



ازدحام على أبواب بنك «نورثرن روك» بالمملكة المتحدة، وهو أحد الآثار الناجمة عن أزمة الرهونات العقارية الثانوية.

الرهونات العقارية الثانوية: مجسات أزمة

راندال دود

Randall Dodd

يعزى اضطراب سوق
الرهونات العقارية
إلى انهيار هيكل
الأسواق المالية
للولايات المتحدة
بنفس القدر الذي
يعزى به إلى الديون
المعدومة

تشكيل الرهونات في صورة أوراق مالية من خلال مشتقات الائتمان، والتزامات الديون المضمونة. وتعتمد سوق الرهن العقاري حاليا بصورة حاسمة على القدرة على إدخال الدين ضمن مختلف شرائح المخاطر من خلال أدوات مالية مركبة، ثم بيع تلك الشرائح على حدة - بيع أكثرها مخاطر إلى المشتريين الذين يلتمسون العائد المرتفع، وأحيانا إلى مشتريين استدانتهم عالية مثل صناديق التغطية.

وحتى يتسنى لنا أن نفهم كيف تغيرت سوق الرهن العقاري - وأن نتعرف على موضوع انهيارها، ونبين نقاط ضعفها الهيكلي وأن نفسر لماذا تجاوز التصدع إلى ما وراء الحدود حتى وصل إلى اقتصادات أخرى متقدمة ونامية - فإن الأمر يتطلب جولة معمارية عن سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة.

كيف نشأت السوق وتطورت

كانت سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة قبل ١٩٣٨، تتألف أساسا من مؤسسات إيداع منظمة، مثل المصارف، ومؤسسات الادخار والقروض، التي كانت تستخدم ودائعها

كيفية زيادة بنسبة ٣ في المائة في الرهونات الثانوية متأخرة السداد، والتي زادت القروض المتعثرة بمقدار ٣٤ مليار دولار، أن تحدث صدعا في النظام المالي للولايات المتحدة، الذي يتعامل في ٥٧ تريليون دولار في الصيف الماضي، أعقبه وقوع اضطراب مالي عالمي؛ وقد تفسر الممارسات المترخية إن لم تكن الاحتياطية في مجال تغطية الإقراض الثانوي بضمان الرهونات إلى حد كبير ما حدث من ارتفاع في سعر القروض المتخلفة عن السداد بصورة خطيرة من ٦ في المائة إلى ٩ في المائة من الربع الثاني من ٢٠٠٦ والربع الثاني من ٢٠٠٧. إلا أن تأثير ذلك على الأسواق المالية والاقتصادات يتجاوز بعبء أية خسائر متوقعة من حبس الرهن.

وتكمن الإجابة في نشوء وتطور هيكل سوق رهن العقارات المحلية. فقد تغير هذا الهيكل على مدى السنوات السبعين المنصرمة بصورة جذرية من هيكل تقدم فيه مؤسسات الإيداع المحلية منح قروض إلى هيكل يتركز في مصارف وول ستريت الرئيسة وشركات الأوراق المالية، التي تستخدم أحدث ما أنتجته الهندسة المالية لإعادة

فى تمويل قروض شراء المنازل. وكانت هيئات الإقراض تلك «تنشئ» القروض، وحيث إنها تحتفظ بها ضمن محافظها، فإنها كانت تتحمل المخاطر الائتمانية، ومخاطر تقلبات أسعار الفائدة فى السوق، ومخاطر السيولة الناتجة عن تمويل أصول طويلة الأجل بخصوم قصيرة الأجل (الودائع).

وبغية توفير مزيد من السيولة ورؤوس أموال جديدة لهذه الأسواق، قامت الحكومة، فى إطار سياسات «البرنامج الجديد» للرئيس روزفلت، بإنشاء الهيئة الوطنية الاتحادية للرهن العقارى (المعروفة باسم فاني ماى) فى ١٩٣٨. وكانت

«وعلى مر الزمن، تلاقى نماذج الأعمال التى تتبعها فاني ماى وفريدى ماك، ووفرتا معا قدرا هائلا من التمويل للرهنات الأمريكية».

