمراكزهم النسبية. انظر على سبيل المثال، Robert H. Frank and Cass R. Sunstein, "Cost-Benefit Analysis and Relative Position," *University of Chicago Law Review*, vol. 68, no. 2 (2001), pp. 323-374, and Erzo F. P. Luttmer, "Neighbors as Negatives: Relative Earnings and Well-Being," *Quarterly Journal of Economics*, vol. 120, no. 3 (August 2005), pp. 963-1002.
- (23) درس عالم السياسة إلينور أوستروم، الحائز على جائزة نوبل للاقتصاد في سنة 2009، كيف يمكن أن تكون العقوبات الاجتماعية والاقتصادية في المجتمعات الصغيرة أداة مهمة للسيطرة الاجتماعية.
- (24) انظر Avner Greif, "Contract Enforceability and Economic Institutions in Early Trade: The Maghribi Traders' Coalition," *American Economic Review*, vol. 83, no. 3 (June 1993), pp. 525-548, and Avner Greif, Paul Milgrom, and Barry Weingast, "Coordination, Commitment, and Enforcement: The Case of the Merchant Guild," *Journal of Political Economy*, vol. 102, no. 4 (August 1994), pp. 745-776.
- (25) هناك سبب وجيه لانعدام الثقة: فثمة تعارض واضح للمصالح يزداد سوءاً عندما يكون مالك الرهن الثاني مالك الجهة التي تقدم الخدمة. عندئذ يكون للطرق المختلفة لإعادة هيكلة الدين تأثيرات

تفاضلية على مالكي الرهنين الأول والثاني. ومن المدهش كيف بدا الكثيرون في القطاع المالي أنهم لا يدركون تعارض المصالح المحتمل.

(26) Dieter Helm, "Britain Must Save and Rebuild to Prosper," *Financial Times*, June 4, 2009, p. 9.

(27) نقلاً عن Peggy Hollinger, "Dirigisme de rigueur," *Financial Times*, June 4, 2009, p. 7.

(28) قال أيزنهاور في "الخطاب الوداعي للأمة" في 17 كانون الثاني/يناير 1961، "إن هذا الالتقاء بين المؤسسة العسكرية الهائلة وصناعة الأسلحة الضخمة أمر جديد في التجربة الأميركية. أمر يشعر بتأثيره الإجمالي - الاقتصادي والسياسي وحتى الروحاني - كل مدينة، وكل مجلس ولاية، وكل مكتب من مكاتب الحكومة الفيدرالية. إننا ندرك الحاجة إلى هذا التطور. مع ذلك فإن علينا ألا نخفق في إدراك عواقبه الخطيرة. فكنّا ومواردنا ومعيشتنا معنية بذلك، وكذا بنية مجتمعنا".

## الخاتمة

- (1) في الفصل الثالث شرحت لماذا يمكن أن تتوسع تأثيرات المشاكل في سوق البيوت لإعاقة العمل السلس لسوق العمل. سيجد الأفراد صعوبة متزايدة في الانتقال إلى مناطق أخرى للحصول على وظيفة جديدة. وثمة سبب آخر يفسر لماذا يمكن أن تنخفض معدلات النمو في السنوات المتصلة بتخفيض الإنفاق على البحث والتطوير.
- (2) العجز الهيكلي هو العجز الذي يستمر حتى عندما يحقق الاقتصاد العمالة الكاملة، ولا ينشأ إلا عندما يدخل الاقتصاد في حالة ركود.
- (3) انظر الفصول 7 و8 و9 و10 حيث تبحث هذه المسائل.
- (4) تذكر من البحث في الفصل الثالث أن الأفراد لا يسمون عاطلين عن العمل إلا إذا نشطوا في البحث عن عمل. أما من توقف عن البحث عن عمل، بسبب إحباطهم من احتمالات العثور على وظيفة، أو من يعملون بعض الوقت بسبب عدم توافر وظائف بدوام كامل فإنهم لا يعتبرون عاطلين عن العمل.

(5) انظر <http://www.bls.gov/opub/ils/pdf/opbils82.pdf>.

(6) انظر <http://www.nelp.org/page/-/UI/2010/july.2010.exhaustions.pdf>.

(7) على سبيل المثال، وجد أحد التحليلات لتأثير تسريح العمال في ركود سنة 1982 أن العمال عانوا من فقدان الفوري لنحو 30 بالمئة من مداخيلهم السنوية، بل إن دخلهم بعد مرور 15 إلى 20 سنة لا يزال أقل بنحو 20 بالمئة مما كان عليه عند تسريحهم. انظر Till von Wachter, Jae Song, and Joyce Manchester, "Long-Term Earnings Losses due to Mass Layoffs during the 1982 Recession: An Analysis Using U.S. Administrative Data from 1974 to 2004," Working Paper, Columbia University, April 2009 [http://www.columbia.edu/~vw2112/papers/mass\\_layoffs\\_1982.pdf](http://www.columbia.edu/~vw2112/papers/mass_layoffs_1982.pdf).

