

أصل الأزمة المالية: المصارف المركزية، فقاعات الأسعار، ومغالطة فاعلية السوق (جورج كوبر)^(١)

إعداد: كارل ريجان

سكرتير تحرير مجلة السادسة

ترفض تدخل هذه المصارف في شؤون الأسواق والاقتصاد الكلي، إلا في فترات الركود الاقتصادي وعند بدء أزمة مالية (نظام الولايات المتحدة الأمريكية)، مقابل جهة أخرى ترى أن التدخل قد يكون ضرورياً فقط في حالة تزايد التضخم بالأسعار إلى درجة عالية جداً (نظام الاتحاد الأوروبي). هنا يشير الكاتب إلى أن كلا الطرفين مخطئان في تحليلهما، لأنهما يسعىان لدمج مبادئ التدخل في الاقتصاد مع فرضية تناقض تماماً مع فكرة التدخل، لكنهما يدافعان عنها على الرغم من هذا التناقض. إن "بيت الجنون" هذا في ما يعني التحليل الاقتصادي والبحث عن حلول، يؤدي في نهاية المطاف إلى سياسات اقتصادية ومالية متناقضة ومتعاكسة الأهداف، تلحق بالاقتصاد ضرراً أكبر.

في هذا السياق يطرح الكاتب ضرورة التخلي عن فرضية "فاعلية الأسواق الحرة" وجميع التحليلات الناجمة عنها والسياسات المالية الساعية لعدم مخالفة قوانينها، وامتنال فرضية أخرى لا تناقض، بل تدعم، ضرورة التدخل بالأسواق، وهو ما يجعل السياسات المالية والاقتصادية متناسقة

ومكافحة الأضرار المؤدية إليها. والسبب، وفق الكاتب، هو أن معظم هؤلاء الاقتصاديين وواضعي السياسات يستندون في تحليلاتهم إلى تلك المقاربة الكلاسيكية - أي فرضية "فاعلية الأسواق الحرة". في المقابل، يرى كوبر أن هذه المقاربة - التي تصف الأسواق ككيانات عقلانية تتحرك دائماً نحو التوازن (إلا إذا قامت قوى خارجية مثل الحكومات والمصارف المركزية بالتدخل فيها) هي مقارنة "سابقة في الخيال"، لأنها تعترف بالاستقرار الداخلي البنوي في الأسواق نفسها؛ فنتيجة الاعتماد على فرضية أن الأسعار الحالية هي دائماً ناتجة من تسعير الأسواق بطريقة صحيحة ومن ديناميات العرض والطلب التي يمكن تعيينها وتوقعها، يفشل مناصرو هذه المقاربة في فهم أصل وطبيعة حدوث الفقاعات السعرية التي تؤدي في النهاية إلى اندلاع أزمات اقتصادية ومالية تلي كل فترة ازدهار.

تحت سقف هذه المقاربة الكلاسيكية أيضاً، وبالتالي تحت سقف مقولة فاعلية الأسواق الحرة، اختلف صانعو القرار والاقتصاديون في شأن وظيفة الهيئات التنظيمية مثل المصارف المركزية؛ جهة

ترافق صدور الطبعة الأولى من هذا الكتاب عام ٢٠٠٨ مع ظهور مؤشرات أزمة الأسواق المالية العالمية. غير أن الكتاب صدر مجدداً عام ٢٠١٠ في طبعة ثانية أعاد الكاتب^(٢) فيها صوغ عدد من التحليلات والمقترحات لكي تكون أكثر صراحة ووضوحاً في تعاملها مع الأخطاء المرتكبة في تطبيق السياسات المالية. يهدف الكاتب إلى عرض أبرز أسباب حدوث الأزمات المالية العالمية بعيداً من المقاربة الكلاسيكية - "فرضية فاعلية الأسواق الحرة" - بل عبر إبراز أخطاء هذه المقاربة وخطورة الارتكاز عليها عند صوغ السياسات الاقتصادية والمالية، معتمداً الكاتب نظرية مغايرة تماماً لهذه الفرضية، يسعى هو من خلالها لتفسير حدوث دورات الازدهار والركود (Boom Bust Cycles-) كنتيجة طبيعية لعدم، بل لاستحالة، استقرار الأسواق أو تصرفها بصورة منطقية يمكن التنبؤ بها.

يرى الكاتب أن الأزمات المالية كبرت أضرارها وتسارعت وتيرتها عمّا عرفه العالم سابقاً. حتى إن كبار خبراء الاقتصاد وصناع القرار فشلوا في تقديم شرح شامل حول نشوء هذه الأزمات وسبل الوقاية منها

(١) George Cooper, *The Origin of Financial Crisis: Central Banks, Credit Bubbles and the Efficient Market Fallacy*, 2nd ed. (Hampshire, Br.:Harriman House LTD, 2010), 228 pages.

(٢) الكاتب جورج كوبر هو مدير الصندوق وأحد الأعضاء المؤسسين لشركة إدارة الممتلكات "الأيمننت إنسترتز" في لندن.

كان له تأثير في وجهة النظر التي تنظر المصارف المركزية إلى دورها من خلالها، فبات عملها يُعد عائقاً في وجه الاقتصاد، وأدى ازدواج وجهات النظر في ما يخص دورها إلى ارتفاع نسبة التضخم كثيراً وإلى فشل السياسات الرادعة للأزمات المالية.

