

أزمة الائتمان العالمية الأولى

ترجمة: د. سامر مظهر قنطقجي (بتصرف)

يصادف يونيو ٢٠٢٢ الذكرى ٢٥٠ لاندلاع أزمة الائتمان ١١٧٢-١٧٧٣. على الرغم من أنه ليس معروفاً على نطاق واسع اليوم، يمكن القول أنها أول أزمة مالية عالمية "حديثة" من حيث الدور الذي لعبه ائتمان القطاع الخاص والمنتجات المالية فيه، وفي مسارات العدوى المالية التي نشرت الصدمة الأولية، وفي الطريق تدخلت السلطات لتحقيق الاستقرار في الأسواق. في هذا المقال، نصف هذه التطورات ونلاحظ أوجه التشابه مع الأزمات المالية الحديثة.

تطور أزمة الائتمان

كانت أزمة ١٧٧٢-١٧٧٣ عالمية في نطاقها؛ حيث انتشرت الإخفاقات في جميع أنحاء بريطانيا العظمى وهولندا، والمراكز المالية الأوروبية الرئيسية الأخرى، وفي مناطق بعيدة مثل سانت بطرسبرغ ومستعمرات الهند الغربية وأمريكا الشمالية. على مدار عام، تسبب في اضطراب أسواق الائتمان، مما أثر سلباً على كل من البنوك والمقرضين من غير البنوك.

كانت هناك موجتان من الفشل. فقد اندلع الذعر في ٩ يونيو ١٧٧٢، في لندن، بسبب رحلة المصرفي الاسكتلندي والمضارب الإسكتلندي ألكسندر فورديس؛ حيث كان **Ayr Bank** في اسكتلندا ضحية مهمة بعد فترة وجيزة. ثم ضربت جولة أخرى من الإخفاقات أمستردام في شتاء ١٧٧٢-١٧٧٣؛ كان أبرزها بنك كليفورد القديم، الذي اعتبره المعاصرون ثاني أهم بنك في أوروبا. ونظراً لأن دور أسواق الائتمان الخاصة سريعة التغيير كان حاسماً في تعجيل الأزمة وانتشارها، فقد بدأنا بإلقاء نظرة عامة على أدوات الائتمان الخاصة السائدة في ذلك الوقت.

الكمبيالات ساعدت في نقل العدوى

كانت الكمبيالة هي الأداة الائتمانية الأساسية التي تغذي التجارة في هذا العصر: وهي وعد بدفع المال في مكان محدد وفي وقت معين. لقد كان سنداً قانونياً فعلياً يمكن للتاجر أو البنك "قبوله" أو مطالبة طرف ثالث لديه ائتمان أقوى بقبول (الاكتتاب) نيابة عنه. اعتماداً على المسافة التي قد تحتاجها الفاتورة

¹ Stein Berre, Paul Kosmetatos, and Asani Sarkar, The First Global Credit Crisis, Liberty Street Economics, JUNE 27, 2022, [Link](#).

أو الشحنات ذات الصلة، وعادةً ما يكون للفاتورة استحقاق يصل إلى عام، على الرغم من أن ثلاثة إلى ستة أشهر كانت الأكثر شيوعاً.

وعلى الرغم من أن الكمبيالات تم إنشاؤها لدعم التجارة قصيرة الأجل، إلا أنه يمكن (وقد تم بالفعل) اعتماد مشروع القانون لأطراف ثالثة كسداد للديون قبل استحقاقه، وهو في الواقع بمثابة بديل للأموال الورقية. جميع الأطراف (بما في ذلك المؤيدين) الذين وقّعوا على مشروع القانون كانوا مسؤولين بالتضامن والتسلسل عن الدين، وبالتالي تنوع مخاطر الائتمان في الأوقات العادية. ومع ذلك، خلال أوقات الشدة، كانت خصائص المسؤولية الائتمانية لمشروع القانون بمثابة وسيلة للعدوى المالية حيث كانت جميع الأطراف الموقعة أدناه معرضة لمخاطر متساوية ليتم استدعاؤها للديون الكاملة.

كما تم استخدام الكمبيالات بشكل متزايد في التمويل طويل الأجل عن طريق "تدوير" فاتورة منتهية الصلاحية مع فاتورة مطابقة في التاريخ نفسه، في عملية تعرف باسم التدوير. مما ساعد التجار على تأمين رأس مال عامل، لكنه سمح أيضاً للمضاربين بتمويل عمليات شراء الأصول طويلة الأمد عالية المخاطر، مثل السلع أو الأسهم. إن مخاطر "التمديد" المتأصلة في هذه العملية مماثلة لتلك التي كانت وراء الأزمة المالية العالمية في ٢٠٠٧-٢٠٠٩.

الإقراض العقاري

برزت الابتكارات في الإقراض العقاري في منتصف القرن الثامن عشر لمساهماتها في عدم الاستقرار المالي أثناء الفترة التي سبقت عام ١٧٧٢ وإخفاقات ذلك العام. وأصبحت الرهون العقارية نفسها أكثر تخميناً لأنها تضمنت قروضاً أكثر خطورة، كتلك التي ضمنها مزارع الهند الغربية التي تدار نيابة عن المالكين الغائبين. نظراً لأنه تم تجميع القروض وبيعها كأوراق مالية مدعومة بالرهن العقاري MBS، وقد قاموا بتوزيع المخاطر الأساسية على المستثمرين على نطاق واسع.