(8) انظر U.S. Census data on "New Privately Owned Houses Started"، متوافر على الرابط <http://www.census.gov/const/startssa.pdf>.

(9) Congressional Oversight Panel, "Commercial Real Estate Losses and the Risk to Financial Stability," February 10, 2010.

(10) تبدو المقارنة بين "تساهل" قواعد المحاسبة وصرامة المشرفين غريبة. لكن من دون قواعد المحاسبة المتساهلة، فإن على المصارف أن تأتي بمزيد من الأموال الآن. (تظهر القواعد المحاسبية أن المصارف تكبدت خسائر أكبر مما ترغب في الاعتراف به، ومن ثم فإن لديها رأسمال قليلاً - لا

يكفي للوفاء بالانظمة المصرفية. وعندما يحدث ذلك، تغلق المصارف إذا لم تستطع تحسين "كفايتها الرأسمالية"، عن طريق جمع مزيد من الأموال مثلاً.

بالمقابل، إن الإشراف الصارم يعني عدم السماح للمصارف بتقديم قروض خطيرة (أو إجبارها على امتلاك رأسمال أكبر بكثير إذا أرادت تقديم هذه القروض). يعتبر المشرعون أن القروض المقدمة للشركات الصغيرة التي ليست لديها ضمانات كافية عالية المخاطر. ونتيجة لذلك تتحمل الشركات الصغيرة والمتوسطة جانباً كبيراً من هذا الإشراف الصارم بعدم حصولها على الائتمانات.

(11) انظر الفصل الرابع.

(12) في العقارات السكنية ليس هناك عادة أكثر من مطالبين، المرتهن الأول والثاني. وفي العقارات التجارية يمكن أن يكون هناك العديد من المطالبين، ذوي "أولوية" مختلفة (وغامضة في الغالب). يدفع للمطالبين الممتازين بالكامل قبل أن يحصل المطالبون الثانويون على أي شيء. وهكذا في حالة الرهنيين الأول والثاني، وعند التخلف عن السداد، تذهب عوائد بيع الأصل إلى المرتهن الأول أولاً، ولا يحصل المرتهن الثاني إلا على ما بقي منها.

(13) سيكون هناك دائماً بعض الطلب على المنازل بطبيعة الحال، إذ تتوسع أنحاء من البلد وتتقلص أنحاء أخرى.

(14) بناء على مقارنة مع النشرات الإحصائية لمجلس الاحتياطي الفيدرالي بين سنة 2005 <http://www.federalreserve.gov/releases/e2/200504/default.htm> و 2010 (http://www.federalreserve.gov/releases/e2/200504/default.htm).

(15) أفلس 96 مصرفاً بحلول 20 تموز/يوليو 2010. انظر FDIC, Failed Bank List، متوافر على الرابط <http://www.fdic.gov/bank/individual/failed/banklist.html>.

(16) شهد صافي صادرات السلع في سنة 2009 ككل تحسناً كبيراً، لكن ذلك يرجع إلى أن الواردات هبطت بمقدار الربع تقريباً؛ بيد أن الصادرات هبطت 15 بالمئة بالأسعار الاسمية. انظر [www.census.gov/foreign-trade/statistics/highlights/annual.html](http://www.census.gov/foreign-trade/statistics/highlights/annual.html).

(17) يشترك ستة عشر بلداً من بلدان الاتحاد الأوروبي في عملة واحدة، اليورو. وقررت عدة بلدان في الاتحاد الأوروبي، بما فيها المملكة المتحدة والسويد، عدم الاشتراك بها لبعض الأسباب المذكورة هنا. وأستخدم مصطلح منطقة اليورو للإشارة إلى بلدان الاتحاد الأوروبي المشاركة في اليورو.

(18) Eurostat, News Release, Euro Indicators, April 22, 2010، متوافر على الرابط [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY\\_PUBLIC/2-22042010-BP/EN/2-22042010-BP-EN.PDF](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_PUBLIC/2-22042010-BP/EN/2-22042010-BP-EN.PDF).

(19) U.S. Government Accountability Office (GAO), Report to the Congress, "Recovery Act: One Year Later, States' and Localities' Uses of Funds and Opportunities to Strengthen Accountability," March 2010، متوافر على الرابط <http://www.gao.gov/new.items/d10437.pdf>.

