

تحليل الأزمة المالية والمصرفية المتولدة عن الرهن العقاري

الأستاذ الدكتور
عبد الحسين جليل الغالبي
جامعة الكوفة - كلية الإدارة والاقتصاد

المقدمة

حاول روبرت شيلر (Robert Shiller) في مقالات ثلاث، ٢٠٠٣، ٢٠٠٤ نشرها عامي ٢٠٠٣ و ٢٠٠٤ على أحد المواقع الالكترونية تقديم التفسيرات المقنعة للارتفاع غير الطبيعي في أسعار المنازل وكان قد دفع بالأسباب النفسية إلى المقدمة مع ترجيحه لعدم كفاية المتغيرات الاقتصادية في تفسير ذلك وإلى جانب هذا فقد حذر من أن هذا الانتفاخ الفقاعي الخادع في أسعار المنازل لا بد وان ينفجر ويغرق على أعتابه الكثير من مالكي العقارات السكنية في الديون ولقد تحقق الانفجار الذي توقعه ولكن بعد أربع سنوات ، والطريف أن أقل المتضررين بالمبالغ التي ضاعت جراء الانهيار هم مالكي المنازل لأنهم احتفظوا بمساكنهم على الرغم من تحملهم الديون ولكن الخسائر التي مني بها المستثمرون في أسواق المال والمصارف ومؤسسات الاستثمار..... الخ كانت خيالية ولم تنحصر بمن هم داخل حدود الولايات المتحدة الأميركية بل عبرها ليصل إلى القارات الأخرى ولكن الأسباب التي نفخت بأسعار المنازل اتضحت وبشكل حاسم بعد وقوع الأزمة وتبين أنها ترجع وبشكل رئيس إلى متغيرات اقتصادية حاکمة كان أولها سعر الفائدة وتلاه في التأثير سهولة الحصول على الائتمان أي السياسة النقدية المتساهلة وارتفاع مستويات الأجور إلى جانب متغيرات اقتصادية أخرى ومن ثم تأتي الأسباب الأخرى

والتي من بينها العوامل النفسية والقانونية .

وبحثنا هذا يحاول تقصي مقدمات وأسباب الأزمة المالية ابتداء بالرهن العقاري وانتهاء بالذعر المالي والمصرفي الذي أصاب عملاء أسواق المال والمصارف وغيرهم ومن ثم استعرض أهم المؤسسات والبنوك التي أصابها الانهيار والوقوف أخيرا على جهود الإنقاذ والإصلاح .

المبحث الأول/ مقدمات الأزمة

الإقراض العقاري

دأبت مؤسسات الاستثمار والبنوك على إقراض مواطنيها لشراء أو بناء مساكن وهدفها واضح من وراء هذه العملية هو جني الإرباح من الإقراض طويل المدى ولا تختلف تلك المؤسسات في الولايات المتحدة عن غيرها في إرجاء المعمورة ، وعادة ما ينظم هذه العمليات قوانين وتشريعات فضلا عن العقود التي تشبك الدائن والمدين وتحدد حقوق وواجبات كل منهما تجاه الآخر ، ومن الأمور ذات الأهمية في هذا الجانب والتي يركز عليها دائما المقرضون هي ملاءة أو كفاءة المقترض أو قابليته على السداد فضلا عن وضعها القيود على ملكية العقار ريثما يتم تسديد كامل القرض إلى الجهة المقرضة خلال المدة التي يتفق عليها الطرفان ، وفوق هذا تثبت شروط جزائية على المقترض في حالة تخلفه عن السداد وتبدأ بإعادة جدول الدين

جدول (١) أعداد الوحدات السكنية المباعة في الولايات المتحدة الأمريكية للمدة ١٩٧٨-٢٠٠٧ (١٠٠٠ وحدة سكنية)

السنة	العدد الكل	طابق واحد	طابقين	أخرى	السنة	العدد الكل	طابق واحد	طابقين	أخرى
1978	816	477	241	98	1993	666	292	344	30
1979	708	402	231	75	1994	670	300	343	26
1980	531	316	163	52	1995	667	308	334	25
1981	436	246	151	39	1996	757	347	383	28
1982	411	234	147	30	1997	804	366	417	22
1983	623	327	255	41	1998	886	399	472	15
1984	639	314	286	39	1999	880	381	489	11
1985	688	330	316	42	2000	877	387	475	16
1986	750	347	363	40	2001	908	397	499	12
1987	670	295	340	35	2002	973	418	546	9
1988	676	289	357	30	2003	1086	479	598	9
1989	650	278	345	27	2004	1203	537	656	10
1990	534	224	283	27	2005	1283	539	736	7
1991	509	210	269	30	2006	1051	408	637	6
1992	610	266	311	33	2007	776	306	464	5

Source: « Stephane Sorbe, The Bursting of The US house Price Bubble », DGTPE .P (١٠)، July (٤٠)، ٢٠٠٨.

جدول (٢) أسعار الفائدة (الخصم والإقراض والرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية للمدة ١٩٧٨-٢٠٠٧ (نهاية المدة %)

السنة	الخصم	الإقراض	الرهن العقاري	السنة	الخصم	الإقراض	الرهن العقاري
1978	9.5	9.06	-	1993	3	6	-
1979	12	12.67	-	1994	4.75	7.14	-
1980	13	15.27	-	1995	5.25	8.83	-
1981	12	18.87	-	1996	5	8.27	-
1982	8.5	14.86	-	1997	5	8.44	-
1983	8.5	10.79	-	1998	4.5	8.35	-
1984	8	12.04	-	1999	5	7.99	-
1985	7.5	9.93	-	2000	6	9.23	8.06
1986	5.5	8.35	-	2001	1.33	6.92	6.97
1987	6	8.21	-	2002	0.75	4.68	6.54
1988	6.5	9.32	-	2003	2	4.12	5.82
1989	7	10.92	-	2004	3.15	4.34	5.84
1990	6.5	10.01	-	2005	5.16	6.19	5.87
1991	3.5	8.46	-	2006	6.25	7.96	6.41
1992	3	6.25	-	2007	6.25	8.25	6.37

Source: International Monetary Fund
IFS ، ١٩٩٨ & ٢٠٠٧.

(أي إعادة حساب القرض بفائدة جديدة) فضلا عن الغرامات التأخيرية وتنتهي بحق بيع العقار من قبل الجهة المقرضة وحسب المقرض حين تسديد كامل المبلغ المقرض إذا لم يمثل لقرار بيع العقار . ووفقا لهذه الآلية فقد توسعت الجهات المقرضة وزادت عنها الجهات المقرضة ذات الحاجة الماسة إلى امتلاك بيت وكلما كانت الشروط أسهل (ولاسيما ما يتعلق منها بتكلفه القرض أي سعر الفائدة) كلما زاد عدد المقرضين ، والجدول (١) يوضح أعداد البيوت المباعة في الولايات المتحدة الأمريكية خلال المدة (١٩٧٨-٢٠٠٧) ويلاحظ على العدد الإجمالي ميله للانخفاض السنوي خلال السنوات الأربع الأولى ، إذ بدأ بعدد (٨١٦٠٠٠) وحدة سكنية ثم وصل إلى (٤١١٠٠٠) وحدة سكنية عام ١٩٨٢ وهذا يعكس تحركات أسعار الفائدة التي يوضحها الجدول (٢) إذ أنها بدأت ترتفع ووصلت عام (١٩٨١) إلى (١٢٪) لسعر الخصم و(١٨,٨٧٪) لسعر الإقراض بعد ما كان (٩,٥٪) و (٩,٥٪) على التوالي عام ١٩٧٨ دافعة كلف القروض نحو الأعلى ، ولكن بعد ذلك ومن الجدول (١) نلاحظ تزايد أعداد البيوت إذ بلغ عام ١٩٨٦ إلى (٧٥٠٠٠٠) وحدة سكنية وهو ما جاء كرد فعل لانخفاض سعر الفائدة الذي وصل في هذه السنة إلى (٥,٥٪) و(٨,٣٥٪) (للخصم والإقراض) وهكذا استمرت أعداد الوحدات السكنية المباعة سنويا تعكس تحركات أسعار الفائدة وكانت ذروتها في الفترة التي تلت عام ٢٠٠١ وخفضت أسعار الفائدة بشكل كبير جدا إذ وصل سعر الخصم إلى (١,٣٣٪) وخفض في السنة التالية إلى (٠,٧٥٪) وبذلك أضحت القروض زهيدة التكاليف وقد قابل ذلك أيضا انخفاض بأسعار الفائدة على القروض إذ انخفضت إلى (٤,٦٨٪) عام ٢٠٠٢ وإلى (٤,١٢٪) عام ٢٠٠٣ وقد كان عدد الوحدات السكنية خلال هذه الفترة قد ارتفع بشكل ملحوظ فبلغ عام ٢٠٠٣ (١٠٨٦٠٠٠) وحدة سكنية واستمر بالارتفاع حتى وصل عام ٢٠٠٥ (١٨٨٣٠٠٠) وحدة سكنية ولكن الأعداد بدأت تنخفض وبلغت نسبة الانخفاض في عام ٢٠٠٧ عن الأعداد في عام ٢٠٠٥ حوالي (٤٠٪) وبذلك رجع العدد إلى أقل من العدد الذي بدأت به السلسلة المدروسة قبل (٣٠) سنة وهو عام ١٩٧٨ .