يتوجّه الكاتب بعدد من الاقتراحات من أجل تفعيل دور المصارف المركزية والتخفيف من حدة الأزمات والركود الاقتصادي، منها عدم التقيّد بفرضيات وأهداف تعاكس في الأساس فكرة التدخل في الاقتصاد، والتخلي عن المؤشرات الاقتصادية الناتجة من تحاليل تستند إلى تلك الفرضيات. حينها، وبعد الإقرار بأن الأسواق غير ثابتة وبأن التدخل ضروري، على صنّاع القرار الأخذ في الحسبان أن الأسعار قد تكون خاطئة أحياناً وبسبب ضغوط داخلية في الأسواق، حينها يجب التدخل عبر المصرف المركزي لإعادة الأسعار إلى التوازن، وذلك عبر سياسات كالتحكم بسعر الفائدة (حين تزداد الفائدة تقلّ القروض وكمية المال المتداولة - وفي النهاية التضخم - والعكس صحيح)، الأمر الذي يمنع تسبب هذا "التغيير اللاعقلاني" للأسعار بأزمة في الأسواق المالية. أضف إلى ذلك، أنه يجب النظر إلى التضخم بوصفه سياسة بحدّ ذاتها والتخلي عن فرضية أن التضخم سيئ دائماً؛ ففي فترات الركود الاقتصادي، تستطيع المصارف، بل يجب عليها، خلق كميات كبيرة من المال وتخفيف سعر الفائدة، الأمر الذي قد يؤدي إلى ظهور "وحش التضخم" لكنه قد يعيد الحيويّة والنشاط إلى الاقتصاد.

حدّة ومخاطر. لإثبات صحّة فرضية "عدم استقرار الأسواق" على جميع الصعد الاقتصادية، التي كان هيمان منسكي قد سبق وتقدّم بها، يقوم الكاتب بنقض أطروحات أصحاب فرضية "فاعلية الأسواق الحرة" الذين يؤيدون التدخل فقط من أجل منع تزايد التضخم بقوة، وذلك عبر تحليل مبسط لفكرة التضخم الذي يسميه "وحش التضخم". يرى الكاتب أن الخلل الذي خلقته مصارف القطاع الخاص لا يكفي لتفسير التضخم؛ فالخلل الذي تسببه القروض ينتهي عند استيفائها؛ لكن التضخم قد يزداد باستمرار. والتفسير المنطقي في نظر الكاتب هو أنه بعد إلغاء تغطية العملة بالذهب، ومن بعدها بالدولار، أصبحت جميع المصارف المركزية تستطيع إنتاج كميات هائلة من المال دون القيود السابقة، فبدلاً من قيامها (أي المصارف المركزية) بدورها المساند للاستقرار المالي، أصبحت هي تتفوق من أجل تغطية العجز في موازنة الحكومات التي كان يُفترض بها وضع موازنات على قدر إمكانياتها ومن دون اللجوء إلى الدين؛ الأمر الذي زاد التضخم وأصبحت المصارف المركزية تؤدي دوراً سلبياً بسبب أخطاء يرتكبها صنّاع القرار، من اقتصاديين وسياسيين ومدراء مصارف مركزية.

يستنتج الكاتب من خلال هذه التحليلات أن الأسواق، وبخاصة الأسواق المالية، ليست ثابتة في الأساس، وأن المصارف المركزية قد أنشئت في الأساس من أجل جعل هذه الأسواق ثابتة. لكن اعتماد الاقتصاديين فرضية فاعلية الأسواق الحرة، الداعية إلى عدم التدخل في الاقتصاد إلا في حال وجود أزمات،

مع الفرضية التي ينطلق الكاتب منها وهي "فرضية عدم استقرار الأسواق"، لكون استحالة ثبات أو استقرار الأسواق، وعدم توجه ديناميات العرض والطلب في الأساس نحو التوازن، كما قدّمها هيمان منسكي انطلاقاً من فكر جون مانيرد كينز، تطرح قراءة مختلفة تماماً لما يخص الأسواق المالية وبالتالي تطرح حلولاً جديدة أيضاً. يرى الكاتب أن الأسواق تغيّرت من وضع ثابت أساساً إلى وضع لا يعرف الثبات، وأن هذا التغير قد حصل عند ظهور مفهوم القرض، الأمر الذي أحدث خللاً حينئذ بين الذهب الموجود في المصارف وبين الورق المتداول في الأسواق (أي بين كمية المال المخزنة وبين شهادات الملكية التي يتم تداولها في الأسواق). وتطوّر هذا الخلل ليتفشى في جميع الأسواق وعند جميع المصارف. كما تسبب هذا الخلل، الذي كان لينتهي عند استحقاق القرض، بضرر كبير للمصارف مع عجز هذه المصارف عن استيفاء القروض، وبالتالي عجزها عن إعادة الحقوق إلى المودعين لديها، الأمر الذي أدى إلى خلق "مصرف للمصارف"، وهو المصرف المركزي. إضافة إلى ذلك، يتطرق الكاتب إلى الأسواق المالية ودينامياتها، فيرى أنها تتصرّف على نحو معاكس لأسواق السلع في ما يخص تحرك الطلب مقابل العرض، وأنها عديمة الثبات، إذ يؤدي تلاعب بسيط في سعر سلعة شركة ما إلى تغيير جذري في سعر أسهم شركة أخرى في أسواق المال. وهكذا يصعب تحليل أسواق المال والتنبؤ بتحرك الأسهم في المستقبل. وإذا ما أضفنا إلى ذلك استناد كبار المحللين وصنّاع القرار إلى مؤشرات تمّ استنتاجها من فرضية فاعلية الأسواق الحرة، فإن انهيار الأسواق المالية يزداد