(20) يشمل مشروع قانون الوظائف الجديدة أحكاماً تعفي أصحاب العمل من دفع ضرائب الضمان الاجتماعي على الموظفين الجدد الذين استخدموا منذ أكثر من شهرين، وتمنح ائتمناً ضريبياً بقيمة 1000 دولار لكل موظف يبقى في وظيفته أكثر من سنة واحدة. ويشجع الشركات الصغيرة على الاستثمار بإسقاط ما يصل إلى 250,000 من الاستثمار. لكن مشروع القانون متواضع جداً بحيث إن إجمالي عدد الوظائف التي يتوقع استحداثها لا يزيد على 200,000 وظيفة. انظر Timothy Bartik, Economic Policy Institute, [http://www.epi.org/analysis\\_and\\_opinion/entry/not\\_all\\_job\\_creation\\_tax\\_credits\\_are\\_created\\_equal/](http://www.epi.org/analysis_and_opinion/entry/not_all_job_creation_tax_credits_are_created_equal/) و Carl Huse, "Senate Approves \$15 Billion Jobs Bill," New York Times, February 24, 2010، متوافر على الرابط <http://www.nytimes.com/2010/02/25/us/politics/25jobs.html>.



- (21) سارع بعض أفضل الصحفيين الماليين إلى الإشارة إلى ذلك. انظر على سبيل المثال، Gretchen Morgenson, "This Bailout Is a Bargain? Think Again," *New York Times*, April 18, 2010, <http://www.nytimes.com/2010/04/18/business/economy/> الرابط، p. BU1. وبدا بعض الصحفيين الماليين أكثر استعداداً لتكرار تفسير الإدارة. انظر مثلاً 18gret.html. Andrew Ross Sorkin, "Imagine the Bailouts Are Working," *New York Times*, April 13, 2010, p. B1 <http://www.nytimes.com/2010/04/13/business/> الرابط، 13sorkin.html.
- (22) انظر Gretchen Morgenson, "Behind Insurer's Crisis, Blind Eye to a Web of Risk," *New York Times*, September 27, 2008, p. A1 <http://www.nytimes.com/2008/09/28/business/28melt.html?scp=2&sq=Gretchen%20Morgenson%20goldman%20sachs%202008&st=cse>. لكن ما يهّمنا ليس انخراط بعض المؤسسات في الممارسات الفاحشة التي اتهمت بها أو عدمه، وإنما أنماط السلوك والخداع، وما تبع ذلك من فقدان للثقة.
- (23) Lynnley Browning, "A.I.G. Sues U.S. for Return of \$306 Million in Tax Payments," *New York Times*, March 19, 2009 <http://www.nytimes.com/2009/03/20/business/20aig.html?em>. هذه ليست الدعوى القضائية الوحيدة التي تواجه شركة إيه أي جي. فقد رفعت عدة دعاوى على هذه الشركة منها دعوى المدعي العام لأوهايو بشأن ممارسات خادعة. وفي تسوية خارج المحكمة، وافقت إيه أي جي في 20 تموز/يوليو 2010 على أن تدفع لهذه الولاية فقط أكثر من نصف مليار دولار – ما أثار مزيداً من الشكوك بشأن ما إذا كانت الحكومة الأميركية ستستردّ أموالها.
- (24) من أكثر الأمثلة شهرة على استخدام المشتقات كأداة للخداع في الموازنة ذلك الذي تورّط به غولدمان ساكس، أكبر مستفيد من إنقاذ شركة إيه أي جي. فقد اتهم غولدمان ساكس باستخدام المشتقات لمساعدة اليونان في إخفاء موقفها المالي الحقيقي، كي تلبي شروط الانضمام إلى الاتحاد الأوروبي. ولذلك أشير إلى حكم في مشروع القانون الإصلاحي يرمي إلى تقليص نطاق مثل هذه الاستخدامات المسيئة للمشتقات باسم حكم "الخداع اليوناني". لا تهّمنا التفاصيل التي توضح كيف تؤدي المشتقات هذا الأمر هنا. الفكرة الرئيسية بسيطة. يمكن هيكلة أحد المشتقات باعتباره اليوم دفعة من طرف إلى آخر ("شراء دين")، مقابل دفعة في تاريخ لاحق في حال حدوث طارئ غير منظور. إذا كانت المخاطر صغيرة (يمكن أن تكون تافهة)، لا يكون المشتق أكثر من قرض تحجب فيه دفعات الفائدة كقسط تأميني.
- (25) للاطلاع على تحليل لدور عوامل تثبيت الاستقرار التلقائية في زيادة الدين، انظر Mark Horton, Manmohan Kumar, and Paolo Mauro, "The State of Public Finances: A Cross-Country Fiscal Monitor," IMF Staff Position Note, 09/21, Washington, DC, International Monetary Fund, July 30, 2009 <http://www.imf.org/external/pubs/ft/spn/2009/spn0921.pdf>.
- (26) يحدّد مجلس الاحتياطي الفيدرالي المعدّل الفائدة القصيرة الأجل عادة، في ما تحدّد السوق معدّلات الفائدة الأخرى. في وسط الأزمة، تدخّل المجلس لمحاولة تقليل معدّلات الفائدة الطويلة الأجل، لكنه خرج من تلك البرامج بعد ذلك. ومع دفع هذه الطبعة الثانية إلى المطبعة، طغت مصادر قلق أخرى على مخاوف السوق من التضخّم المستقبلي – مثل تلك الخاصة بأوروبا، وهي ما أبحثه لاحقاً في هذه الخاتمة.
- ثمّة ما يقلق بشأن احتمال تزايد التضخّم قبل أن يوضع الاقتصاد على طريق التعافي. وعندئذ فإن تخفيض الإنفاق أو رفع معدّلات الفائدة التي تلي ستضعف الطلب الكلي وتوهن التعافي.
- (27) يزيد الانكماش "معدّل الفائدة الحقيقي"، أي معدّل الفائدة المعدّل بسبب الانكماش. يوضح ذلك