تلك مؤسسة مملوكة للحكومة، وتتمثل مهمتها فى خلق سوق ثانوية للرهن العقارى. وكانت هيئة فاني ماى تشتري الرهنات العقارية من منشئها، وتعيد الحويلة النقدية إلى المؤسسات. وعن طريق شراء الرهنات العقارية مباشرة، والاحتفاظ بها فى محفظة، كانت مؤسسة فاني ماى تستحوذ على مخاطر الائتمان، ومخاطر السوق، ومخاطر السيولة. لكن كانت هيئة فاني ماى فى وضع أفضل من مؤسسات الإيداع فى التعامل مع مخاطر السيولة والسوق لأنها كانت تستطيع الاقتراض لأجل أطول. وكانت فاني ماى أيضا أقدر على إدارة مخاطر الائتمان (أو السداد) لأنها كانت تحتفظ بمحفظة رهونات عقارية متنوعة على المستوى الوطنى، وهو ما كانت حتى أكبر البنوك تجد أنه من الصعب عليها عمله بسبب القيود التنظيمية على المعاملات المصرفية بين الولايات. وكانت مؤسسة فاني ماى لا تشتري سوى الرهنات العقارية التى «تتوافق» مع مقاييس معينة لتغطية الرهنات. وتستخدم تلك المقاييس الخاصة بالإقراض الآن فى تعريف القروض المتوافقة، وهى مرادف للرهنات العقارية «المتمازجة».

وقد أثبتت هيئة فاني ماى نجاحها، وشكلت عمليات الإقراض التى قامت بها لتمويل مشترياتها من الرهنات العقارية بحلول الستينيات من القرن العشرين، حصة مهمة من الديون التى فى ذمة حكومة الولايات المتحدة. ولتحريك أنشطة فاني ماى خارج نطاق ميزانية التشغيل الاتحادية، تم إعادة تنظيم سوق الرهن العقارى التى ترعاها الحكومة أثناء إدارة الرئيس جونسون فى ١٩٦٨. ونتجت عن إعادة التنظيم، الهيئة الوطنية الحكومية للرهن العقارى (جيني ماى) للتعامل مع الرهنات العقارية المضمونة من الحكومة من خلال برامج الإسكان الاتحادية للمحاربين القدماء وغيرها من برامج الإسكان الاتحادية. وقامت أيضا بخصخصة ما تبقى من أنشطة ضمن مؤسسة مملوكة ملكية خاصة ومرخصة على المستوى الاتحادى، سميت رسميا فاني ماى - تحتفظ ببعض التزامات المصلحة العامة لإسكان ذوي الدخل المنخفض. وفى ١٩٧٠، قامت جيني ماى بتطوير السندات المالية المضمونة برهنات عقارية، التى نقلت مخاطر السوق إلى المستثمرين، وأزاحت عن عاتق الموازنة الاتحادية كثيرا من الديون التى كانت تتكبدتها لتمويل برامج الإسكان الحكومية. وتعمل السندات المالية العادية التى تضمنها رهونات عقارية عن طريق تجميع رهونات عقارية متماثلة، وبيع السندات المالية التى تنشئ حقوقا على مدفوعات الرهن العقارى من المجمع. ويتم تمرير المدفوعات مباشرة إلى حاملي السندات المالية.

وفى ١٩٧٠، تم إنشاء الشركة الوطنية الاتحادية للرهن العقارى، المعروفة باسم «فريدى ماك»، بغرضين: توريق الرهنات العقارية التقليدية، وتوفير المنافسة لهيئة فاني ماى التى تمت خصصتها حديثا.

وعلى مر الزمن، تلاقى نماذج الأعمال التى تتبعها فاني ماى وفريدى ماك، ووفرتا معا قدرا هائلا من التمويل للرهنات الأمريكية، سواء على طريق شراء الرهنات العقارية المتوافقة والاحتفاظ بها، وتحويل مبالغ كبيرة على نحو مماثل من قروض الإسكان إلى سندات مالية مضمونة برهنات عقارية. وهذه السندات المالية تشتريها مؤسسات الاستثمار، والأفراد الأثرياء، ومؤسسات الإيداع ذاتها. وأدت عملية التوريق إلى توزيع مخاطر السوق، ووفرت لمؤسسات الإيداع فئة أكثر سيولة من أصول القروض، واستغلت موارد عميقة من رؤوس الأموال لسوق الرهن العقارى.

وأزالت سوق الأوراق المالية المضمونة برهنات عقارية، مخاطر السوق ليس فقط من الميزانيات العمومية للمؤسسات المنشئة للرهنات العقارية مثل البنوك، بل أيضا من ميزانيتها هيتى فاني ماى وفريدى ماك. كما وفرت أيضا تمويلا طويل الأجل للإقراض بضمن رهونات عقارية، وبذلك أزال مخاطر السيولة إلى حد كبير. وحيث إن فاني ماى وفريدى ماك هما اللتان تضمنان القروض، فقد بقى قدر كبير من مخاطر الائتمان فى أيدي عملاقي الرهن العقارى، اللذين كان حجمهما وتنوعهما يسمح لهما بالتعامل معها.

