

تفشى المرض:

راندال دود وپول ميلز
Randall Dodd and Paul Mills

للدهشة - مثل الأسواق التي تقدم فيها البنوك قروضا إلى بعضها البعض، والأوراق التجارية قصيرة الأجل، بل وسندات البلديات.

فيروس قروض الولايات المتحدة دون الممتازة

ليس هناك شيء خاطئ أو متهور بطبيعته في تقديم القروض للمقترضين الأدنى دخلا أو ذوي السجل الائتماني الضعيف. لكن الحذر يفرض على المقترضين عند تقديم القروض دون الممتازة، أن يسيطروا على المخاطر بإجراء تقييم محكم بدرجة أكبر للمقترضين، وأن يحددوا معايير أعلى للضمان، وأن يتقاضوا أسعارا للفائدة تزيد مع تزايد المخاطر.

بيد أنه كثيرا جدا ما تراخت المعايير في القروض دون الممتازة وقروض "Alt - A" (ومخاطرها بين مخاطر القروض الممتازة ودون الممتازة). وبدلا من ذلك، كان كثير من الرهونات دون الممتازة هو «قروض النينجا» - وهو ما يشير لعدم وجود دخل أو وظيفة أو أصول. ومما يجعل الأمور أسوأ، أن كثيرا من هذه الرهونات تم إصداره في البدء بأسعار فائدة منخفضة على نحو من «المزج مسيرته» أو بشروط أخرى تصعب محاكاتها، مثل خيارات تقاضي الفائدة فقط

أصبحت أسباب الأزمة في سوق الرهونات دون الممتازة واضحة. فقد بدأت بممارسات سيئة في التأمين، أصبحت غفيرة. لكن الدمار والضرر تكاثرا في كل مرحلة من العملية المعقدة التي نشأت فيها ديون المساكن الخطيرة، ثم أصبحت أوراقا مالية تساندها أصول شكلت عندئذ جزءا من التزام الديون المضمونة التي جرى تصنيفها وبيعها للمستثمرين. ومع ذلك، فإن ما هو غير واضح هو كيف استطاعت هذه الخسائر أن تمتد لأجزاء أخرى من النظام المالي العالمي. ومثل وباء يصيب فيه فيروس خفي أناسا كثيرين ومجتمعات متعددة، فقد انتشرت الأزمة المالية عندما أثارَت خسائر الوسطاء في سوق واحدة غير شفافة المخاوف بشأن السيولة والملاءة في أماكن أخرى. ومثلما ينتقل المرض بالمخالطة الوثيقة بين البشر، وعن طريق الآفات والأغذية الملوثة، كذلك انتقلت هذه الأزمة المالية من خلال الأسواق والمؤسسات المترابطة في حين تركت البعض الآخر دون أن تمسه.

وسنبحث أصول أزمة الرهونات دون الممتازة والأماكن المختلفة التي وجدت فيها آثار هذه الأزمة، وبعضها يدعو

كان يمكن احتواء
أى مشكلة من ذلك
الحشد الهائل من
المشكلات في سوق
الرهونات الأمريكية
وحدها، لكنها سببت
معا أزمة امتدت
لسائر أنحاء الأرض



عدوى الرهونات دون الممتازة الأمريكية

تحديات إضافية لعملية التصنيف الائتماني. وثبت أن النماذج التي استخدمتها وكالات التصنيف الائتماني، مثلها مثل المستثمرين الآخرين، غير كافية للتنبؤ ليس فقط بمستوى حالات الإعسار الفردية بل أيضا بكيف سيحدث الإعسار في نفس الوقت عبر أسواق الإسكان في الولايات المتحدة. وتجعل أوجه القصور هذه من الصعب تحديد مخاطر الائتمان كميا والتميز بينها بصورة دقيقة شريحة إثر أخرى. وقد افترض أن الارتباط قليل بين الشرائح الممتازة المصنفة في مراتب عالية، والشرائح الأكثر خطورة الأدنى مرتبة. بيد أنه عندما أصبحت النوعية الضعيفة للقروض أكثر وضوحا وتدهورت قيمة الأوراق المالية، سرعان ما بدأت قيمة الشرائح تهبط هي أيضا.

«كان مبرر هذا الإقراض الخطير هو أن أسعار المنازل طفتت ترتفع سريعا ولم تنخفض على النطاق القومي في الولايات المتحدة منذ الثلاثينيات من القرن الماضي».