تم إصدار MBS على نطاق واسع في هولندا في ستينيات القرن الثامن عشر. ثم تم بيعها لمستثمري التجزئة الأثرياء، بزيادات قدرها ١٠٠٠ جيلدر (وحدة النقد الهولندية)، وهو مبلغ يقارب ستة إلى ثمانية أضعاف الدخل السنوي للمواطن العادي. وقدم قطاع المزارع في منطقة البحر الكاريبي دفعات تحفيزية لهذه الطفرة؛ حيث تم استخدام الرهون العقارية في المزارع الهولندية والدنماركية في جزر الهند الغربية كضمان لأكثر من ٤٠ مليون جيلدر في قروض جديدة (أو حوالي ٢٢٪ من الناتج المحلي الإجمالي

لهولندا) في سنوات ١٧٦٦ - ١٧٧٢ وحدها . وبحلول نهاية العقد، تجاوز حجم القروض الجديدة فرص الاستثمار المنتج .

الإقراض الهامشي

أُعدمت المضاربة في أسواق الأسهم، كما هو الحال اليوم، إلى حد كبير على الإقراض بالهامش . ولطالما استخدم كُتاب العدل والوسطاء الآخرون رهن الأوراق المالية كأساس للقروض قصيرة الأجل . في سوق أمستردام، كانت هذه القروض عادةً لمدة ستة أشهر، مع خيار التجديد إذا وافق الطرفان . ساعد تقليص قيمة الأوراق المالية المرهونة على ضمان حالة تعثر المقرض عن السداد، وسيكون هناك أكثر من قيمة كافية لضمان لتغطية الخسائر .

غالباً ما كان هذا الاستثمار يتم عبر الحدود، فقد عمل الهولنديون كمولين رئيسيين للمضاربة في الأسهم البريطانية وسندات الدين . على نحو متزايد، أقرض المستثمرون المتمرسون عبر ترتيبات مماثلة لتلك المستخدمة اليوم من قبل الوسطاء الرئيسيين عندما يقرضون صناديق التحوط . لقد عمل هؤلاء المقرضون على ضمان قدرتهم على إعادة هامش قروضهم استجابة لتحركات السوق، وبالتالي تمكنوا من تجنب الخسائر، حتى في ظل أزمة الائتمان التي اجتاحت السوق .

ومع ذلك، لم يُظهر جميع المقرضين هذا المستوى من التطور . أقرض البعض مقابل الأوراق المالية غير السائلة، مثل عمليات التفاوض، وفشل آخرون في تأمين السيطرة القانونية على الضمانات، واستمرت الخلافات حول من يحق له الحصول على حصة من أموال الدائنين المستردة لسنوات عديدة بعد ذلك .

تنظيف الفوضى

لتهدئة الذعر ولضمان عدم انهيار الاقتصاد التجاري، استخدمت السلطات أدوات مألوفة للقراء المعاصرين: تسهيلات الإقراض المضمونة وسلطات إقراض الملاذ الأخير .

في أمستردام، أنشأت السلطات المدنية مرفق إقراض بضمانات مفتوحة لأي شخص لديه ضمانات مؤهلة للتعهد . القروض المدعومة بسلع مختلفة في المستودعات (قروض **Beleningskamer**)، والمقدمة بأسعار محددة مقدماً، حلت محل بعض طرق الإقراض التي فقدت . في حين أن هذه القروض كانت متواضعة الحجم نسبياً، إلا أن وجود التسهيل نفسه أوقف دوامة الانحدار من التصفية القسرية للسلع وساعد في إعادة المقرضين من القطاع الخاص إلى السوق . ضمنت هذه القروض، جنباً إلى جنب مع

وصول شحنات المعادن الثمينة التي تم طلبها من المراكز المالية الأوروبية الأخرى، واستأنفت الأسواق وظائفها العادية بحلول منتصف عام ١٧٧٣، على الرغم من استيعاب المستثمرين لخسائر كبيرة. قدم بنك إنجلترا إقراض الملاذ الأخير بدءاً من ١٧٧٢ (على الرغم من أن المصطلح نفسه لم يُصغ إلا بعد ثلاثة عقود من الأزمة). وقر البنك السيولة من خلال زيادة حجم خصومه. بسبب قوانين الربا، اضطر البنك إلى تقنين هذه القروض بدلاً من رفع سعر الخصم كما اقترح **Bagehot** لاحقاً. لكن البنك لم يتردد في نشر موارد احتواء إضافية، مثل دعم أكبر متقبلي الفواتير في لندن بقروض مستهدفة قصيرة الأجل، يمكنهم بدورهم من خلالها دعم عملائهم.

أخيراً...

في الوقت الذي كانت فيه حالة الذعر المزدوجة في ١٧٧٢-١٧٧٣ شديدة، كانت السلطات قادرة على استقرار الأسواق واستعادة الثقة في الاقتصاد. وأدت تلك الأحداث إلى دور أكبر للبنية التحتية المؤسسية للتمويل، والتي تركز على البنوك المركزية ومؤسسات الدولة الأخرى، وخلق مجموعة من تقنيات الاستقرار المالي التي لا تزال مستخدمة حتى اليوم. كان توافر هذه الأدوات الجديدة أمراً محظوظاً؛ حيث كانت أوروبا تدخل فترة التغيرات الأكثر عمقاً في النمو الاقتصادي والاستثمار الرأسمالي في تاريخ البشرية.