تمويل عمليات الإقراض للرهن العقاري ، إذ أنها تلجأ إلى عملية تسمى التوريق أو التسنيد Securitization أي تحويل الديون إلى سندات يتم إصدارها وتسويقها في أسواق المال وعادة ما تكون هناك مستويات للثقة بهذه السندات تمنحها لها وكالات التصنيف المتخصصة بذلك فهناك سندات مضمون وموثوق التعامل بها وهناك سندات أقل ثقة من الأولى وطالما أن سندات الرهن العقاري مضمونة بما تمثله من عقارات لذا فقد صنفت أغلبها من قبل تلك الوكالات على أنها من السندات المضمونة لذلك لاقت إقبالا في التعامل بها في أسواق المال لما تحمله من تصنيف عالي المستوى وبناءا عليه فان مؤسسات الاستثمار والبنوك العاملة في الميدان العقاري توجهت إلى إصدار المزيد من هذه السندات وطرحها في أسواق المال ، والفوائد المترتبة على هذه السندات تدفع من أقساط الدين العقاري التي يدفعها مالكي البيوت وفقا للعقود التي وقعوها مع هذه المؤسسات ، وهذه العملية مستمرة إذ يدفع الأفراد أقساطهم وتستفيد المؤسسات من فرق الفائدة بين ما تأخذه منهم وما تعطيه لمالكي السندات وأضحت عملية التسنيد واقتناء السندات بضاعة رائجة ومنتشرة نظرا للإقبال الواسع على بناء المساكن وارتفاع قيمة أسهم الشركات والمؤسسات المالية العاملة في هذا الميدان وبات اقتناء السندات الصادرة عنها فرصة ربحية مضمونة. وطالما أن هذه السندات مقبولة فان مالكيها يمكنهم الاقتراض من البنوك التجارية بضمانة هذه السندات والحصول على مبالغ تشكل قيمتها جزءا من قيمة السندات كونها أصولا مضمونة مستفيدين مما تدره عليهم هذه السندات من أرباح تأتي قيمتها من زيادة الطلب على العقارات وارتفاع أثمانها) كما تمت الإشارة إليه مسبقا (والإقبال على اقتناء هذا النوع من السندات فضلا عن ما تدره عليهم القروض النقدية من فوائد في ميادين الإنفاق المختلفة الأمر الذي شجع مالكي السندات على السير قدما في هذا الاتجاه ولاسيما بعد الانتعاش الذي عم قطاع بناء وتشبيد المساكن في المدة التي تلت عام ٢٠٠١ الذي شهد أزميتين متتاليتين وهما أزمة شركات الانترنت ٧ وأزمة الحادي عشر من أيلول وما تبعها من سياسة نقدية متساهلة تبناها البنك الاحتياطي الفدرالي إذ استمر في تخفيض أسعار الفائدة حتى وصلت إلى أدنى مستوى لها عام ٢٠٠٢ إذ بلغ سعر الخصم

والى جانب ما تقدم فان أسعار البيوت قد ارتفعت بنسبة (١٢٤٪) بين عامي ١٩٩٧ و ٢٠٠٦ .

ولم تزد هذه الأسعار طوال عقدي الثمانينات والتسعينات عن ثلاثة إضعاف دخل المواطن الأمريكي ولكن هذه النسبة ارتفعت إلى (٤) إضعافه في عام ٢٠٠٤ ثم إلى (٤,٦) في عام ٢٠٠٦ .

٢- تمويل الإقراض العقاري

يشكل التمويل الحرج الأساس في عملية بناء الوحدات السكنية وقد تحملت المؤسسات الاستثمارية والبنوك على عاتقها مسؤولية توفير الأموال اللازمة لشراء العقارات وبنائها إذ أنها كانت تشكل موردا مهما من موارد الإرباح لهذه المؤسسات وأضحت هناك مؤسسات متخصصة بالإقراض العقاري مثل (Freddie Mac) و (Fannie Mae) و (Lehman Brothers) و (Wachovia Bank) و (Bank Of America) و (Horton) و (Pulte) و (Lennar) وغيرها .

وقد حققت هذه المؤسسات وفقا لما أصدرته من نشرات اكبر العوائد وأكثر الأسعار ارتفاعا كان في عامي ٢٠٠٤ و ٢٠٠٥ فقد كان سعر السهم لشركة (Horton) (٣) دولار مطلع عام ١٩٩٧ ووصل إلى (٤٢,٨٢) دولار في (٢٠ تموز ٢٠٠٥)، وغت عوائد شركة (Pulte) من (٢,٣٣) مليار دولار عام ١٩٩٦ إلى (١٤,٩٦) مليار دولار عام ٢٠٠٥ . ولابد من التنويه إلى أن اكبر مؤسستين تستحوذان على أوسع نسبة من الإقراض تزيد على نصف ما منح من قروض للمساكن وهما (Freddie Mac ، Fannie Mae) وان اكبر شركة تامين تسندهما هي شركة (AIG) و (American International Group) ويلاحظ من الجدول (١) السابق إن المؤسسات توسعت بشكل كبير في تجارة المساكن فقد تم بيع (١٢٨٣٠٠٠) وحدة سكنية في عام ٢٠٠٥ مقارنة بمتوسط (٦٠٩٠٠٠) وحدة سكنية سنويا للمدة المحصورة بين عامي ١٩٩٠-١٩٩٥ .

ومن الجدير بالذكر إن عملية حصول البنوك والمؤسسات الاستثمارية على الأموال تأتي من مصدرين هما رأسمال البنك وإيداعات المدخرين أولا والاقتراض ثانيا، ويشكل المصدر الأول نسبة ضئيلة من مصادر التمويل في عمليات الرهن العقاري وان المصدر الثاني هو المصدر الرئيس الذي تعتمد عليه البنوك في

الاستثمارية والتي أضحت تعمل في الجانب الأمين قانونيا ، لذا فقد أعاد مالكي البيوت التمويل (Refinance) بأسعار فائدة منخفضة وذلك بأخذهم قرض رهن عقاري ثاني (Second Mortgage) . والجدول (٣) يبين قيمة البيوت المباعة والقيمة المقدرة لها بعد الزيادة الحاصلة في مستويات أسعار البيوت والذي يتضح منه ان الفرق توسع بعد عام ٢٠٠١ واستمر يتزايد حتى بلغ هذا الفرق عام ٢٠٠٥ ما يقرب من ثلاثة أرباع قيمة البيت الاصلية وهذا ناجم عن الإفراط في الطلب (Excess of Demand) على البيوت .

جدول (٣) قيمة البيوت المباعة والقيمة الناتجة عن ارتفاع أسعارها لاحقا

السنة	قيمة البيوت المباعة فعلا	القيمة الناتجة لها	نسبة القيمة	السنة	قيمة البيوت المباعة فعلا	القيمة الناتجة لها	نسبة القيمة
(1)	بعد ارتفاع الأسعار (2)	المباعة (%) (3)	(2/1)	(1)	بعد ارتفاع الأسعار (2)	المباعة (%) (3)	(2/1)
1995	419.3	184.5	44	2001	946.8	626.9	66.2
1996	521.3	277.1	53.1	2002	1102.3	757.8	68.7
1997	533.9	276	51.7	2003	1379.2	1003.3	72.7
1998	655.6	346.9	52.9	2004	1577	1170.1	74.2
1999	800	467.2	58.4	2005	1920	1428.9	74.4
2000	875.2	553.4	63.2	-	-	-	-

المصدر : العمود (١،٢) (١٠،٢)

Greenspan, a. Kennedy, J. ,»Sources and Uses of Equity Extracted from Homes ، ٢٠٠٧March ، ، FRB ، Washington D.C . pp ١٢-١٧ .