وتتضمن عملية التوريق تجميع الرهنات العقارية فى وسيلة ذات غرض خاص، هى ببساطة شركة مسجلة عادة فى بلد فى الخارج لا يفرض ضرائب. وتصدر الشركة أسهما تمثل حقوقا على الرهنات العقارية. ويتمثل أبسط هيكل فى أن يقوم المجمع بتمرير المدفوعات على رهناتها العقارية إلى حاملي السندات المالية، بينما تقسم الهيكل الأكثر تعقيدا المدفوعات إلى شرائح عالية المخاطر وشرائح منخفضة المخاطر.

ويسمح التوريق للمؤسسات المنشئة للأوراق المالية بالحصول على إيراد من الأتعاب على أنشطتها لضمان التغطية، دون أن تترك نفسها عرضة لمخاطر الائتمان، أو السوق، أو السيولة لأنها تبيع القروض التى تبرمها. ويمكن للمؤسسات المنشئة للأوراق المالية، إذا رغبت، أن تعيد شراء مخاطر السوق عن طريق شراء السندات المالية. ويحصل المستثمرون على أصول رهونات عقارية أكثر سيولة وتنوعا، كما تحصل سوق الرهن العقارى ككل على منافذ أكبر إلى رأس المال. وتحصل شركات خدمة الرهن العقارى على أتعاب مجزية وإيرادات من الفوائد. كما يكسب مصدر السندات المالية المضمونة برهنات عقارية أتعابا عن ضمان التغطية، وتكسب فاني ماى وفريدى ماك، وهما مؤسستان ترعاها الحكومة، أتعاب ضمان لإصدارتهما المورقة.

إصدارات السندات المالية المضمونة بأصول «من الفئة الخاصة»

حقق هذا الهيكل السوقى، الذى كانت المؤسسات التى ترعاها الحكومة تحتل منها محل القلب، نجاحا هائلا، وجذب منافسة من جانب المؤسسات المالية الكبرى الأخرى. وبعد أن اتهمت الحكومة فريدى ماك وفاني ماى منذ عدة سنوات مضت بأخطاء جسيمة فى التقيد بالقواعد المحاسبية الجديدة للمشتقات، بدأت شركات وول ستريت الكبرى تحركا مقادما إلى إصدار السندات المالية المضمونة برهنات عقارية.

وفى ٢٠٠٣، كانت المؤسسات التى ترعاها الحكومة تمثل مصدر ٧٦ فى المائة من الإصدارات المضمونة برهنات عقارية والمرهونة بأصول: وكانت إصدارات «الفئة الخاصة»، من جانب شركات وول ستريت تمثل نسبة ٢٤ فى المائة المتبقية، وفقا لمجلة انسايد مورتجاج فينانس. وبحلول ٢٠٠٦، كانت حصة

من ثلاث شرائح، تكون للشريحة الأدنى مخاطر، أو الشريحة الممتازة الحق الأول في الحصول على المدفوعات من الرهونات العقارية المجمعة. وتحظى الشريحة الممتازة بأعلى تصنيف ائتماني، قد يبلغ أحيانا فئة AAA، وتحصل على سعر فائدة أدنى. وبعد تسديد الحقوق الممتازة، تتلقى الشريحة الوسطى أو الشريحة البيئية، مدفوعاتها. وتمثل الشريحة البيئية مخاطر أكبر بكثير، وعادة ما تحظى بتصنيفات ائتمانية دون الدرجة الاستثمارية، ومعدل عائد أعلى. ولا تتلقى الشريحة الدنيا أو شريحة أسهم حق الملكية مدفوعات إلا إذا تم سداد مدفوعات

«لقد كان المفتاح إلى تحريك ديون الرهونات العقارية الثانوية عبر السوق هو تقسيم المخاطر».

الشرائح الممتازة والبيئية بالكامل. وتعاني شريحة أسهم حقوق الملكية من الخسائر الأولى في المجمع، وتتضمن مخاطر عالية، وعادة ما لا يتم تصنيفها ائتمانياً. كما أنها تمنح أيضاً أعلى معدل للعائد بسبب المخاطر. ويتم بيع كل فئة من السندات المالية على حدة، ويمكن تداولها في الأسواق الثانوية، حتى يمكن اكتشاف الأسعار لكل مستوى من المخاطر.

وفي التزام الدين المعزز بضمناً، يمكن إعادة بيع نحو ٨٠ في المائة من الدين الثانوي إلى مؤسسات الاستثمار وغيرها، كأصول من شريحة ممتازة، ودرجة استثمارية. وقد وجدت صناديق التغطية، وهي مكاتب تداول الملكية التابعة لشركات وول ستريت، وبعض مؤسسات الاستثمار الساعية وراء الاستثمارات مرتفعة العائد، الشرائح الدنيا مدعاة للإغراء.