وحدث مزيد من المشاكل عند توزيع الأوراق المالية وتداولها. وتبدى للعيان انكشاف المراكز الاستثمارية المستندة للاقتراض أو المرسلة بصورة ضعيفة للمخاطر، وظهر عدم سيولة كثير من أسواق الائتمان المهيكل، عندما اضطرب التداول في حشد من الأسواق الأخرى - الأوراق المالية التي تساندها الرهونات دون الممتازة والتزامات الديون المضمونة، والأوراق التجارية التي تساندها أصول ومشتقات الائتمان (دود، ٢٠٠٧). وجعلت الدرجة العالية من تحقيق الفاعلية عن طريق الاقتراض، وفيه يقترض المستثمرون بصورة باهظة أو يستخدمون المشتقات لزيادة العائد على رأس المال، استراتيجيات الاستثمار معرضة للمخاطر بسبب تقلبات الأسعار الكبيرة في السوق. واستند مصدرو الرهونات، والسامسة والمتداولون، وصناديق التحوط، وأدوات الاستثمار المهيكلة التي تحتفظ بها البنوك خارج الميزانية، إلى الاقتراض المفرط. وكانت استراتيجية إدارة المخاطر الأساسية هي التخطيط للخروج سريعا من الوضع الذي يسبب خسائر. لكن مثل هذه الاستراتيجية، التي تعتمد على بقاء الأسواق سائلة، فشلت عندما أصبحت الأسواق غير سائلة بصورة سريعة.

وعندما يصبح التداول أحادي الجانب يعد ذلك تحديا لأي سوق - مع محاولة كل شخص البيع أو الشراء. لكن بعض الأسواق أثبت أنه سائل على نحو يعول عليه أكثر من غيره. وقد ظلت البورصات في الولايات المتحدة تتمتع بالسيولة حتى خلال انهيار ١٩٨٧ الاقتصادى والسوق الهابطة التي أعقبت ازدهار شركات الشبكة العنكبوتية في البورصة في أوائل العقد. وثبت أن هذا ليس هو الحال بالنسبة لأسواق الأوراق المالية المرتبطة بالرهونات ومشتقات الائتمان التي تعمل خارج البورصة. ولم تضم هذه الأسواق سماسرة يتعهدون أو يلتزمون، في غير ذلك، بدعم سيولة السوق بالحفاظ على العروض الملزمة وطلب العطاءات طوال يوم التداول. إذ يستطيعون خلال فترات الشدة، أن ينسحبوا من عملية صنع السوق، ويلغى غياب التداول، طريقة مستقلة في تحديد مراكز المحافظ بأسعار

أو مدفوعات الاستهلاك السلبي، لجعلها تبدو أكثر يسرا بالنسبة للمقترضين. وقد أتاح هذا للمقترضين الحصول على رهونات أكبر، لكنه فرض مدفوعات أكبر مستقبلا على الأسر المعيشية عند انتهاء الأسعار التي من المزعج مسايرتها أو بدء سداد الأصل.

وكان مبرر هذا الإقراض الخطر هو أن أسعار المساكن كانت قد طفتت ترتفع سريعا ولم تنخفض على النطاق القومي في الولايات المتحدة منذ الثلاثينيات. ومن ثم، كان يمكن تخفيف أى مشاكل محتملة في السداد بصورة كبيرة أو القضاء عليها، بزيادة أسعار السوق الخاصة بالضمانات المعنية. وإذا فشل المقترض في السداد حسب الجدول الزمني المحدد، فإن زيادة قيمة البيت تيسر إعادة التمويل، أو تغطي القرض والفائدة المستحقة والغرامات، في حالة حبس الرهن. وفي ظل افتراض أن أسعار المنازل ستواصل الزيادة وأن نسبة القرض إلى القيمة ستهبط دوما، فليس هناك مجال كبير للخطأ.

وأضافت عملية تحويل قروض البيوت إلى أوراق مالية (والتي يتم فيها نقل مدفوعات الإيراد والأصل إلى المستثمرين من خلال ائتمان) مشاكل أخرى. وفي حين كان لجميع الأوراق المالية التي تساندها رهونات والتي تحول أعباءها فورا لطرف آخر والتي أصدرتها مؤسسات تشرف عليها الحكومة الأمريكية - فاني ماي وفريدي ماك - معايير مشتركة للضمان، فإن الأوراق المالية التي تساندها رهونات التي أصدرتها شركات وول ستريت الرئيسة كانت لها معايير قروض مغايرة. وجعل هذا تكلفة فهم المعلومات المفصّل عنها، وعلاوة الإبقاء على الثقة، أعلى كثيرا. ولم يزد الاجتهاد والتدقيق الواجب من قبل المستثمرين بما يكفي لتعويض عبء المعلومات الأكبر هذا.