العمود (٣) احتسبه الباحث .

وبناء على ما تقدم فقد نما دين مالكي البيوت من (٦٨٠)

(٨٠،٧٥) . وعلى العموم فقد نجحت البنوك ومؤسسات الرهن العقاري بنقل مخاطر القروض إلى مالكي السندات وتوزيعها على السوق بشكل اعم بدلا من تحملهم لتلك المخاطر لوحدهم ، ولا بد من التأكيد على نقطة ذات أهمية قصوى في العمل المصرفي والتي تستطيع البنوك التجارية من خلالها مضاعفة الائتمان الممنوح ألا وهي قابليتها على خلق الائتمان بما يزيد على أضعاف مضاعفة بقدر الوديعة الأصلية من خلال آلية عمل مضاعف الائتمان ٩ الأمر الذي يضاعف حجم السيولة الدائرة في الاقتصاد والسماح بمنح المزيد من القروض .

وهناك نقطة جديدة بالاهتمام تتعلق بطبيعة القروض الممنوحة في عملية الإقراض العقاري وهي إن القروض التي تمنح للمواطنين هي من نوع القروض التي اصطلح على تسميتها بالقروض القابلة للتعديل (Adjustable-) (ARMs) Rate Mortgage Loans (١٠) والتي يتم تعديلها بشكل مستمر طوال حياة القرض وفقا لتغير أسعار الفائدة وتبعاً لذلك فان ارتفاعها يعني زيادة مدفوعات المقرض الشهرية والعكس بالعكس ، وعادة ما تثبت في عقد القرض ضمن الشروط التي لا بد وان يقبل بها المقرض للحصول على القرض العقاري .

٣- الرهن العقاري الثانوي Subprime Mortgage

يقصد بالرهن العقاري الثانوي هو ان يلجا مالك البيت الى اعادة رهن البيت الذي حصل عليه برهن عقاري أولي لدى مؤسسات الرهن العقاري باعتبار ان البيت الذي يملكه غدا ثمنه عاليا بما يكفي لضمان الرهنين وقد وضعت المؤسسات التي قبلت الرهن الثانوي شروطها بعقودها على الراهنين لبيوتهم .

ان هذه الفكرة لم تأت من فراغ بل ان المشرع أباح هذه العقود وأباح تسنيدها أي تحويلها الى سندات ففي عام ١٩٩٥ عدل تشريع اعادة الاستثمار الاجتماعي (CRA Community Reinvestment Act) () ليسمح بالتسنيدها لما يسمى بقروض تشريع اعادة الاستثمار الاجتماعي (CRA Loans) ١١ .

إن الكثير من مالكي البيوت استفادوا من ارتفاع الأسعار ولقي هذا الجانب نوعا من الترحاب لدى البنوك والمؤسسات

عام ٢٠٠١ الى (١,٣) نقطة مئوية عام ٢٠٠٧ أي ان علاوة المخاطر المطلوبة من المقرضين (البنوك مثلا) لعرض القروض الثانوية قد انخفضت ١٧٪. وفي نظرة مقارنة سريعة الى نسبة القروض الثانوية للقروض الاصلية نجدها كانت تشكل نسبة (٥٪) فقط عام ١٩٩٤ وبمبلغ قدره (٣٥) مليار دولار ثم ارتفعت لتصبح (٩٪) عام ١٩٩٦ و(١٣٪) عام ١٩٩٩ بمبلغ مقداره (١٦٠) مليار دولار ومن ثم الى (٢٠٪) عام ٢٠٠٦ لتصل قيمتها الى (٦٠٠) مليار دولار.

٤- المضاربة العقارية

يقصد بالمضاربة العقارية هي شراء وبيع الأملاك العقارية (Estates) ليس بقصد السكن وإنما بقصد جني الأرباح الناجمة عن فروقات سعر الشراء ومن ثم سعر البيع والمتأتية من تزايد أسعار العقارات. وقد قسم الاقتصادي Hyman Minsky المضاربين بالقروض الى ثلاثة أصناف والذين تساهم عملياتهم في مراكمة الديون ومن ثم تقود نحو الانهيار (Collapse) في قيمة الموجودات وهم ١٩:-

المقترض المضارب (Speculative Borrower) وهو الذي يقترض استنادا الى اعتقاده بان سعر الفائدة سيخدم اقتراضه أي يستفيد من توقعاته لتقلبات سعر الفائدة ويحاول تسوية قروضه من استثمارات جديدة.

مقترض بونزي (Ponzi Borrower) (٢٠) وهذا المقترض يعتمد على ارتفاع قيمة موجوداته (الموجودات الحقيقية Real Estates) لإعادة التمويل (Refinance) ولتسديد ديونه ولكنه لا يستطيع إعادة دفع القرض الأصلي.

وعند الإمعان بدور المضاربين في خلق الفقاعة العقارية (Bubble Mortgage) نجد ان المضاربين من الأنواع الثلاثة كلها وجدوا من الرهن العقاري ساحة لعملهم فالتوعين الأول والثاني استخدموا القروض والسندات العقارية في أعمالهم المضاربة والنوع الثالث خلق القروض الثانوية (Subprime Loans) ووسع سوقها مستفيدا من الفروقات المستحصلة

مليار دولار عام ١٩٧٤ الى (١٤) تريليون دولار عام ٢٠٠٨ وبدأت قفزات التضاعف فيه بعد عام ٢٠٠٤ ١٢. وشجعهم كذلك التوقع بان ارتفاع الأسعار سيستمر مقترنا بسهولة الاقتراض، مما سهل عليهم سلوك طريق قروض الرهن العقاري القابلة للتعديل (Adjustable-Rate) (ARMs) (Mortgage Loans) علما أن مدفوعات الأقساط ستخفض كلما انخفض سعر الفائدة ولا تزداد عندما يزداد الدخل وقد ارتفعت مستويات الأجور خلال المدة السابقة لعام ٢٠٠٦ ١٣، الى جانب الانخفاض في اسعار الفائدة فضلا عن ان عملية تقديم شهادة بالمرتب الشهري والقابلية على السداد لم تعد مشكلة فعمليات الغش والخداع في الرهن العقاري Mortgage Fraud قد تزايدت أيضا فان كان طالب القرض يعتقد ان الجهة المقرضة ستحاول الاستعلام عن دخله فكل ما عليه هو زيارة موقع شركة معينة على الانترنت ومقابل رسوم مقدارها (٥٥) دولار ستعمل على مساعدته للحصول على القرض وتؤكد للمقرض ان المقترض هو (مقاوول مستقل) وتعطي إشعارات بالرواتب لتكون دليلا على الدخل ١٤.

وما زاد من اطمئنان البنوك والمؤسسات الاستثمارية والخدمية العاملة في ميدان الإقراض العقاري ومنحها الثقة للسير قدما في هذا الاتجاه هو السهولة في تحويل القروض الممنوحة في ميدان الرهن العقاري الى سندات - وكما يقول ديفيد بيت ١٥ (تقديم الكثير من القروض الى الأفراد والبنوك وبعدها يتم تغليفها وبيعها الى السوق) ١٦ في معرض تأكيده لفكرة استغناء البنوك عن التأكد من الجدارة الائتمانية للعميل (المقترض) اذ ان عملية التأكد منها أحييت مسؤوليتها إلى وكالات التصنيف الائتماني والى جانب انخفاض أسعار الفائدة وارتفاع أسعار البيوت من جهة أخرى وارتفاع مستويات الدخل مما جعل هذه العملية أكثر سهولة وأوسع انتشارا، و يمكن تلمس ذلك من دراسة للبنك الاحتياطي الفيدرالي أكد فيها على ان متوسط الفرق بين معدلات الفائدة على قروض الرهن العقاري الاصلية (Prime Mortgage Loans) وبين معدلات الفائدة على القروض الثانوية على الرهن العقاري (Subprime Mortgage Loans) انخفض من (٢,٨) نقطة مئوية في

درجات ذات أولوية في المراتب بين السندات الاخرى .
 المرحلة الرابعة / المستثمرون بما فيهم البنوك المركزية الأجنبية
 وصناديق التقاعد (Pension Funds) وصناديق الاستثمار
 المشتركة والأفراد وغيرهم تقوم بشراء وبيع هذه السندات
 (MBS) ذات التصنيف الجيد في الأسواق الثانية .
 وعلى العموم فإن البنوك والمؤسسات العقارية تدعم عملية
 التسديد بقوة وذلك لأنها توفر لها المصدر المهم للإرباح إذ أنها
 بواسطة السندات تستطيع توفير السيولة اللازمة للأشخاص
 لشراء البيوت او لإعادة تمويل قروضهم العقارية وكذلك
 تتمكن المؤسسات المصرفية من تحويل المخاطر الى المستثمرين
 المحترفين . وعموماً فإن الطفرة العقارية التي استمرت عشرة
 سنوات كانت البنوك تعتمد اعتماداً كبيراً على أسواق المال
 العالمية لتمويل التسليف العقاري خلالها ٢٣ .