وقد حذرت مؤسسة فيتش راتنجز في ٢٠٠٥ «من سرعة تحول صناديق التغطية إلى مصادر مهمة لرأس المال بالنسبة لسوق الائتمان»، إلا أن «هناك مخاوف مشروعة من أن هذه الصناديق قد ينتهي بها المطاف إلى مضاعفة المخاطر دون تعمد منها». وذلك يرجع إلى أن صناديق التغطية، التي تستثمر في مشروعات عالية المخاطر إلى حد كبير، ليست كيانات تتسم بالشفافية - أي أن أصولها وخصومها وأنشطتها في التداول لا يتم الإفصاح عنها علانية - وتكون أحيانا عالية الاستدانة، وتستخدم المشتقات، أو تقترض مبالغ كبيرة للاستثمار. لذلك، لم يعرف المستثمرون والهيئات التنظيمية سوى القليل عن أنشطة صناديق التغطية بينما يكون «تأثيرها في أسواق الائتمان العالية، حسبما ذهب مؤسسة فيتش للتصنيف أكبر مما تشير إليه أصولهم التي قيد الإدارة، وذلك بسبب استدانتها العالية».

وتشير التقارير الصحفية إلى أن استدانة صناديق التغطية النمطية في شراء شرائح مرتفعة العائد بلغ ٥٠ في المائة. وهذا يعني أن رأسمالات قدره ١٠٠ مليون دولار قد يضاف إلى أموال مقترضة قدرها ٥٠٠ مليون لاستثمار مبلغ ٦٠٠ مليون دولار في شرائح حقوق الملكية أو شرائح بيئية من التزام دين ثانوي معزز بضمناً. وإذا كانت هذه الشرائح الثانوية تمثل ٢٠ في المائة من إجمالي التزام الدين، وتم بيع الثمانين في المائة المتبقية كدين ممتاز من درجة استثمارية، لمؤسسات استثمار، فعندئذ يسمح ذلك المبلغ من رأسمالات صندوق التغطية وقدره ١٠٠ مليون دولار للمنشئين للسندات المالية ومصدرى الأوراق المالية المضمونة برهونات عقارية من الفئة الخاصة بتحريك ٣ مليارات دولار عبر سوق الرهونات العقارية الثانوية - أي ٢,٤ مليار دولار كسندات مالية من الفئة الاستثمارية، و ٦٠٠ مليون دولار كسندات متدنية المستوى مرتفعة العائد.

المؤسسات التي ترعاها الحكومة قد انخفضت إلى ٤٣ في المائة، مثلت إصدارات الفئة الخاصة منها ٥٧ في المائة. وكان من بين المصدرين الكبار لإصدارات الفئة الخاصة شركات مشهورة، مثل ويلز فارجو، وليهمان براذرز، وبيير إسترينز، وبي مورجان، وجولدمان ساكس، وبنك أوف أمريكا - إلى جانب عدة جهات إقراض كبرى عديدة، تقدم قروضا لمقترضين ثانويين مخاطرهم عالية، مثل إنديماك، ووامو، وكانترى وايد.

وإلى جانب هذا التحول الجذري والسريع في حصص السوق، جاء تغيير مشابه في معايير ضمان التغطية. وبينما كانت فاني ماي وفريدي ماك تمثلان بصورة كاملة تقريباً جهات إقراض عقارى «ممتازة»، نمت حصة إصدارات الفئة الخاصة في جانب كبير منها من خلال إنشاء وتوريق الرهونات العقارية الثانوية عالية المخاطر، وكذلك الرهونات العقارية من فئة «Alt-A»، الممنوحة لمقترضين جدارتهم الائتمانية أكبر من جدارة عملاء الرهونات الثانوية، لكنهم يمثلون مخاطر أكثر من مقترضى القروض الممتازين (انظر الجدول).

وقد خلق تزايد عملية إنشاء وتوريق الرهونات العقارية، مشكلة لم يسبق أن ظهرت في أسواق تتركز حول مؤسسات ترعاها الحكومة. كيف يمكن بيع مثل هذه السندات المالية للدين، الحاصلة على تصنيف ائتماني متدن؟ كان كبار مشترى السندات المالية الممتازة المضمونة برهونات عقارية من مؤسسات الاستثمار، إلا أن توجيهاتها الإرشادية وقواعدها المتعلقة بالاستثمار كانت تفيد بشكل حاد حدود تعرضها لمخاطر السندات المالية من فئة دون الفئة الاستثمارية. وأمكن بيع مبالغ صغيرة من الدين الثانوية وقدرها ١,١ تريليون دولار، تم توريق ٦٨٥ مليار دولار منها، كسندات مالية مضمونة برهونات عقارية، لمستثمرين متنوعين يلتزمون العائد المرتفع - ولكنها لم تقرب من المبلغ كاملاً.