كيف أن الاقتصادات لا تعدّل نفسها بنفسها. وعندما يصل معدّل الفائدة الاسمية إلى صفر، إذا استمرّت البطالة، فإن الضغط لتخفيض الأجور ثم الأسعار يؤدي إلى ارتفاع معدلات الفائدة الحقيقية، ويزيد وهن الاقتصاد.

(28) من الحجج القياسية التي يطرحها المنتقدون المحافظون لبرنامج التحفيز أن الإنفاق الحكومي يزاحم الاستثمار الخاص. وارتفاع معدلات الفائدة هو الألية التي تؤدي إلى حدوث ذلك (عندما يتنافس الاقتراض الحكومي مع الاقتراض الخاص). من الملاحظ أن هؤلاء المحافظين يواصلون اعتناق هذه الأفكار فيما تبقى معدلات الفائدة (القصيرة الأجل والطويلة الأجل) شديدة الانخفاض، ولا توجد طريقة تتيج حدوث مثل هذا التزام.

(29) بلغ نمو الصين في سنة 2009 نحو 8.7 بالمئة، ويتوقّع أن يرتفع إلى 10 بالمئة في سنة 2010.

(30) ينطبق ذلك على البلدان الصغيرة على وجه الخصوص. فالبلدان الصغيرة مثل اليونان تواجه مشكلة مختلفة عما تواجهه الولايات المتحدة: ربما يصعب عليها تمويل العجز. الولايات تبدو في مامن نسبياً في عالم مضطرب. لكن حتى الولايات المتحدة تواجه مشاكل كما ساشير بعد قليل.

(31) انظر البحث في الفصل الثالث.

(32) في سنة 2010، يتوقّع أن تستأثر الصين والهند بنحو 40 بالمئة من نمو الناتج المحلي الإجمالي العالمي الذي يتوقّع أن يبلغ 4.2 بالمئة. بل إن النمو في الصين والهند عزّز المقياس بنسبة 1.4 بالمئة حتى في سنة 2009، عندما هبط الناتج المحلي الإجمالي العالمي بمقدار 0.9 بالمئة.

(33) ساهم الاستهلاك كثيراً في التوسّع الصيني الذي بلغ 11.9 بالمئة في الربع الأول من سنة 2010، ويتوقّع أن ينمو بنسبة 9.5 بالمئة في سنة 2010. انظر World Bank, "China Quarterly Update- June 2010", متوافر على الرابط [http://siteresources.worldbank.org/CHINAEXTN/Resources/318949-1268688634523/Quarterly\\_June\\_2010.pdf](http://siteresources.worldbank.org/CHINAEXTN/Resources/318949-1268688634523/Quarterly_June_2010.pdf).

(34) European Commission, Eurostat, Government Finance Statistics, Public Finance (tsieb080), April 2010 [http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/government\\_finance\\_statistics/data/main\\_tables](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/government_finance_statistics/data/main_tables). متوافر على الرابط

(35) فشلت النمذجة الاقتصادية في إثبات صحة النهج "الهوفاي". ففي معظم النماذج تقريباً، أدى تخفيض الإنفاق لتقليص العجز إلى تراجع النمو. ومن الأمثلة القليلة على فشل الإنفاق في استعادة النمو اليابان في التسعينيات (1990يات)، لكن السياسات لم تكن متّسقة. على سبيل المثال، رفعت الضرائب في سنة 1997، ما أضعف الاقتصاد الهش.

(36) ينطوي بيع السند على المكشوف على وعد بتسليم السند، بعد ثلاثة أشهر مثلاً، لكن بتسليم السعر الحالي مقدّماً. إذا هبط السعر من 100 دولار إلى 80 دولاراً مثلاً، يستطيع المرء شراء السند بـ 80 دولاراً والاحتفاظ بربح مقداره 20 دولاراً. وكلّما هبط السعر ارتفع العائد.