وبدلا من ذلك، زاد المستثمرون من اعتمادهم على التقييم الذي تجريه وكالات التصنيف الائتماني. وعلى الرغم من أن لهذه الوكالات سجلا طويلا ومعروفا، فقد كان تصنيف السندات والأوراق المالية السكنية التي تساندها رهونات والتزامات الديون المضمونة، أمرا جديدا ومعقدا. والتزامات الديون المضمونة هي أوراق مالية ائتمانية مهيكلة تساندها مجمعات من الأوراق المالية والقروض ومشتقات الائتمان التي يتم تقسيم تدفقاتها النقدية لأقسام، تسمى شرائح، لها سمات سداد وعائد مختلفة.

ونظرا لأن الرهونات دون الممتازة كانت جديدة، فقد كانت المعلومات محدودة عن أدائها في الماضي، وذلك قصور مهم بصفة خاصة عند محاولة تحديد كيف ستؤدي هذه الرهونات - فرادى وكمجموعة - خلال أوقات الشدة الاقتصادية. وأدى التفاؤل بشأن كيفية أداء الرهونات دون الممتازة إلى تحويل ما يربو على ٩٠ في المائة من القروض دون الممتازة المورقة إلى أوراق مالية لها أعلى تصنيف، وهو: أ ثلاثية (صندوق النقد الدولي، ٢٠٠٨).

ولم تشجع الحوافز التي توفرها السوق لمصدرى القروض والمورقين بل ووكالات التصنيف الائتماني، على التشكك في هذه الأوراق المالية التي يصعب فهمها. بل لقد زادت الحوافز من حجم المعاملات وشجعت على إهمال قضايا مثل نوعية الائتمان والحدز لأن كل القوى الفاعلة كانت تتلقى مقابلا لإتمام الصفقات ونظرا لأن شخصا آخر - المستثمر النهائي - سيتحمل الخطر في النهاية.

وطرح تعقد هذه الاستثمارات المهيكلة - التي تقسم الأوراق المالية إلى شرائح متعددة، لكل منها مستوى مختلف من المخاطر ويتم بيعها منفصلة -

السوق (انظر «الأسواق التي تعمل خارج البورصة ما هي؟» ص ٣٤). ومع زيادة التقلب في أسواق الأوراق المالية التي تساندها رهونات وأسواق الائتمان، ترتفع أيضا مخاطر صنع السوق والاحتفاظ بمخزون من الأوراق المالية. وقد قلل هذا استعداد السماسرة لتوفير السيولة السوقية لمن يسعون إلى المتاجرة.

تضشى الفيروس

إن أيا من هذه المشكلات وحده لا بد أن يشكل وضعا صعبا وإن كان المحتمل أنه يمكن أن يصحح نفسه بنفسه. وقد اقتضت على أسواق الرهونات دون الممتازة. وكانت الخسائر المباشرة من الرهونات دون الممتازة. وقد كانت الخسائر المباشرة من الرهونات دون الممتازة نفسها صغيرة نسبيا، تعادل انخفاضا قدره ٢-٣ في المائة في أسعار الأوراق المالية في الولايات المتحدة. لكن المشاكل تلاحمت معا وامتدت لكثير من القطاعات الأساسية الأخرى من النظام المالي والاقتصاد. وإجمالا، قدر الصندوق في تقريره عن الاستقرار المالي العالمي لعام ٢٠٠٨، أن الخسائر العالمية قد تصل إلى ٩٤٥ مليار دولار بمجرد إدراج خسائر أخرى، مثل العقارات التجارية. وكانت سرعة واتساع نطاق التضشى مدعاة للدهشة، وقد نهل المحللون من جراء التطورات العشرة التالية التي فاضت عن أزمة الرهونات دون الممتازة.