المبحث الثاني/ انفجار الأزمة ... ولكن السوق ليس السبب
 الوحيد

١ - الأزمة البدايات ثم الانفجار
 - البدايات فائض العرض

لا يمكن أن يستمر الطلب متزايداً الى الأبد فطالما إن آلية
 السوق هي الحاكمة وطالما ان عرض النقد يتوسع وان الإقراض
 المستند إلى أسعار فائدة منخفضة متوفر والمخاطر الملازمة
 للإقراض متوزعة فلا بد ان يستجيب العرض ليلبي الطلب أو
 يقف الأخير عند حد معين ثم يبدأ بالانخفاض تاركاً العرض في
 محله مولداً الفائض فيه ، وهذا ما حدث بالضبط إذ ان ارتفاع
 أسعار البيوت حتى أواخر عام ٢٠٠٦ والناجم عن فائض الطلب
 بدأ يتجه نحو الانخفاض بهدوء خلال النصف الأول من عام
 ٢٠٠٧ ولاسيما في المناطق الحضرية ٢٤ وقد رافق هذا لانخفاض
 في الأسعار تلك في تسديد أقساط الرهن العقاري لمدينين لا
 يتمتعون بقدرة كافية على السداد ٢٥ ، وأمسّت عملية إعادة
 التمويل (Refinancing) صعبة جداً بل مستحيلة وبدأ
 المدينون يتخلفون عن الدفع ولذلك أعيدت جدولة (Reset)
 الديون بأسعار فائدة أعلى وأقساط أكبر .

وللمزيد من التوضيح سنلقي نظرة سريعة على آلية الطلب
 والعرض في المنازل ، فالمصادر التي تحرك الطلب على المنازل

في البيوت (Equity Extracted From Homes) . وتأتي البيانات الإحصائية لتؤكد الفكرة السابقة إذ ان
 المضاربة في الملكية الحقيقية (العقارات) كانت عاملاً مساهماً
 في صناعة الفقاعة العقارية ففي عام ٢٠٠٦ تم شراء (١,٦٥)
 مليون وحدة سكنية شكلت نسبة (٢٢٪) من العدد الاجمالي
 للوحدات السكنية لأغراض الاستثمار وليس السكن ثم شراء
 (١,٠٧) مليون وحدة سكنية كبيوت شاغرة (Vacation)
 شكلت نسبة (١٤٪) من العدد الاجمالي ، وقد كانت هذه
 النسبة لعام ٢٠٠٥ أكبر إذ بلغت (٢٨٪) و(١٢٪) على التوالي
 ، أي ان (٤٠٪) من البيوت المشتراة هي لست بالدرجة الأولى
 لأغراض السكن أو الإقامة ٢٦ . وإلى جانب ما تقدم فإن عملية
 المضاربة بالسندات في أسواق المال شكلت جانباً هاماً آخر في
 تضخيم الفقاعة العقارية . فآلية التوريد والتسديد كما بينها
 (M.D. Larson) في ٢٢ دراسة قدمها للاحتياطي الفدرالي
 (FRB) عام ٢٠٠٧ لم تكن جديدة بل ان المقرضين يسندون
 قروض المنازل منذ السبعينات ولكن ما يجلب الانتباه هو
 النمو السريع والكبير في السنوات القليلة الماضية و يمكن ان
 تعزى عملية التسديد الواسعة الى السيولة الفائضة والتي جاءت
 من النمو السريع لعرض النقد والانخفاض الكبير في معدلات
 الفائدة وقد تم كل ذلك بتوجيه من الاحتياطي الفدرالي الامر
 الذي شجع المدخرين والمستثمرين على حد سواء للتخلي عن
 استثماراتهم المعتدلة الأرباح والتوجه نحو أدوات استثمارية
 تحمل شيئاً من المغامرة ولكن مردودها أكبر ولاسيما تلك التي
 وجدت في أسواق الرهن العقاري ميداناً لعملها ، وعادة ما تتبع
 الآلية التالية في عملية التسديد :-

المرحلة الأولى / مصدر القروض يقومون بخلق قروض الرهن
 العقاري .

المرحلة الثانية / ان المقرضين الرئيسيين ووكلاء الحكومة
 وشركات وول ستريت تشتري و/او تحول تلك القروض الى
 قروض طويلة الاجل .

المرحلة الثالثة/ الشركات أما أن تحتفظ بالقروض في محافظها
 الاستثمارية او تحولها إلى سندات مدعومة بالرهن العقاري
 (Mortgage-Backed securities) (MBS) والتي
 عادة ما تعطىها وكالات التصنيف (Rating Agencies)

وتسبب الانتقالات فيه يمكن أن تكون متولدة من ٢٦: -
تزايد رغبة الأفراد المقترنة بتزايد الإمكانية على شراء البيوت
عن طريق الثروة أو الاقتراض تؤدي إلى رفع منحني الطلب .
إن تنامي عوائد الموجودات (السندات والأسهم) يؤدي إلى تزايد
العوائد المتأتية من المنازل باعتبارها أصولاً حقيقية و يؤدي إلى
دفع الطلب على المنازل إلى الأعلى .

فيض الطلب على المنازل والمتأتي من نمو صافي العائد الحقيقي
المتحصل من امتلاك المنازل نفسها أو من الإيجارات (Rents)
في حالة إيجارها أو المنفعة المتحصلة من جراء سكنها من قبل
مالكها أو ارتفاع القيمة الرأسمالية الناجم عن ارتفاع قيمة
العقار بعد استبعاد الكلف المتمثلة بمدفوعات أسعار الفائدة
و ضرائب الممتلكات العقارية (Real Estate Taxes)
مضافاً إليها الاندثار (Depreciation) ، ولكن ارتفاع
العوائد وانخفاض أسعار الفائدة جعل المنازل أكثر جاذبية
ورفع الطلب نحو الأعلى .

ولكن مقابل مصادر الطلب هذه يقف عرض الأصول المنزلية
والذي عادة ما يوصف بأنه ثابت على المدى القصير لأنه لا يمكن
أن يتغير سريعاً ، ويتقاطع منحنيات الطلب والعرض تتحدد
أسعار المنازل . وخلاصة ما تقدم تشير إلى أن الطلب هو المتحكم
في أسعار المنازل فالفائض فيه يرفع الأسعار والانخفاض يولد
فائضاً في العرض يدفع الأسعار نحو الأسفل .

وعلى العموم فإن فائض العرض هو الذي اخذ يسود على
الأسواق العقارية فقد انخفض حجم مبيعات البيوت الجديدة
أكثر من (٢٦,٤٪) في عام ٢٠٠٧ عنها في عام ٢٠٠٦ إذ سجل (٤)
مليون بيت للبيع ولكنها لم تبع و كان منها (٢,٩) مليون بيت
فارغ (Vacant) ٢٧.

وفي آذار ٢٠٠٨ قدر بان (٨,٨) مليون مالك بيت او ما يقرب
من (١٠,٨٪) من عدد مالكي البيوت بلغت القيمة الإضافية
(Equity) لبيوتهم صفراً او قيمة سالبة وبذلك أمست
بيوتهم لا قيمة لها أمام قروضهم العقارية (القرض الأصلي
مضافاً إليه القرض الثانوي) ٢٨ . ولابد هنا من الإشارة إلى أن
حالات طلب إشهار الإفلاس قد تزايدت فلغاية (٣٠) حزيران
٢٠٠٨ بلغ إجمالي الحالات (٩٦٧٨٣١) حالة مقارنة بعددها

البالغ (٧٥١٠٥٦) حالة لعام ٢٠٠٧ وبلغت حالات الإفلاس
للأفراد (٩٣٤٠٠٩) حالة إفلاس بزيادة قدرها (٣٨٪) عن العام
السابق . وقد تزايدت حالات الإفلاس لأشهر حزيران وتموز وآب
إذ وصلت إلى (٣٧٦٥١٠) حالة إفلاس بزيادة قدرها (٣١٪) عن
ذات الفترة لعام ٢٠٠٧ ٢٩ .