إيجاد مستثمرين جدد

تمثل مفتاح تحريك ديون الرهونات العقارية الثانوية في أنحاء السوق في تقسيم المخاطر، وخلق شرائح من الفئة الاستثمارية منخفضة المخاطر، وشرائح (تصنيفها الائتماني أدنى) مرتفعة المخاطر من مجمع الرهونات العقارية. ومن أجل ذلك، استخدم شارع وول استريت التزام الديون المعززة بضمناً، الذي أنشأته في ١٩٨٧ شركة الاستثمار ديكسيل بيرنهام لامبيرت، وهي منحلّة حالياً كجزء من تمويلها بسندات عالية المخاطر غير مأمونة العائد لعمليات الشراء بأموال مقترضة.

وقد تم تجميع الرهونات العقارية الثانوية في التزامات ديون معززة بضمناً، تم فيها إدخال الحقوق المورقة على مدفوعات الجمع في «شرائح» أو فئات من المخاطر متنوعة. وشأنها شأن الرهونات العقارية التي قامت عليها، فإن التزامات الديون المعززة بضمناً سددت الأصل والفائدة. وفي نموذج بسيط

التجديف سريعاً

تضخمت إصدارات السندات المالية المضمونة برهونات عقارية دون الفئة الاستثمارية بين عامي ٢٠٠٣ و ٢٠٠٦.

(مليار دولار - نسبة مئوية من المجموع)

النوع	٢٠٠٣	يناير - يونيو ٢٠٠٦
ممتاز	٥٧,٦ (٥٢)	٦٧,٢ (٢٦)
ثانوى	٣٧,٤ (٣٤)	١١٤,٣ (٤٤)
Alt-A	١٥,٨ (١٤)	٧٦,٥ (٣٠)
المجموع	١١٠,٨	٢٥٨,٠

المصدر: Inside Mortgage Finance.

تجميد الأسواق

تغطية للضمانات الإضافية من سماسرتها الأساسيين. (تقوم صناديق التغطية بالاقتراف مقابل قيمة أصولها، وعندما تنخفض تلك القيم، تحتاج صناديق التغطية لاستحلاب رؤوس أموال جديدة، أو تباع ما لديها من أصول لتسييد القرض). وقد تفاقم الموقف لأنه في غياب التداول، لم تكن هناك أسعار للسوق تستخدم كمقياس للأداء، ولا أية طريقة لتحديد قيمة مختلف شرائح المخاطر.

ونتيجة لذلك، توقفت التغطية عن التعامل، ولم يعد هناك وجود لسوق التزامات الديون المعززة بضمان وما يتصل بها من أسواق المشتقات الائتمانية أساسا ولم يتمكن مصدرو التزامات الديون المعززة بضمان من بيع ما لديهم من رصيد، وتوقفوا عن تدبير إصدارات جديدة.