النوعية الباعثة على الكآبة لمعايير الإقراض دون الممتاز والإقراض Alt-A في ٢٠٠٦-٢٠٠٧. مع استمرار تصاعد التخلف عن السداد وحبس الرهن، ظل ضعف نوعية القروض المقدمة في ٢٠٠٦ - ٢٠٠٧، يصيب المحللين بالصدمة. نادرا ما انخفضت الأوراق المالية للشركات من المرتبة أ ثلاثية بأكثر من مرتبة واحدة في وقت واحد... وفي ظل غياب كساد يجعل يمثل هذه الخسائر، أصبح أمران واضحين. الأول، إن مقترضين كثيرين لم يستطيعوا تحمل تكاليف رهنهم إلا عندما وصلت أسعار المنازل الارتفاع، مما سمح لهم بإعادة التمويل

بعد انتهاء أسعار الإغراء التي تصعب مسايرتها. ومع هبوط أسعار المنازل حاليا في كثير من المناطق، ارتفع التخلف عن السداد وحبس الرهن بصورة حادة لأن المقترضين يعجزون عن إعادة التمويل. ثانيا، إن عددا كبيرا من المقترضين والسماسرة والقائمين بالتقييم ضخموا أسعار المنازل ودخول المقترضين في طلبات القروض. وعلى أية حال، فإنه مع استمرار ارتفاع أسعار الأسهم، أصبح كثير من هذه الرهونات بعيد المنال على أي حال. وعلى الرغم من أن إعادة تحديد الأسعار على الرهونات المقدمة بأسعار قابلة للتصحيح تفاقم مشكلة التخلف عن السداد، فإن هذا لم يكن هو السبب الأولي.

مدى وسرعة تدهور التصنيف الائتماني للأوراق المالية التي تساندها أصول. أدرك المستثمرون بتكلفة عالية تحملوها، أن احتمال تعرض الأوراق المالية الائتمانية المهيكلة لتدهور سريع وحاد أكبر من احتمال حدوث ذلك لسندات الشركات (انظر الشكل). ولا يحدث التدهور بصورة أكثر تكرارا في الأوراق المالية دون الممتازة فحسب، بل إنه يقلل عدة درجات من تصنيفها مرة واحدة في العادة، بسبب حساسية التصنيف الائتماني لهذه الأوراق المالية للزيادات في الخسائر الائتمانية المتكبدة. ونتيجة لذلك، اهتز إيمان المستثمرين بآراء وكالات التصنيف الائتماني - فقد تم تسعير علاوات الائتمان على الأوراق المالية التي تساندها رهونات من المرتبة أ ثلاثية بنفس مستوى سندات الشركات من المرتبة ب ثلاثية منذ آب/أغسطس ٢٠٠٧.

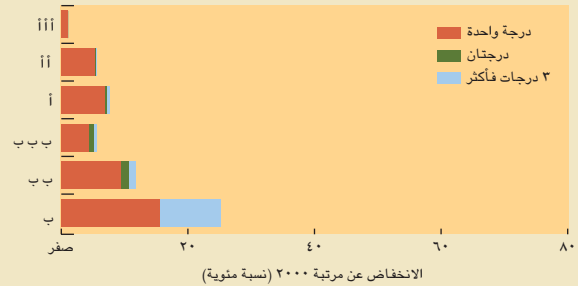
وكان هذا يشكل مشكلة بصفة خاصة للبنوك التي احتفظت بالشرائح «الممتازة الأسمى» المصنفة أ ثلاثية من التزامات الديون المضمونة التي تكفلها. ولم تتوافر لعدد من البنوك الخبرة اللازمة لتحليل التعرض إلى مخاطر هذه الأوراق التي تساندها أصول، واعتمدت بصورة فعالة على وكالات التصنيف الائتماني في ضمان الدقة الواجبة. وبالتالي، فعندما بدأ تدهور مرتبة هذه الأوراق المالية من المرتبة أ ثلاثية في تموز/ يوليو ٢٠٠٧، تكبدت هذه البنوك خسائر كبيرة يسعر السوق.