ونتيجة لما تقدم ولتوقف الأفراد عن السداد فقد زاد الحجز
العقاري من قبل المؤسسات المقرضة على البيوت موضع الرهن
وكذلك قيام أعداد كبيرة من مالكي البيوت على بيع بيوتهم
بأسعار سوقية منخفضة الامر الذي أدى إلى زيادة عرض البيوت
بقوة ٣٠ . ان عملية بيع البيوت من قبل مالكيها المتوترين
دفع أسعار السوق إلى أدنى من القيم الحقيقية مما فرض عمليات
تخفيض غير منطقية في الأسعار ٣١ .

ب- انفجار الأزمة والضحايا

ومن هنا تنطلق الأزمة نحو أسواق المال والمصارف إذ ان
عدم التسديد وعجز مؤسسات الاستثمار عن استحصال المبالغ
المقرضة بسبب توقف الأقساط التي يدفعها مالكي البيوت
حرك الجانب الآخر وهم أصحاب الحقوق المسندة الذين اقرضوا
مؤسسات الاستثمار العقاري مقابل تلك السندات التي
وصفت بأنها موثوقة والتي بدأت تفقد ثقتها بحيث ان مالكيها
لا يستطيعون الحصول حتى على الفائدة فضلاً عن أصل قيمة
السند مما دفع مالكي السندات للتخلص منها بأي طريق وبأي
سعر كان ، وهنا وقفت مؤسسات الاستثمار العقاري عاجزة
أمام هذا الدفق الكبير من السندات التي تنهار أسعارها في
أسواق المال في وول ستريت (Wall street) .

وهنا بدأت المرحلة الأخطر في الأزمة وهي مرحلة فقدان
الجمهور للثقة بالمؤسسات المالية والمصرفية إذ لم يعد المواطن
الأمريكي يعتبر البنوك محط الثقة والمأمن الذي يلجأ إليه لحفظ
ودائعهم لأنها لم تعد تلبي طلبه او تحجب سحباته من حسابه . وفي
ظروف كهذه يتجه الأفراد والمؤسسات بأنواعها نحو المصارف
لسحب أرصدهم والاستفادة منها في مثل هذه الانهيارات لشراء
الأسهم والسندات الرخيصة او العقارات ذات الأسعار المنهارة
أو على الأقل الاحتفاظ بالنقد للزيادة في الاطمئنان وهنا بدأت

(Merrill Lunch).

قدم الاحتياطي الفدرالي والحكومة الأميركية مساعدة بقيمة (٨٥) مليار دولار الى اكبر مجموعة تامين في العالم وهي (American International Group) مقابل امتلاك (٧٩,٩٪) من رأسمالها .

أعلنت مؤسسة (Washington Mutual) عن إفلاسها في أيلول ٢٠٠٨. ٣٤٢٠٠٨.

أعلن بنك (Citi Group) عن شرائه لمنافسه بنك (Wachovia Bank) بمساعدة السلطات الفيدرالية .

اشترى بنك (Lloyds TSB) منافسه ((HBOS Scottish Banking Group)) المهدد بالإفلاس بصفقة تمت بتشجيع من الحكومة البريطانية.

انهيار سعر سهم المجموعة المصرفية والتامين البلجيكية الهولندية (Fortes Group) في البورصة بسبب شكوك بشأن قدرتها على الوفاء بالتزاماتها .

إعلان انهيار بنك (Integrity Bank) في ولاية جورجيا وعينت الحكومة مؤسسة تامين الودائع الفدرالية (Federal Deposit Insurance Group) حارسا قضائيا عليه ٣٥.

اضطر بنكا الأعمال المستقلان (Goldman Sax) و (Morgan Stanly) الى التحول لمجموعتين مصرفيتين قابضتين .

أتمت الحكومة البريطانية بنك (Bradford & Bingley) وتصفيته في ٢٩/٩/٢٠٠٨ .

أعلن البنك البريطاني (Alliance & Leister) ان بنك (Standard) الاسباني يشتريه بقيمة (١,٣٣) مليار جنيه إسترليني.

أكدت مؤسسة تامين الودائع الفيدرالية (Federal Deposit Insurance Group) إن عدد المؤسسات المالية المدونة في لائحة (المصارف المتعثرة) قفز إلى (١٣٧) مؤسسة خلال الربع الثاني من (٩٠) مؤسسة في الربع الاول من عام ٢٠٠٨٣٦.

المشكلة الأخرى إذ أن المصارف لم تبقي في خزائنها إلا القليل النادر من المبالغ وما تبقى فإنها قد أقرضته للاستفادة مما يدره عليها من إرباح أو قد تكون اتجهت به صوب الاستثمار في الرهن العقاري وهنا وقف الناس طوابير أمام فروع المصارف العملاقة ولكن بلا جدوى. إذ ان وقفة الاحتياطي الفدرالي لإمداد البنوك بالأرصدة النقدية كانت محدودة مقابل الديون الضخمة فما قيمة ما يقدمه الفدرالي من ملايين الدولارات أمام الترليونات الموظفة في قطاع الرهن العقاري المنهار.

ويعد شهر أيلول ٢٠٠٨ أو كما يحلو للبعض ان يسميه أيلول الأسود أو أيلول الدامي هو الشهر الذي بلغت الأزمة المالية فيه ذروة انفجارها اذ انهارت خلال أيامه مؤسسات مالية ومصرفية ضخمة وعملقة بما تعني الكلمة من معنى واضطرت أخرى الى الاندماج خشية السقوط وفيما يأتي أهم الضحايا والأحداث التي سجلت خلال الشهر أو ما سبقه من أشهر ٣٢ :-

في آذار ٢٠٠٨ أعلن مصرف (JP Morgan Chase Bank) عن شراء بنك الأعمال الأمريكي (Bear Stearns) بمساعدة من البنك الاحتياطي الفيدرالي .
أتمت الحكومة البريطانية بنك (Northern Rock Bank) للتسليف العقاري في مطلع عام ٢٠٠٨ ٣٣.

في أيلول ٢٠٠٨ وضعت الحكومة الأميركية المجموعتين العملاقين في مجال تسليفات الرهن العقاري وهما Freddie Mac و Fannie Mae تحت الوصاية طيلة الفترة التي تحتاجها لإعادة هيكلة ماليتهما مع كفالة ديونهما حتى حدود (٢٠٠) مليار دولار، علما ان ديونهما غير المدفوعة تقدر بحوالي (٥) تريليون دولار في القروض المدعومة في الرهن العقاري (MBS).

اعترف بنك الأعمال (Lehman Brothers) بإفلاسه (Bankruptcy) وهو رابع مصرف في الولايات المتحدة الأميركية وقد اشترى البنك البريطاني (بارك لينز) أنشطته الأميركية في حين اشترى البنك الياباني (نومورا هولدينغ) الأنشطة في أوروبا والشرق الاوسط .

أعلن بنك (Bank Of America) وهو من ابرز المصارف الأميركية شراء بنك آخر للأعمال في وول ستريت وهو بنك

القروض .

والى جانب ما تقدم فان كبرى مؤسسات الاستثمار وهما مؤسستي (Freddie Mac) و (Fannie Mae) قد تقاعست الهيئات الإدارية لهما عن كشف الاحتيال المحاسبي الهائل الذي احتوت عليه سجلاتهما كما أكد ذلك أستاذ الاقتصاد (أسوار براساد) ٤٠ من جامعة كورنيل والذي بين ان الضمانات المسترة المتمثلة في دعم الحكومة الأمريكية التي تحولت في النهاية إلى ضمانات علنية لهما كان السبب في السماح لهاتين المؤسستين بالتوسع إلى حد هائل في الصفقات المالية الداخلية والخارجية. وإلحاقا بما سبق فان الإهمال التنظيمي والعلامات الواضحة على سوء الإدارة والأعمال غير المشروعة المتمثلة في قروض الرهن العقاري الشهيرة والتي أطلق عليها تسمية (قروض النينجا Ninja Loans) كما وصفها براساد والتي لا تشترط دخلا ولا وظيفة ولا حتى أصولا، تشكل واحدا من الدوافع التي وقفت خلف الأزمة بالإضافة إلى الإبداعات المالية الحديث المتمثلة بالمشتقات (Derivatives) والتي أوصلت حد الاقتراض على الدولار الواحد إلى (٣٠) دولار.