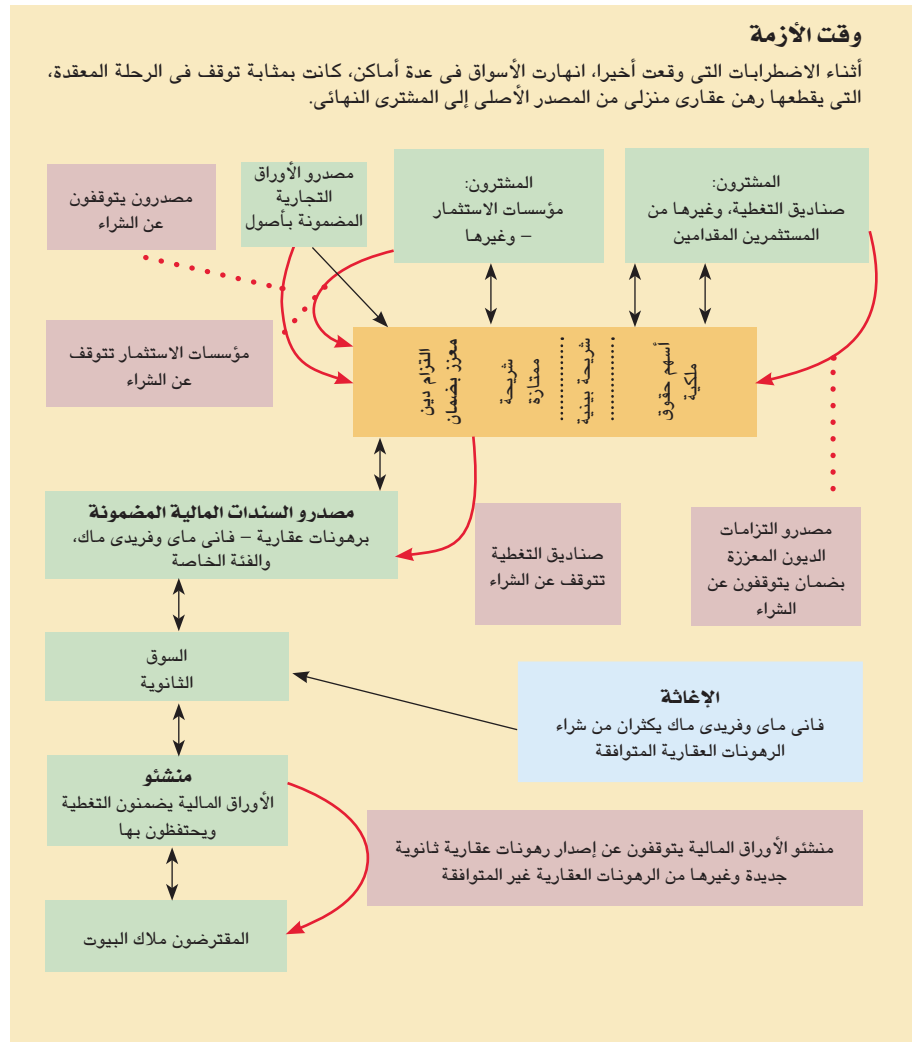
وفي ظل غياب المشترين عن السوق الثانوية، لم يتمكن منشئو الرهونات العقارية الثانوية من بيع القروض التي أبرموها. وقد ألقى ذلك ضغطا هائلا على كثيرين من منشئي الرهونات - الذين كان عدد كبير منهم شركات تمويل رسملتها هزيلة وغير منظمة. وبدورها قامت البنوك التي تتعامل مع هؤلاء المنشئين بسحب التمويل المقدم منها، وعجز المنشئون عن تحمل عبء رصيد الرهونات العقارية التي أصدروها. وتوقفوا فوراً عن منح قروض جديدة، وعلى الأقل القروض الثانوية الجديدة، وقدم بعضهم طلبات للحماية من الإفلاس. وبدورهم، لم يتمكن مشترى المنازل المرتقبون، وأصحاب المنازل الذين يطلبون إعادة تمويلهم من الحصول على رهونات عقارية غير متوافقة،

الأمر الذي حال بين من لديهم مشكلات في السداد وبين إعادة التمويل تجنباً للتعثر. وتقلص الطلب في صناعة الإسكان.

وفي نفس الوقت الذي توقفت فيه صناديق التغطية وغيرها من شركات الاستثمار عن شراء شرائح عالية المخاطر من المخاطر الثانوية، توقف مشترى الأوراق التجارية - أي السندات الإذنية للشركات التي عادة ما تكون على قمة سلم الجدارة الائتمانية - عن شراء الأوراق التجارية المضمونة بأصول، بعدما تبين أن الأصول موضوع البحث كانت شرائح مصنفة في الدرجة الاستثمارية من الرهونات العقارية الثانوية. لقد كانت التصنيفات الائتمانية المرتفعة في وقت ما كافية لتهدئة مخاوف المستثمرين إزاء مخاطر الائتمان، إلا أن انهيار أسعار شرائح أسهم حقوق الملكية والشرائح البنينية دفع المستثمرين إلى إعادة تقييم شرائح أخطار الفئة الاستثمارية. وكان على البنوك الكبرى والسماسرة الكبار، الذين كانوا قد منحوا حدود تسهيلات ائتمانية مضمونة لوكلاء وأوعية الاستثمار الهيكلي المصدرة لهذه الأوراق التجارية، أن ينفذوا هذه الحدود. وكانت البنوك تستخدم هؤلاء الوكلاء وأوعية الاستثمار الهيكلي في حفظ الأصول الثانوية خارج دفاترها، وفي تفادي اشتراطات رأس المال المتصلة بذلك. وفجأة، كان من الضروري إعادة تلك الأصول إلى