الذعر في صناديق سوق النقود في آب/أغسطس ٢٠٠٧. حدثت الرجة الأولى في الأسواق الأوسع نطاقا في تموز/ يوليو، عندما ثارت جولة كبيرة من انخفاض مراتب الأوراق المالية التي تساندها رهونات دون الممتازة (بسبب تزايد التأخر عن السداد) وحاول صندوقان للتحوط ترعاهما مؤسسة بير ستيرنز في وول ستريت تسهيل مراكز كبيرة في هذه الأوراق المالية. ولكن لم يبدأ اضطراب أوسع نطاقا في السوق القائمة فيما بين البنوك إلا عندما أعلن البنك الفرنسي بي إن بي باربياس في آب / أغسطس أنه أوقف المسحوبات من بعض صناديق سوق النقود. وخوفا من نشوء طلب قوى من الزبائن على المسحوبات النقدية، حولت صناديق سوق النقود بصورة دفاعية محافظها من الودائع المصرفية متوسطة وطويلة الأجل ومن الأوراق التجارية (أساسا الديون المستحقة للشركات) لأوراق آجال استحقاقها ليلة واحدة وأجال مغالية في القصر. وأثار هذا طلبا قويا على السيولة قصيرة الأجل وتسبب في انهيار سوق الأوراق التجارية التي تساندها أصول، وهي الأوراق قصيرة الأجل التي استخدمت لتحويل الاستثمارات الخارجة عن الميزانية العمومية في الأصول طويلة الأجل. وجعل هذا من الصعب على البنوك في أوروبا وأمريكا الشمالية أن تقترض لأجل أطول من ليلة واحدة. وحتى على الرغم من أنه كان هناك بضع مخاوف بشأن ملاءة البنوك في هذه المرحلة، فلم تكن جوائز الإقراض لآجال أطول أمدا كافية لتعويض خطر الإقراض لطرف مقابل قد يعاني من مشاكل.

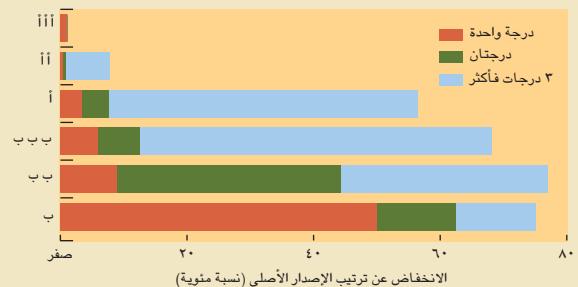
النظام المصرفي «الخفي». ألقى الانهيار في الطلب على الأوراق التجارية التي تساندها أصول، الضوء على أدوات الاستثمار المهيكلة التي كفلها عدد من البنوك بصورة مباشرة أو التي قدم لها التزامات كبيرة للمساعدة بالقروض. وفي الأساس، انكبت هذه الكيانات الخارجة عن الميزانية العمومية على تحويل السيولة

الهبوط المتسارع

نادرا ما انخفضت الأوراق المالية للشركات من المرتبة أ ثلاثية بأكثر من مرتبة واحدة في وقت واحد...
(الأوراق المالية للشركات، انخفاض المرتبة الائتمانية و ٢٠٠١)



... ولكن كثيرا من الأوراق المالية دون الممتازة حقق انخفاضا مثيرا في مرتبته الائتمانية.



المصدر: Standard & Poor's.

- بأن تتلقى الحويلة قصيرة الأجل لمبيعات الأوراق التجارية التي تسندها أصول لتشتري بها أصولاً أطول أجلاً، وهو ما يماثل ما فعله البنوك تقليدياً في الميزانية العمومية عندما تتلقى الودائع وتقدم القروض. ولكن نظراً لأنها كانت خارج الميزانية العمومية، فلم تكن تحتاج لقدركبير من الأموال للوفاء بالمتطلبات القانونية للبنك. ومع انهيار سوق الأوراق التجارية التي تساندها أصول، كان على البنوك أن تقرض هذه الكيانات، وسرعان ما أصبح عليها أن تقرر ما إذا كانت تدمجها رسمياً في ميزانيتها العمومية أم لا. وقد فعل بعض البنوك ذلك، ووسع نطاق ميزانيته العمومية ومقدار رأس المال الذي تقتضيه، ولم يفعل البعض الآخر ذلك، مما أطلق العنان لبيع الأصول وإجبار المستثمرين على تكبد الخسائر. وعلى الرغم من معرفة وكالات التصنيف الائتماني وهيئات التنظيم بهذه الكيانات، فلم يتم تقدير حجمها (أكثر من تريليون دولار من الأصول) وإسماها في الطلب على الأصول الخطيرة، بصورة واسعة قبل آب/أغسطس ٢٠٠٧.