(37) كان الهجوم من بعض النواحي شبيهاً بالهجوم المزدوج على هونغ كونغ إبان أزمة بلدان شرق آسيا، عندما هاجم المضاربون عملة هونغ كونغ وسوق الأسهم. عندما هاجم المضاربون عملة هونغ كونغ، افترضوا أنها ستحاول إنقاذها. والطريقة التقليدية للقيام بذلك هي رفع معدلات الفائدة، ما يحدث تراجعاً في أسعار الأسهم. لذا باعوا الأسهم على المكشوف (أي راهنوا على هبوط أسعار الأسهم). إذا رفعت الحكومة معدلات الفائدة، فإنهم يجنون المال في سوق الأسهم؛ وإذا لم تفعل ذلك، وهبط سعر العملة، فإنهم سيجنون المال في سوق الصرف الأجنبي. لذا كان ربحهم مضموناً في الحالتين، أو هكذا اعتقدوا. غير أن الحكومات ليست عاجزة حتى في وجه جبروت الأسواق المالية. رفعت حكومة هونغ كونغ معدلات الفائدة وتدخلت في سوق الأسهم مشتريّة الأسهم. فخسر المضاربون في الحالتين. فثار غضب الأسواق. بل إن مسؤولي وزارة الخزانة الأميركية عبّروا عن مخاوفهم عاكسين اعتراضات وول ستريت. وزعموا أنه لا يفترض بالحكومات أن تردّ على الهجوم بهذا النحو. إذ يفترض بها ألا تصد الهجوم. لقد انتهكت هونغ كونغ المبادئ الأساسية

للرأسمالية! لكنها لم تثبت استقرار اقتصادها فحسب وإنما حققت ربحاً كبيراً. في الحالة الراهنة، يهاجم المضاربون السندات اليونانية واليورو، ربما معتبرين أن الثقة باليورو ستضعف بصرف النظر عن الاستجابة الأوروبية. وقد كانوا مصيبين، وبخاصة أن الرد الأوروبي لم يوح بالثقة.

(38) للحصول على وصف لطريقة حجب الدين اليوناني، انظر Louise Story, Landon Thomas, Jr., and Nelson D. Schwartz, "Wall St. Helped to Mask Debt Fueling Europe's Crisis," *New York Times*, February 13, 2010, Page A1 <http://www.nytimes.com/2010/02/14/business/global/14debt.html>.

(39) على المرء وضع الأمور في نصابها بالنسبة إلى حجم ما تحتاج إليه اليونان: تبلغ احتياجاتها التمويلية لسنة 2010 مثلاً جزءاً (أقل من ثلث) من المبلغ الذي ذهب لشركة مالية واحدة في الولايات المتحدة (إيه أي جي).

(40) يصف الفصل الأول كارثة أيسلندا بكثير من التفصيل. وقد سلّطت الأحداث اللاحقة الضوء على عدم كفاية الرد الأوروبي. فقد قدّمت المملكة المتحدة وهولندا أموال المودعين وطالبت أيسلندا بسدادها. واعتبرت أيسلندا أنها غير مجبرة قانونياً على القيام بذلك لكنها أرادت التوصل إلى حلّ عادل ومنصف لجميع الأطراف. بيد أن المملكة المتحدة أرادت فرض فوائد على أيسلندا تفوق معدل الفائدة الذي تستطیع الاقتراض به - ما يجعل الصفقة رابحة في الواقع. لم يقبل بذلك الشعب الأيسلندي الذي حُمّل أعباء توليد هذه القروض، ونتيجة فشل مراقبي المصارف الأيسلندية والبريطانية والهولندية أيضاً. ولم يكن من المفاجئ رفض الأيسلنديين هذا الاتفاق بنسبة تفوق 90 بالمئة.

(41) الفائض التجاري هو زيادة الصادرات على الواردات. وفائض الحساب الحالي مقياس أوسع يشمل الصادرات "غير المنظورة"، مثل النفقات التي يصرفها الأجانب على التعليم والصحة والسياحة في البلد.

(42) شرحت ذلك بمزيد من التفاصيل في الفصل الثامن.

(43) آلية سعر الصرف الأوروبية نظام لأسعار الصرف أنشئ في سنة 1979 كطريقة لخفض تقلبات أسعار مختلف العملات الأوروبية وإنشاء نظام نقدي مستقر. وقد أنشأت آلية سعر الصرف الأوروبية هوامش ثابتة يمكن أن تعمل فيها عملة بلد ما.

(44) الرقم لسنة 2009. يمكن الحصول على الأرقام التاريخية على الرابط <http://www.census.gov/foreign-trade/balance/c5700.html#2009>.

(45) غير أن هناك اختلافاً كبيراً بشأن عدم توافق سعر صرف العملة الصينية مع السعر المتوازن - بين من يعتقدون أنه ليس منعدم التوافق ومن يعتقدون أن على الصين أن ترفع قيمة عملتها بنحو 30 بالمئة. ويمكن أن يكون جزء من المشكلة في أن أسعار الصرف "المتوازنة" تتأثر بالعديد من السياسات. فإذا سمحت الصين مثلاً للمواطنين الصينيين بالاستثمار بحرية في الولايات المتحدة، فمن المحتمل أن يؤدي تدفق الأموال إلى خارج الصين إلى تراجع قيمة العملة. يمكن تثبيط تدفقات الأموال القادمة بالضرائب على الأرباح الرأسمالية، وبخاصة الأرباح الرأسمالية القصيرة الأجل المرتبطة بالمضاربة، ويمكن أن تؤدي هذه الضرائب إلى تراجع قيمة العملة. ويرى بعضهم أن الولايات المتحدة تخفض سعر عملتها اصطناعياً عبر سياسات معدلات الفائدة غير السوية.