ويرى أستاذ الاقتصاد (باري ايتشيغرين Barry Eichengreen) ٤١ من جامعة كاليفورنيا في بيركلي في مقال له إن جذور الأزمة ترجع إلى قرارات سياسية رئيسية اتخذت عبر الزمن في الولايات المتحدة الأمريكية ويؤكد على قرارين أولهما في سبعينات القرن الماضي سمح للسماسة بالحصول على عمولات تفتقر إلى قواعد تنظيمية إذ ألغيت العمولات الثابتة والتي تمكن الأفراد والمؤسسات من جني أرباح طيبة من خلال عقد الصفقات في البورصات وكان الإلغاء يعني المزيد من المنافسة وخفض هوامش الربح ، وكان ثانيها شرع في السبعينات والذي سمح بإزالة القيود التي كانت مفروضة على الخلط بين أعمال البنوك التجارية والاستثمارية بموجب قانون (غلاس ستيغال Glass Steagall) وسمح إلغاء هذا القانون للبنوك التجارية بالتعدي على الاحتياطات التقليدية لدى البنوك الاستثمارية واستجابة لذلك فقد امتدت أعمال البنوك الاستثمارية نحو أعمال تجارية جديدة مثل خلق وتوزيع

إن الخسائر التي منيت بها المؤسسات العقارية بلغت حوالي (٥٥٠) مليار دولار وقد يكون الرقم الحقيقي اكبر من ذلك ، وان قيمة الخسائر في العالم في قطاعات الأسهم والسندات والعقارات بلغت منذ بداية الأزمة حتى نهاية أيلول ٢٠٠٨ (١٧) تريليون، وما يقلق حكومة الولايات المتحدة اكثر هو الخسائر التي مني بها المستثمرون الأجانب في المصارف الأمريكية فاليابان مثلا خسرت (٨٠٠) مليار دولار والصين (٤٠٠) مليار دولار ٣٧. ولابد من الإشارة هنا إلى أن قيمة السندات المدعومة بالأصول العقارية في السوق الأمريكية خسرت أكثر من (٧٠٪) من قيمتها ، وما يلاحظ على موازنات البنوك الأمريكية في الأشهر الستة الأخيرة من عام ٢٠٠٧ أي مع بدايات الأزمة أنها قد أظهرت زيادة في مخصصات الخسائر المثبتة في تلك الموازنات إذ وصلت إلى (٦٠) مليار دولار ٣٨

ونشر صندوق النقد الدولي تقريراً حول الاستقرار المالي في العالم بين فيه ان حجم الخسائر بلغت (٩٤٥) مليار دولار منها (٢٢٥) مليار دولار حول القروض و (٢٧) مليار دولار حول المشتقات المالية وتعرضت البنوك الكبيرة الى خسائر تتراوح ما بين (٤٤٠-٥١٠) مليار دولار أما باقي الخسائر فإنها توزعت على شركات التأمين وصناديق التقاعد والصناديق المالية وصناديق المضاربة ومؤسسات استثمارية أخرى ٣٩ . ونعتقد ان تقديرات صندوق النقد الدولي متواضعة جدا اذ ان التوقعات المعتدلة تشير إلى أضعاف هذه الأرقام كما اشرنا ويعتقد ان الأرقام الحقيقية والتي ستظهر بعد ان تهدأ العاصفة ستكون مرعبة فهي الآن كجبل الثلج في الماء ما يظهر منه إلا القليل وما يختفي تحت الماء هو الأعظم .

٢- السوق ليس هو السبب الوحيد

إن آلية السوق لم تكن هي السبب الوحيد اللازمة بل إن هناك أسبابا مؤسسية دفعت نحو خلقها دون أن تشعر فالمجلس الاحتياطي الفيدرالي وفي خضم نظرتة لمعالجة الوضع الاقتصادي العام المتولد بعد أزمته ٢٠٠١ والركود الذي عانى منه الاقتصاد الأمريكي توجه نحو تخفيض أسعار الفائدة إلى الحد الذي وصلت إلى مستوى أسعار الفائدة الصفرية وما رافقها من زيادة في المعروض النقدي إلى جانب التساهل التشريعي في منح

في هذا الميدان أولهما خفض أسعار الفائدة والذي سيسهل عمليات إعادة الخصم فضلا عن دفع المؤسسات المالية إلى الاقتراض من البنوك المركزية باعتبارها الملجأ الأخير للإقراض بأسعار فائدة منخفضة ، وثانيها تدخلها المباشر بشراء الأوراق المالية في السوق المفتوحة لضخ السيولة إلى الاقتصادات . وأيضا تدخل الحكومات من خلال دعم المؤسسات المالية التي تعاني من مشاكل مالية وهذا ما قامت به الحكومة الأميركية إذ أنها تدخلت لشراء الأصول المالية لشركتي (Freddie Mac) و (Fannie Mae) وهما أكبر مؤسستين

للإقراض العقاري في الولايات المتحدة الأميركية إلى جانب شراء نحو (٨٠٪) من أصول شركة (AIG) وهي أكبر شركة تأمين . وقد اتفقت البنوك المركزية في مجموعة من الاقتصادات الرئيسية في العالم وفي مقدمتها البنك المركزي الأوروبي وبنك اليابان على ضخ (١٨٠) مليار دولار في الأسواق عن طريق زيادة مشترياتها من سندات الخزانة الأميركية . وكذلك اتفقت عشرة مصارف دولية لإنشاء صندوق للسيولة برأسمال قدره (٧٠) مليار دولار لمواجهة الاحتياجات الأكثر إلحاحا ٤٣ .

والى جانب تلك الإجراءات فقد ساهمت الصناديق السيادية ٤٤ في جهود الإنقاذ فقامت حكومة أبو ظبي في دولة الإمارات العربية بضخ أكثر من (٧,٥) مليار دولار لشراء (٤,٩٪) من أسهم مجموعة (Citi Group) وكذلك حكومة سنغافورة ضخت أكثر من (١٠) مليار دولار إلى شركتي (Merrill Lunch) و (HSBC) ٤٥ ، وأيضا ساهمت الهيئة الكويتية للاستثمار بشراء حصة في مجموعة (Merrill Lunch) المالية بقيمة (٦,٦) مليار دولار ٤٦ .

ولكن الحدث الرئيس الذي لا بد من الوقوف عنده بوصفه واحدا من إجراءات الإنقاذ هو التشريع الذي اتخذته الحكومة الأميركية ووافق عليه الكونكرس في ٣/١٠/٢٠٠٨ وبصيغة من وزير الخزانة هيري بولسون لإنقاذ النظام المالي الأمريكي ٤٧ ، وتهدف الخطة إلى تأمين حماية أفضل للمدخرات والأموال العقارية التي تعود إلى دافعي الضرائب وحماية الملكية وتشجيع النمو الاقتصادي وزيادة عائدات الاستثمار ، ونص القانون على مهلة لهذه الخطة تنتهي في ٣١/١٢/٢٠٠٩ مع احتمال تمديدتها بطلب من الحكومة لفترة أقصاها سنتين اعتبارا من تاريخ قرار

الأوراق المالية المشتقة وأيضا اقتراض البنوك الاستثمارية الأموال وخصصتها للعمل على تعزيز إيرباحها الأمر الذي مهد إلى بروز السبب الرئيس للآزمة والذي يمكن تشخيصه بخلق وتوزيع الأوراق المالية المعقدة والاستعمال الواسع والمكثف للروافع المالية . وأكد Eichengreen على أن السبب الآخر يتعلق بالسياسة المالية للحكومة بتخفيضها الضرائب فضلا عن السياسة النقدية المتساهلة للبنك الاحتياطي الفيدرالي في محاولته لعلاج ركود عام ٢٠٠١ والتي أدت إلى زيادة الإنفاق وهبوط مدخرات الأسر الأمريكية .