نطاق التزامات البنوك بالسببولة. عندما تعرضت قدرة البنوك على تمويل أنفسها في أسواق الجملة للإجهاد، بدأت في اختزان السيولة بحيازة المزيد من الأصول المماثلة للتدقيق وتقليل الفترات التي تقرض فيها البنوك الأخرى. وغدت البنوك أكثر قلقاً بشأن عدد التزامات الإقراض التي تبرمها مع بعضها البعض، والتي تقدمها لصناديق

التغطية، وللكيانات من الشركات. وفي الوقت نفسه، فإنه عندما وجدت البنوك أن جمع الأموال عن طريق بيع القروض في أسواق الأوراق المالية أصبح أكثر صعوبة، كان عليها أن تحتفظ بمزيد من القروض في دفاتها. وقد جابهت البنوك ضغوطاً متعلقة بالسببولة عند طرفي خط إنتاج القروض: إذ كان عليها أن تحتفظ بالقروض التي خططت لبيعها وكان عليها أن تفي بالتزاماتها بالقروض التي لن تتحقق بغير هذا. وقد تراكب هذا مع عزوف البنوك المتزايد عن إقراض بعضها البعض. وكانت النتيجة هي عدم سيولة غير مسبوق في الأسواق القائمة فيما بين البنوك.

سرعة نضوب سيولة البنوك. عندما ترتفع مخاوف الطرف المقابل الائتمانية ويجري اختزان الأصول السائلة، فقد تجد حتى البنوك القادرة على الوفاء بالتزاماتها أنه من الصعب الاستمرار في تلقي التمويل. فقد طلب بنك نورثرن روك في المملكة المتحدة تمويلًا طارئاً من بنك إنجلترا لأنه لم يستطع أن يورق الرهونات الموجودة في دفاتره أو أن يبيعهها في غير ذلك، ولم يستطع جمع النقدية اللازمة من البنوك الأخرى، وكانت لديه أصول سائلة غير كافية للبقاء سوى لعدة أسابيع قليلة. وبالمثل، عانت مؤسسة بير ستيرنز من «نضوب» سوق الجملة رغم تطمينات جهات الإشراف بأن لدى الشركة ما يزيد على المتطلبات القانونية من رأس المال. وقد استنفدت بير ستيرنز احتياطياتها من السيولة البالغ ١٧ مليار دولار في ثلاثة أيام، حتى مع تفاوض بنك نيويورك الفيدرالي وبي مورجان للتقدم لندجتها. وليس بنك نورثرن روك وبيير ستيرنز سوى مثالين لهشاشة الثقة في أسواق الجملة ومدى السرعة التي يمكن أن تستهلك بها الشركة النقدية عندما تتلطح سمعتها وتكون الأسواق غير سائلة.

ويساعد الخوف من تشويه السمعة في تفسير السبب في عزوف البنوك عن استخدام حدود التسهيلات الائتمانية المساندة التي كانت تحتفظ بها مع بعضها البعض. إذ كانت تخشى من انتشار الشائعات بأنها أصبحت غير سائلة. ولأسباب مماثلة، عزفت البنوك عن استخدام دعم الطوارئ للسيولة المقدم من البنوك المركزية. ونتيجة لذلك، طور بنك الاحتياطي صيغة من تسهيل نافذة الخصم به ليتيح لطائفة واسعة من البنوك التقدم لطلب السيولة دون ذكر اسمها. وتسعى بنوك مركزية أخرى إلى ضمان ألا يثير استخدام تسهيلات إشاعات في السوق.

تركز مخاطر الائتمان دون الممتاز لدى مصدرى السندات. بدأ بعض مصدرى السندات، الذين كانوا قد تخصصوا من قبل في توفير الحماية الائتمانية للسندات البلدية وسندات البنية الأساسية، في ٢٠٠٣ في التأمين على الأوراق المالية التي تساندها أصول والتزامات الديون المضمونة لتعزيز التصنيف الائتماني أ ثلاثية للشرائح الأكثر أماناً. وجعل ارتفاع التأخر عن سداد الرهن وحبس الرهونات هذه الأوراق المالية تتهاوى وزاد التزامات مصدرها، وأدى لتخفيض مرتبتهم الائتمانية أو وضعهم تحت الرقابة المتعلقة بالتصنيف الائتماني من قبل وكالات التصنيف. ويقدر أن أكبر جهتين للإصدار وهما: Ambac و MBIA فقدتا ٢٣ مليار دولار واحتاجتا إلى جمع رأسمال إضافي.