(46) تعقد الإعانات الزراعية الضخمة الأميركية والأوروبية رفع سعر العملة الصينية. فهي تؤدي إلى تدني أسعار منتجات المزارعين الصينيين الفقراء، وتقوض مساعي البلد لخفض الفقر. إن إنفاق الأموال لمعادلة هذه التأثيرات من خلال السياسات الزراعية المشوهة يستخدم الأموال الشحيحة التي يمكن استخدامها لتحسين الصحة والتعليم أو تعزيز النمو. انظر الفصل الثامن وكتاب Stiglitz, *Making Globalization Work*, مرجع سابق.

(47) Reuters, "Piraeus Port Sees Return to Full-Year Profit," December 3, 2008. استثمرت

الشركات الصينية المزيد في اليونان غداة الأزمة. انظر Reuters, "China, Greece Sign Deals, Want Stronger Business Ties," June 15, 2010.

(48) بلغت النفقات الاسمية على الدفاع الوطني بين سنتي 2000 و2009 نحو 4.7 آلاف مليار دولار. انظر Office of Management and Budget, "Table 3.2-Outlays by Function and Subfunction: 1962-2015," Historical Tables, President's Budget <http://www.whitehouse.gov/omb/budget/historicals/>.

(49) John Arlidge, "I'm Doing 'God's Work'. Meet Mr Goldman Sachs," *Sunday Times*, November 8, 2009, [http://www.timesonline.co.uk/tol/news/world/](http://www.timesonline.co.uk/tol/news/world/us_and_americas/article6907681.ece) متوافر على الرابط .

(50) "إعادة الشراء" repo ليست سوى بيع أصل ما (سند) والوعد بشرائه ثانية. وهو بهذا المعنى مختلف قليلاً عن القرض المضمون بأصول. وقد أتاح ذلك لليمان برانرز زيادة النقود في حساباته وتقليل الأصول. كانت المبالغ كبيرة: "أجرى ليمان معاملات 105 repo بقيمة 38.6 مليار دولار، و49.1 مليار دولار، و50.38 مليار دولار في نهاية الربع الرابع من سنة 2007، والربع الأول من سنة 2008، والربع الثاني من سنة 2008 على التوالي"، وفقاً لتقرير Report of the Examiner in the Chapter 11 proceedings of Lehman Brothers Holdings Inc, <http://lehmanreport.jenner.com/VOLUME%203.pdf> متوافر على الرابط .

(51) تزعم دعوى هيئة الأوراق والأسواق المالية على غولدمان أن جون بولسون "أدى دوراً مؤثراً في انتقاء المحفظة" فيما باع تلك المحفظة على المكشوف عن طريق مبادلات الإعسار الائتماني. تتوافر دعوى هيئة الأوراق والأسواق المالية على الرابط <http://www.sec.gov/litigation/complaints/comp-pr2010-59.pdf> وفي 15 تموز/يوليو، اعترف غولدمان ساكس أخيراً بأنه ارتكب "خطأ" ودفع غرامة قياسية بالنسبة إلى شركة في وول ستريت. انظر إعلان هيئة الأوراق والأسواق المالية على الرابط <http://www.sec.gov/news/press/2010/2010-123.htm>.

(52) أثارت شركة غولدمان ساكس ضجة كبيرة لأن المستثمرين محنكون ويعرفون أن هناك طرفاً آخر في المعاملة يراهن ضد رهانهم. لكن كل ذلك مراوغة. فلاختيار القروض المضمونة برهن عقاري بصورة غير عشوائية أهمية حاسمة للمراهن على خسارة المال إذا انفجرت الفقاعة.

(53) استفاد المضاربون أيضاً من خبر نشر في صحيفة مالية رائدة بأن اليونان طلبت المساعدة من الصين. وقد أخبرني مسؤولون حكوميون كبار أن هذا الخبر غير صحيح. وعلى الرغم من أن أحد المستشارين الماليين لليونان في وول ستريت أوصاها بالقيام بذلك، فإنها رفضت الفكرة. وقد ازداد ضعف الثقة في سلامة الأسواق المالية بشائعات عن أن الخبر بثّه بعض المضاربين ضد اليونان الذين يكسبون من تراجع قيمة سنداتهما.