المبحث الثالث / جهود وإجراءات الإنقاذ

لقد اجمع المحللون الماليون في كل من الولايات المتحدة واليابان وبريطانيا على أن ما تشهده الأسواق الأميركية والأوروبية والآسيوية هي حالة من الذعر التي تسيطر على الجميع وتدفعهم إلى بيع موجوداتهم من أجل تجنب المزيد من الخسائر في المستقبل ٤٢ . إذ أن الأزمة تبدأ بنقطة ثم تتبعها موجات تضخيم كما هو الحال عند رمي حجر في بركة فتجد أن نقطة سقوط الحجر تشكل موجة صغيرة تبدأ بالتوسع حتى تصل إلى أطراف البركة ، وهنا فان عدم السداد لأقساط الدين العقاري الأولي والثانوي كانت هي الحجر الذي سقط في بركة أسواق الرهن العقاري وأسواق المال والمصارف وبدأت هذه الموجة تغذي نفسها منذ مطلع عام ٢٠٠٧ حتى بلغت الذروة في أيلول ٢٠٠٨ .

إن جهود الإنقاذ يجب أن تنصب باتجاهين ، الأول إعادة الثقة لكل من فقدها بالجهاز المالي والمصرفي سواء كان في الداخل أو الخارج بدعم هذا الجهاز ، وثانيا معالجة أصل المشكلة أو منبعها وهو الرهن العقاري ، ويكون الهدف النهائي لتلك الجهود هو إيقاف الأزمة عند الحدود المالية والمصرفية قدر المستطاع وعدم السماح بانتقالها إلى الجانب الحقيقي ومن ثم السيطرة عليها وفي المدى المتوسط على أقل تقدير .

ويبدو أن اتجاهات الإنقاذ سائرة بهذين الاتجاهين فقد سارعت البنوك المركزية العالمية إلى ضخ المزيد من السيولة منذ ظهور بوادر الأزمة لحل مشكلة السيولة ومحاولة إيقاف تحول الأزمة العقارية إلى أزمة سيولة واسعة النطاق وسلكت مسارين

الخطوة ، وفيما يأتي تفاصيل الخطوة:-

السماح للحكومة الأميركية بشراء أصول بقيمة (٧٠٠) مليار دولار مرتبط بالرهن العقاري .

يتم تطبيق الخطوة على مراحل بإعطاء الخزينة إمكانية شراء أصول بقيمة تصل إلى (٢٥٠) مليار دولار في مرحلة أولى مع إمكانية رفع هذا المبلغ إلى (٣٥٠) مليار دولار بطلب من الرئيس و يملك أعضاء الكونكرس حق النقض على عمليات الشراء التي تتعدى هذا المبلغ مع تحديد سقفه بمبلغ (٧٠٠) مليار دولار .

تساهم الدولة في رؤوس أموال وأرباح الشركات المستفيدة من هذه الخطوة مما يسمح بتحقيق أرباح إذا تحسنت ظروف الأسواق .

يكلف وزير الخزانة بالتنسيق مع السلطات والمصارف المركزية لدول أخرى لوضع خطط مماثلة .

رفع سقف الضمانات للمودعين من (١٠٠) ألف دولار إلى (٢٥٠) ألف دولار لمدة عام واحد .

منح إعفاءات ضريبية تبلغ قيمتها نحو (١٠٠) مليار دولار للطبقة الوسطى والشركات .

تحديد تعويضات لرؤساء الشركات عند الاستغناء عنهم .

منع دفع تعويضات تشجع على مجازفات لا فائدة منها ، وتم تحديد المكافآت المالية لمسؤولي الشركات الذين يستفيدون من التخفيضات الضريبية بمبلغ (٥٠٠) ألف دولار .

استعادة العلاوات التي تم تقديمها على أرباح متوقعة لم تتحقق بعد .

يشرف مجلس مراقبة على تطبيق الخطوة ويضم هذا المجلس رئيس الاحتياطي الفيدرالي ووزير الخزانة ورئيس الهيئة المنظمة للبورصة .

يحافظ مكتب المحاسبة العامة التابع للكونكرس على حضور في الخزانة لمراقبة عمليات شراء الأصول والتدقيق في الحسابات .

تعيين مفتش عام مستقل لمراقبة قرارات وزير الخزانة .

يدرس القضاء القرارات التي يتخذها وزير الخزانة .

اتخاذ إجراءات ضد عمليات وضع اليد على الممتلكات .

و يمكن أن تكون الإجراءات المتخذة من الاحتياطي الفيدرالي والبنوك المركزية الأخرى وإجراءات الحكومة الأميركية حلا مهما وشاملا لإنقاذ الوضع المالي والمصرفي والحيلولة دون انتقاله إلى الجانب الحقيقي من الاقتصاد فضلا عن محاولتها إعادة الثقة إلى المؤسسات المالية والمصرفية وإعطاء القوة والدعم للإقراض العقاري الذي تستفيد منه الأسر الأميركية بعيدا عن السلوكيات المالية الخاطئة .

الخلاصة

لقد نما عدد المساكن في الولايات المتحدة الأميركية في العقدين الأخيرين بشكل غير طبيعي من حيث العدد والأسعار وأصبح نموه مصدر قلق للاقتصاديين والمتابعين وكان أغلبهم يتوقع أن هذا النمو الفقاعي لا بد وان ينتهي إلى الانفجار، ولكن متى وكيف ولماذا ؟ وبقيت تلك أسئلة محيرة لا تجد الإجابة الشافية لها ونحا كل منهم منحى خاصا وضع في ضوئه تحليلا يؤثر فيه ما يعتقد من إجابة مناسبة . ومع إطلالة عام ٢٠٠٧ بدأت ملامح الأزمة تبدو للناظرين ، وفي أواسط عام ٢٠٠٨ حدث الانفجار المتوقع للفقاعة .

وخلال هذين العامين توضحت ملامح وأسباب وجذور الأزمة أكثر من ذي قبل وما جعل الصورة تامة الوضوح هو كم الضحايا ونوعهم فلم يقتصر على مالكي البيوت بل تعداهم ليصل إلى مؤسسات التمويل الاستثماري والتأمين وأسواق المال والبنوك في داخل الولايات المتحدة وخارجها .

لقد كانت سهولة التمويل الناجمة عن السياسة النقدية المتساهلة في العقد الأخير وسهولة الاقتراض في ميدان الرهن العقاري وسهولة توريق (تسديد) الديون وتوزيع المسؤولية من المقرض على الأسواق والرغبة الجارحة لدى الأفراد بامتلاك المساكن ودخول المضاربين في سوق الرهن العقاري وسوق المنازل فضلا عن وجودهم الدائم في أسواق المال واستمرار عملية الإقراض بشكل مفرط دون التدقيق في السجل المالي للمقترض وازدهار العمل في قطاع المنازل إلى جانب ارتفاع مستوى الأجور والدخول وسهولة تسديد الإقسط ذات المبالغ المتغيرة تبعا لسعر الفائدة كلها عوامل وراء نشوء النمو غير الطبيعي في هذا

القطاع .

وأكدت عملية التحليل لهذا الأزمة تلك الأسباب فضلا عن إعطاء الصورة عن الخسائر التي أدت إلى انهيار كبريات المؤسسات ذات العلاقة بالرهن العقاري والخسائر المالية التي لا يمكن الوقوف على حجمها في الوقت الحاضر بالضبط ولكنها قد لا تقل عن (١٧) تريليون دولار .

وعلى العموم فقد سارعت السلطات النقدية (البنوك المركزية) في كل من الولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا والاتحاد الأوروبي واليابان وغيرها من دول العالم بضخ الموجات تلو الأخرى من السيولة وشراء السندات والأسهم لإعادة الثقة للأسواق المالية والبنوك التجارية والمؤسسات الاستثمارية ، وما تجدر الإشارة إليه هو تدخل الحكومة الأمريكية بتشريعاتها قانونا لمعالجة الأزمة يتضمن تخويل وزير الخزانة للعمل ضمن حدود (٧٠٠) مليار دولار كحد أعلى لذلك إلى جانب تدخل الحكومات الأوروبية بصورة عامة والبريطانية التي وصلت إلى حد تأميم بعض المؤسسات الخاصة وغيرها من الحكومات والتي تسعى جميعا إلى السيطرة على الأزمة وحصرها في القطاع المالي والحد من انتقالها إلى القطاع الحقيقي قدر الإمكان ، ولكن تلك المعالجات قد تفلح في عدم تفشي الأزمة في القطاع الحقيقي على الرغم من انتقالها إليه وتأثره بها في الوقت الحاضر ولكن من المستبعد أو على الأقل من السابق لأوانه الحديث عن أن تصل الاقتصادات العالمية إلى حالة من الكساد بما يشبه ما حصل في عام ١٩٢٩ ولكن المتوقع أن تبلغ حدة الأزمة في القطاعين درجة ليست بالقليلة ولكنها أكبر من الأزمات التي تلت الأزمة الكبرى تلك .