خلافاً للسندات المالية والعقود الآجلة المتداولة علنا، فإن التزامات الديون المعززة بضمان والمشتقات الائتمانية لا تتداول في أسواق الأوراق المالية. وتتداول بدلا من ذلك في معاملات الأسواق خارج البورصة. وتعمل أسواق الأوراق المالية كوسيط في كل عملية بيع، ويتم التداول علنا: وفي أسواق المعاملات خارج البورصة يكون التداول ثنائيا بين العملاء والسماسرة، ولا يتم الإفصاح عن أسعار أو أحجام التداول. ولا تتسم عملية اكتشاف السعر، بالشفافية، ولا توجد مراقبة للسوق لتحديد أين توجد مراكز كبيرة أو معرضة للخطر. علاوة على ذلك، فإن المعاملات خارج البورصة، خلافاً لأسواق الأوراق المالية، لا يوجد لها صناع سوق أو معيون أو اكتسبوا في غير ذلك صفة مؤسسية لضمان السيولة. ونتيجة لذلك، فإنه عندما تترنح الأسعار بفعل أحداث كبرى، يتوقف السماسرة عن التصرف كصناع للسوق، وقد يتوقف التداول.

وعندما ضربت الأزمة في أغسطس الماضي، تم تسييل السندات المالية المضمونة برهونات عقارية ثانوية، في ذات الوقت الذي كان فيه المستثمرون ذوو الاستدانة العالية مثل صناديق التغطية يحتاجون إلى تصحيح مراكزهم، أو التعامل بعيداً عن المراكز الخاسرة (انظر الرسم البياني). وقد ترك ذلك صناديق التغطية حبيسة داخل مراكز مدمرة في ذات الوقت الذي واجهت فيه طلبات



الميزانيات العمومية للبنوك الكبرى، وشركات وول استريت. وقد تطلب ذلك منها الحصول على تمويل إضافي للوكلاء، وتحمل أتعاب رأسمالية مقابل القروض للوكلاء - وبذلك تضيف المزيد إلى طلب النظام المالي على الائتمان في وقت كان فيه ذلك الائتمان في طريقه إلى النفاذ.

كما لعبت صناديق التغطية والمستثمرون الساعون إلى العائد الكبير دورا حاسما في انتشار هذا التصدع في السوق عبر الحدود. فعندما انهارت أسعار الشرائح عالية المخاطر، ولم يتمكن المستثمرون من التعامل خارج مراكزهم الخاصة، تم عندئذ بيع أصول أخرى - خاصة تلك التي لها أرباح كبيرة غير محققة - مثل أسهم الأسواق الناشئة - من أجل الوفاء بطلبات الاقتراض بضمان أوراق مالية، أو تعويض الخسائر. وهبطت أسواق الأسهم على مستوى العالم، كما هبطت بالمثل معظم عملات الأسواق الناشئة من حيث القيمة، وإن استرد معظمها عافيته سريعا.

وقد أدى افتقار سوق المعاملات خارج البورصة إلى الشفافية إلى تفاقم المشكلة، لأن المستثمرين، وقد صاروا فجأة ينفرون من المخاطرة، لم يكونوا يعرفون من هو معرض للمخاطر الثانوية ومن هو ليس معرضا. وقد جذبت السندات المالية للرهنات العقارية عالية

العائد كثيرا من المشترين من غير الأمريكيين. وطلبت عدة بنوك ألمانية كانت تستثمر في السوق الثانوية الأمريكية تدخل الجهات التنظيمية، وتهافت المدعون على سحب ودائعهم من بنك نورثيرن روك في المملكة المتحدة. وقد ضرب الجمود، الذي أصاب سوق الأوراق التجارية المضمونة بأصول، كندا، وذلك لأن حدود التسهيلات الائتمانية المضمونة التي كانت تدعم وكلاء الأوراق التجارية المضمونة بأصول ثبت أن صياغتها سيئة، الأمر الذي خلق عدم يقين قانوني في وقت حرج. ولم يتم تسوية الموقف حتى أصر البنك المركزي علانية على ضرورة وفاء البنوك بالتزاماتها بصرف النظر عن الجوانب القانونية.