(54) Uri Dadush et al., "Paradigm Lost: The Euro in Crisis," Carnegie Endowment for International Peace, Washington, DC, 2010, [http://carnegieendowment.org/files/Paradigm\\_Lost.pdf](http://carnegieendowment.org/files/Paradigm_Lost.pdf), متوافر على الرابط .

(55) مع ذلك، احتاجت بعض مصارفها إلى إنقاذ، وتبدو المصارف الأخرى هشّة.

(56) من الملحوظ أنه على الرغم من وجود 2000 صفحة من النصوص، فإن كثيراً من الإصلاح المالي ترك للسلطة التقديرية للمراقبين. وكما أشارت صحيفة "نيويورك تايمز"، "فإنه موجز جداً بشأن التفاصيل المحددة، ما يمنح المراقبين سلطة كبيرة في تحديد تأثيراته - ويمنح المحازبين في كلا الطرفين فرصة ثانية للتأثير في النتيجة". انظر أيضاً Binyamin Appelbaum, "On Finance Bill, Lobbying Shifts to Regulations," *New York Times*, June 26, 2010 <http://www.nytimes.com/2010/06/27/business/27regulate.html>.

(57) إن دور إدارة أوباما في كل ذلك أمر مشوش وغامض. فمع أنها دعمت في النهاية الإجراءات لخفض

بعض تعارض المصالح الذي أصبح شائعاً منذ إبطال قانون غلاس - ستيغال، فقد بدا في بعض الأحيان أنها تقوم بذلك على مضض. ويبدو أنها عارضت أحكاماً رئيسية ترمي إلى تشجيع المصارف على إعادة التركيز على الإقراض - ومنعها من تحرير مبادلات الإعسار الائتماني، حيث يتحمل دافعو الضرائب جزءاً من المخاطر في الواقع.

(58) يمكن إيجاد خلاصة لذلك هنا: [http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=111\\_cong\\_bills&docid=f:h4173enr.txt.pdf](http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=111_cong_bills&docid=f:h4173enr.txt.pdf).

(59) على وجه الخصوص، إن قوانين بطاقات الائتمان التي تقتضي من أي تاجر يقبل بطاقة فيزا أو ماستركارد مثلاً أن يحترم جميع البطاقات وألا يتقاضى رسماً من المستخدم، تعني أن أسوأ الممارسات ستتواصل: بطاقات الائتمان ذات المزايا تمنح جوائز يُتقاضى عليها من التجار رسوماً مرتفعة، لكن التكاليف يتحملها التجار وتمرر جزئياً إلى المستهلكين، بمن فيهم من لا يستخدم البطاقات ذات المزايا (نوو المداخل المنخفضة عادة).

(60) ثمة حكم آخر يرمي إلى حماية المواطنين العاديين يمنح هيئة الأوراق والأسواق المالية - بعد ستة أشهر من الدراسة - حق فرض المسؤولية الاستثنائية على الوسطاء الذين يقدمون المشورة الاستثمارية. (ينص فرض المسؤولية الاستثنائية على أن على الوسطاء أن يعملوا لمصلحة من يفترض أنهم يمتلكونهم - لا يمكنهم الاحتيال عليهم بشكل مفضوح).

(61) يشجع قانون الإفلاس الأوراق المالية المشتقة في الواقع: تمنح الأولوية على العناصر الأخرى لهيكل رأس المال عندما تفشل الشركة. وعندما تحرر المصارف التي تضمونها الحكومة الأوراق المالية المشتقة، فإن دافعي الضرائب يكتتبون بها في الواقع، وذلك شكل من الإعانة الخفية. يشتكي مشترون الأوراق المالية المشتقة أحياناً من أن إلغاء الإعانة (تتطلب رأسمال مرتفعاً، كما يطلب من أشكال التأمين الأخرى) سيزيد التكاليف، لكن يجب أن يكون الحال كذلك. فليس هناك ما يدعو دافعي الضرائب إلى إعانة هذا الشكل من التأمين (إذا كان كذلك)، وليس هناك من حجة لإعانة هذا النوع من المقامرة، إذا كانت هذه هي حال المشتقات.

(62) عارض مجلس الاحتياطي الفيدرالي هذا الحكم، ورأى أن من المهم للمصارف والمقترضين أن يكونوا قادرين على التحوط من المخاطر. وتلك المقولة مزيفة: الحكم المقترح لا يؤثر على قدرة المصارف على أن تعرض على العملاء التجاريين مبادلة ذات صلة بإنشاء القرض. وإنما نص على أن مثل هذا "التأمين" يجب ألا يحصل على إعانة من دافعي الضرائب. عندما تقدم المصارف قرضاً لبيت على سبيل المثال، فإنها تطالب في الغالب المقترض بشراء تأمين للعقار وتسهل له ذلك. لكن ذلك لا يعني أن على المصارف أن تمارس عمل تقديم التأمين ضد الحريق. وقد أصبحت معارضة مجلس الاحتياطي الفيدرالي ووزارة الخزانة لفرض ضوابط على الأوراق المالية المشتقة رمزاً لموقفهما من الإصلاح الرقابي.