الهوامش والمصادر

- ١ روبرت شيلر أستاذ علم الاقتصاد بجامعة ييل (Yale) وكبير خبراء الاقتصاد لدى مركز أبحاث الأسواق الشاملة (LLC) الذي شارك هو في تأسيسه .
- ٢ Shiller, R. , «Is There a Bubble in Home Prices?» , ٢٠٠٣ , retrieved from <http://www.project-syndicate.org>
- ٣ Shiller, R. , «Are Housing Prices a House of Cards?» , ٢٠٠٤ , retrieved from <http://www.project-syndicate.org>
- ٤ <http://www.project-syndicate.org> , Shiller, R. , «Betting The House» , ٢٠٠٤ , retrieved from
- ٥ CSI , Credit Crunch , ٢٠٠٨ , retrieved from «Boom and Bust in The Housing Market » <http://en.wikipedia.org>
- ٦ Pulte Corporation , Annual report cited from , National Bubble , ١٩٩٦ ، ٢٠٠٦ , or Local Bubbles? <http://en.wikipedia.org>
- ٧ Dot.com Crisis
- ٨ انظر جدول (٢) .
- ٩ يرتبط مضاعف الائتمان بعلاقة عكسية مع نسبة الاحتياطي القانوني الإلزامي فإذا كانت هذه النسبة هي (٢٠٪) فهذا يعني انه يجب احتجاز خمس الودائع دون إقراضها وان قيمة مضاعف الائتمان ستكون (٥) ويتم خلق نقود تعادل (٥) مليون دولار من وديعة نقدية أولية قيمتها مليون واحد ، في حين إن تخفيض نسبة الاحتياطي إلى (١٠٪) فانه يجب احتجاز عشر الودائع دون إقراضها و قيمة مضاعف الائتمان ستصبح (١٠) و يمكن خلق (١٠) مليون دولار من تلك الوديعة النقدية الأولية ذات المليون الواحد .

- 10 Economist Suddenly Popular ? , Daily The Federal Reserve Board : انظر :
http://reckoning Co. UK , A Consumer's Guide to Mortgage
en.wikipedia.org Refinancing www.federalreserve.gov
see Consumer Handbook on &
Adjustable-Rate Mortgage. The same
sit of FRB
- 20 سميت نسبة الى (Charles Ponzi) : وهو رجل أعمال أمريكي اشتهر بالمضاربات .
http://en.wikipedia.org 21
، Speculation Statistics
- 22 Michael D. Larson ، «How Federal
Regulators Lenders And Wall street
، Created Americans Housing Crisis
، pp، ٢٠٠٧، ٣٣-٣٤ . FRB
- 23 ليسلي كروفورد ، نهاية فقاعة المنازل تجلب ترشيد الإنفاق ، مجلة الأخبار الاقتصادية ، مقالات في الاقتصاد العالمي
www.uaeec.com ،
- 24 Stephane Sorbe ، «The Bursting of
The US House Price Bubble» DGTPE
، No ، Economics ، (٤٠) ، July ، ٢٠٠٨ ،
٣-pp٢٢
- 25 المراحل الكبرى في الأزمة المالية منذ اندلاعها مقال
يمكن الاطلاع عليه عند زيارة الموقع . www.aljazeera.net
- 26 Dornbusch ، R. ، S. Fischer ، &
R. Startez ، «Macroeconomics» Irwin/
، McGraw-hill ، USA ، ١٩٩٨ ، ٣٣٨-pp٣٣٦
http://en.wikipedia.org 27
Subprime Mortgage Crisis « Wikipedia
، ،
http://en.wikipedia.org 28
Subprime Mortgage Crisis « Wikipedia
، ،
Kathleen ، H. ، «US Mortgage Enter 18
For Closure at Record Pace Bloomberg
http://en.wikipedia.org ، ٢٠٠٧ ، news
Hyman Minsky ، "Why Is The 19
- 11 http://en.wikipedia.org
Subprime Mortgage Crisis « Wikipedia
، ،
http://en.wikipedia.org Zakaria ، 12
«Amore Disciplined America ، retrieved
، from
- 13 ارتفعت الأجور بمعدل سنوي يبلغ (٣,٢٪) عام ٢٠٠٦
و (٢,٣٪) في العام ٢٠٠٥ . انظر عبدالرحمن إياس ، الاقتصاد
الأمريكي لا يواجه أزمة حقيقية www.uaeec.com
- 14 عبدالله الذبيان ، أسواق المال العالمية .. الاضطراب
الكبير .. الهدوء الحذر www.uaeec.com
- 15 احد المشاركين في تأليف كتاب (The New
Capitalists) ورئيس مجلس إدارة إحدى الشركات .
- 16 ديفيد بيت ، علة الائتمان ليست جديدة : انعدام
المساءلة وغياب الشفافية وحس المسؤولية ، ٢٠٠٧ مجلة الأخبار
الاقتصادية ، مقالات في الاقتصاد العالمي و ٢٠٠٨ ، متاحة على
الموقع www.uaeec.com/articles
- 17 Yuliya، D. & Otto، V. 17
، «Understanding The Subprime
Mortgage Crisis ، Working Paper Series
Social http://en.wikipedia.org Science
، ٢٠٠٨ ،
- 29 انهيار ١٠ مصارف أمريكية جراء أزمة الرهن العقاري
والائتمان . أيلول ، ٢٠٠٨ ، amicnews/

asp.doc./showdoc١

- www.project.syndicate.org ٤١ http://en.wikipedia.org ٣٠
 Barry Eichengreen .»Anatomy of Crisis» Subprime Mortgage Crisis « Wikipedia
 ، ٢٠٠٨، retrieved، on «،
 ٣١ بنيامين ابلبوم ودافيدتسو ونيل اروين ، « واشنطن
 : هل تشتري الوزارة قروض السيارات والطلاب ، http://
 aawsat.com/print.asp
 ٣٢ «الأزمة أطاحت بكبريات المؤسسات المالية» مقال
 متاح على الموقع www.aljazeera.net
 http://en.wikipedia.org retrieved ٣٣
 Subprime Mortgage Crisis « ، ٢٠٠٨، on
 «، Wikipedia
 http://en.wikipedia.org ٣٤
 Subprime Mortgage Crisis « Wikipedia
 «،
 ٣٥ انهيار ١٠ مصارف امريكية جراء ازمة الرهن العقاري
 والائتمان .ايلول ، ٢٠٠٨ ، http://amicnews/
 asp.doc./showdoc١
 ٣٦ انهيار ١٠ مصارف مصدر سابق .
 asp.http://amicnews/doc./showdoc١
 ٣٧ هدى الحسيني ، أيلول الأسود الأمريكي...مزاقتصاد
 العالم ، مجلة الأخبار الاقتصادية ، مقالات في الاقتصاد، ٢٠٠٨ ،
 www.uaeec.com
 ٣٨ نبيل زكي ، الوجه السلبي للعولمة في القطاع المصرفي ،
 ، مجلة الأخبار الاقتصادية ، مقالات في الاقتصاد، ٢٠٠٨ ،
 www.uaeec.com
 ٤٦ الصناديق السيادية مقال متاح على الموقع http://
 mme/٢٠٠٨/arabic.cnn.com
 ٤٧ انظر ١ : الأزمة أطاحت بكبريات المؤسسات المالية
 الأميركية ، ٢٠٠٨ ، www.aljazeera.net
 ٢ Housing and Economic Recovery
 Retrieved From; http:// ، ٢٠٠٨ Act of
 en.wikipedea.org/wiki
 ٣٩ توفيق ألمديني ، اثر الأزمات في الاقتصاد العالمي ، مجلة
 الأخبار الاقتصادية ، مقالات في الاقتصاد، ٢٠٠٨ ،
 www.uaeec.com
 ٤٠ أسوار براساد ، دروس ناشئة عن الأزمة المالية ، مجلة
 الإخبار الاقتصادية ، مقالات في الاقتصاد، ٢٠٠٨ ،
 WWW.uaeec.com