تعدد مواضع التصدع

أسهمت عدة نقاط ضعف في إخفاق السوق الذي سمح تغييره بقفزة قدرها 3 نقاط مئوية في معدلات عدم السداد في قسم فرعي من الرهنات العقارية في الولايات المتحدة، في إلقاء نظام مالي أمريكي يتعامل في 57 تريليون دولار في خضم الاضطراب، وبإحداث هزات عبر العالم كله:

● انهارت السوق أولا في الوقت الذي وضعت فيه الشرائح الأعلى مخاطر من الدين الثانوي لدى المستثمرين ذوي الاستدانة العالية. وليس على صناديق التغطية اشتراطات مالية (وهي في هذا الصدد غير منظمة). وكان عرف الصناعة الجارى في الاستثمار على الاستدانة يسمح بتحمل مخاطر مفرطة. ويتميز تحمل المخاطر بالتناسب مع رأس المال المستثمر بميزة حصيفة هي الحد من تحمل المخاطر ووضع حاجز للاحتياط بين الخسائر والإفلاس. إن تحمل مخاطر تتجاوز حدود ما تسمح به الحصافة يعتبر أساسا غير مستقر لتنظيم أسواق المال ونقطة ضعف في هيكل السوق.

● لقد تصدعت السوق أيضا لأن مؤسسات مالية غير منظمة ورووس أموالها دون المستوى المطلوب كانت هي التي توفر السيولة لأسواق التعامل خارج البورصة في التزامات الديون المعززة بضمان، والمشتقات الائتمانية. وبمجرد

أن ظهرت متاعب ملاءة هذه الأسواق، فقدت سيولتها وتوقف التعامل بصورة أساسية.

● أسهمت الهيئات المنشئة للرهنات العقارية غير المنظمة والتي تقل رؤوس أموالها عن مستواها المطلوب أيضا في الأزمة. فقد كانت الهيئات المنشئة للرهنات مثل صناديق التغطية تعمل برأس مال أقل مما يجب، وكانت تستخدم التمويل قصير الأجل لتمويل الرهنات العقارية التي كانت تصدرها وتتوقع أن تحتفظ بها فترة وجيزة فقط. وعندما لم تتمكن من بيع تلك الرهنات العقارية للشركات التي حولتها إلى سندات مالية، اضطرت كثرة من الجهات المنشئة للرهنات، غير المنظمة إلى الخروج من السوق.

● أدى انعدام الشفافية في أسواق المعاملات خارج البورصة إلى تفاقم الموقف. كما أدى عجز المشاركين في السوق عن الوقوف على طبيعة وموقع مخاطر الرهنات العقارية الثانوية إلى تحول مفاجئ في تقييم المخاطر. وبعد أن كانوا في يوم ما يفرطون في التفاؤل بشأن مخاطر سوق الرهنات العقارية الثانوية، أصاب المستثمرين الذين حل بهم الرعب والبلبل، وهولوا من شأن المخاطر، وانصرفوا حتى عن الشرائح الممتازة من الفئة الاستثمارية.

● عانت أسواق التعامل خارج البورصة

أيضا من انهيار السيولة، فبدلا من إظهار مرونة في مواجهة زيادة تقلبات الأسعار، توقفت هذه الأسواق عن التعامل عندما صار النظراء غير جديرين بالثقة وهرب المشترون.

بداية عند تثبيت الأسواق

رغم أن الأمر يتطلب سبل علاج معينة لإعادة الاستقرار إلى تمويل الإسكان، فقد جذبت أزمة الرهنات العقارية الثانوية إلى دائرة الضوء أوجه ضعف أوسع. وللتعامل مع أوجه الضعف هذه، ينبغي النظر في عدة قضايا.

أولا، ينبغي تقييم مدى فاعلية تطبيق معايير الصناعة، وأية لوائح قائمة تتعلق باستخدام الضمان الإضافي (اقتراض بضمان أوراق مالية) على المشتقات خارج نطاق البورصة وعمليات اقتراض صناديق التغطية.

ثانيا، على صانعي السياسات تقييم التأثير على الكفاءة والاستقرار الناجم عن وضع اشتراطات للإبلاغ لصناديق التغطية، وأسواق التعامل خارج البورصة، مثل تلك الخاصة بالمشتقات، والسندات المالية - مثال ذلك التزامات الديون المعززة بضمان.

ثالثا، ينبغي التفكير في مد نطاق التدابير - مثل تلك القائمة في أسواق الأوراق المالية وأسواق التعامل خارج البورصة، والمتعلقة بالأوراق المالية الصادرة من الخزنة الأمريكية - والتي تلزم السماسرة بالتصرف كصناع للسوق. وإلا، فما الذي يمكن عمله للمساعدة في منع انعدام السيولة في أسواق التعامل خارج البورصة.

رابعا، ينبغي استكشاف المزايا الناتجة عن وضع الجهات المنشئة للرهنات العقارية تحت إطار تنظيمي ينم عن الحصافة وإنشاء هيئة اتحادية تعامل هذه الشركات كمؤسسات مالية، وهي كذلك. ■

راندال دود خبير مالي أول بدائرة أسواق المال والنقد بصندوق النقد الدولي.