(63) كما في حالة كثير من الأحكام الأخرى، يجب أن نقول "ربما" أو "يؤمل بذلك" لأن كثيراً من الأمور متروكة للمراقبين.

(64) يوثق الفصل الأول التوقعات الوردية المستمرة للمسؤولين الأميركيين في أوائل مراحل الأزمة. وقد كررت الإدارة الإشارة إلى "البراعم الخضراء" في ربيع سنة 2009. لكن مجلس الاحتياطي الفيدرالي كان مفرط التفاؤل أيضاً، مثلما كان في الطريق إلى الأزمة. بيد أنه لم يكن في وسعه تجاهل ما يحدث تماماً. لذا كان يرفع توقعاته لمعدلات البطالة في سنتي 2010 و2011 كلما اجتمع في النصف الأول من سنة 2009، ما يشير إلى أنه يبخس باستمرار تقدير مشاكل الاقتصاد. ومع ذلك فإن بن بيريكن قال في أيار/مايو 2009، "لا نعتقد أن [البطالة] ستصل إلى 10 بالمئة"، ليشهد بلوغها ذلك المستوى في تشرين الأول/أكتوبر وبقاءها عنده لمدة ثلاثة أشهر. إن إظهار الرئيس غير الضليع في علم الاقتصاد ثقة مفرطة في الاقتصاد أمر مقبول - فذلك جزء من توصيف وظيفته إلى حد - لكن عندما يسيء مجلس الاحتياطي الفيدرالي تشخيص الوضع الاقتصادي،

فسيكون لذلك تأثيرات طويلة المدى على مصداقيته، لا سيما عندما يقدم آخرون في الوقت نفسه تفسيراً أكثر دقة بكثير للبيانات.

(65) كان ذلك أحد الأطروحات المهمة في كتابي السابق الذي وضعته بالاشتراك مع ليندا بيلمز، *The*

*Three Trillion Dollar War: The True Cost of the Iraq Conflict*، مرجع سابق.

(66) ثمة مثال محدّد على إعادة كتابة التاريخ شاركت فيه. ففي نيسان/أبريل 2009، دعا الرئيس أوباما

مجموعة من علماء الاقتصاد (وأنا من بينهم) الناقدين لبعض أوجه برامجه، بما في ذلك كفاية حزمة الحوافز التي اقترحها وتصميم إنقاذ المصارف، إلى عشاء في البيت الأبيض. صوّر العشاء بأنه بداية حوار - لكن تبين في الواقع أنه حدث وحيد، وقد لقي اهتماماً مفرطاً من الصحافة بسبب فرادته.

نقلت بعض الروايات الصحفية عن العاملين في وزارة الخزانة والإدارة دعوى بأن المنتقدين منحوا الفرصة للدفاع عن تأميم المصارف، لكنهم فشلوا في إقناع الرئيس. لكن القرارات المهمة بشأن ما

يجب عمله مع المصارف الفاشلة كانت قد اتخذت في الواقع، ولم تكن القضية تتعلّق بالتأميم، وإنما اتباع القواعد القياسية التي تقضي بوضع المصارف التي لا تمتلك رأس المال الكافي تحت الحراسة القضائية. وافق معظم من حضروا العشاء على الرأي المقدّم في الكتاب بأن عدم اتباع هذه القواعد

كان خطأ. لكن لم يحدث أحد الرئيس على تغيير قراره، لأن الألوان فات. غير أن العديد من المشاركين حاجّوا بقوة على وجوب تطبيق قواعد الرأسمالية القياسية إذا ما احتاجت المصارف إلى مزيد من رأس المال. ومن حسن حظ المصارف الأكبر من أن تفشل، لم تدع الحاجة إلى مزيد من رأس المال

الحكومي، لكن الإجراءات القياسية طبقت في حالة المصارف الصغيرة. كما حاججت أنا والآخرون أن من المرجّح أن تدعو الحاجة إلى جولة جديدة من الحوافز. ويبدو الآن أن ذلك الرأي كان صائباً.

(67) يركّز هذا الكتاب على القيادة الاقتصادية. وهناك قضايا أخرى لا تقل أهمية. فقيام الولايات

المتحدة بتوسيع الحرب غير الشعبية في أفغانستان، ودعم حكومة توجّه إليها انتقادات واسعة بالفساد لم يكن مساعداً. ويشكّل عدم إغلاق سجن خليج غوانتانامو تذكرة دائمة بالإساءات الأميركية لحقوق الإنسان، وانتهاكاتها لاتفاقية جنيف واتفاقية الأمم المتحدة لمناهضة التعذيب. لكن ثمة تطوّرات إيجابية أيضاً، بما في ذلك الاتفاقية الأميركية الروسية لخفض الترسانات النووية التي وقّعت في نيسان/أبريل 2010.