انهيار أسواق سندات البلديات قروض الطلاب. أثارَت المشاكل الحادة في شركات التأمين المتخصصة في مجال واحد صدمة في أوصال أسواق سندات البلدية والأوراق المالية التي تساندها قروض الطلاب. وأكثر من نصف سندات البلدية القائمة في الولايات المتحدة والتي تبلغ قيمتها ٢,٦ تريليون دولار، تضمنه جهات التأمين المتخصصة في مجال واحد حتى تستطيع السندات أن تحصل على تصنيف ائتماني يبلغ أ ثلاثية. وكان تأثير الضمانات هو تحقيق التجانس في كثير من إصدارات السندات المختلفة والتي تربو على المليونين والقائمة في أوراق مالية تصنيفها الائتماني مماثل وهو: أ ثلاثية.

وفي السنوات الأخيرة، تباعدت السوق عن سندات القسائم الثابتة التقليدية متجهة نحو صكوك مبتكرة أخرى، مثل الأوراق المالية بسعر صرف المناقصة. وعلى الرغم من أن للأوراق المالية بسعر صرف المناقصة آجال استحقاق طويلة الأجل عادة من وجهة نظر المقرض، فإن المقرضين يعتبرونها أوراقاً مالية قصيرة الأجل لأن سعر فائدتها يعاد تحديده كثيراً في ترتيب المناقصة الهولندي، حيث يتوافر للحائزين خيار بيع الأوراق المالية. وفي ظل الظروف الطبيعية، فإن تكاليف الفائدة أقل بالنسبة للمصدر، والاستثمار أكثر سيولة بالنسبة لمديري المؤسسات وشركات الأموال. لكن المشاكل مع المصدرين تثير الشكوك بشأن المرتبة الائتمانية للأوراق المالية بسعر صرف المناقصة. وفي حين أن السماسرة والقائمين بالتداول قدموا بصورة تقليدية التزامات واضحة بضمان سوق منتظمة، فقد توقفوا عن تقديم مثل هذه الالتزامات عندما وجدوا أنفسهم وقد حازوا أوراقاً مالية أكثر من اللازم. ونتيجة لذلك، فشل المزارد تلو المزارد، وكان على كثير من البلديات أن تدفع أسعار فائدة أعلى كثيراً.

واستخدمت شركات كثيرة متخصصة في قروض الطلاب تقنية الأوراق المالية بسعر صرف المناقصة، واضطرت بعد فشل المناقصات إلى غلق مشروعاتها أو الحد من تقديم قروض جديدة.

اعتماد سوق الرهن في الولايات المتحدة على الكيانات التي تكفلها في الأزمات. كانت السلطات الأمريكية نشيطة عادة في استخدام الوكالات الاتحادية والمشروعات التي تكفلها الحكومة لدعم سوق الرهن. وقد اتخذ هذا شكل إعادة تمويل الرهونات (إدارة الإسكان الاتحادية)، مما زاد بصورة مثيرة الإقراض المقدم لبنوك الرهن المحتاجة للسيولة وشراء مزيد من الأوراق المالية التي تساندها رهونات (البنوك الاتحادية لقروض المساكن)، ولشراء مزيد من الرهونات وإصدار وشراء مزيد من الأوراق المالية التي تساندها رهونات (المشروعات التي ترعاها الحكومة)، وتوفير السيولة تلقاء طائفة أوسع من الضمانات المتعلقة بالرهونات من طائفة أوسع من الأطراف المقابلة (الاحتياطي الاتحادي). خلاصة القول، إن

السلطات الأمريكية استخدمت كل وسيلة في متناولها للإبقاء على إقراض الرهن ماضيا في طريقه.

نطاق إجبار البنوك على إلغاء الاقتراض لتحقيق الفاعلية المالية. عانت البنوك من الخسائر، واستوعبت الأصول الناتجة عن فشل أدوات الاستثمار المهيكلة وصناديق التغطية في ميزانياتها العمومية، واضطرت للوفاء بالتزاماتها بتقديم القروض. ونتيجة لذلك، كان عليها أن تقفن رأس المال بصورة أكثر حزما. ومع تدهور رأس المال وصعوبة الحصول عليه خارجيا أو زيادة تكلفة ذلك كثيرا، سعت البنوك لتقليل القروض الطوعية وتشدت في شروط الائتمان الذي تقدمه بالفعل - سواء على قروض المساكن المقدمة للمستهلكين أو القروض المقدمة لصناديق التغطية. والبنوك التجارية تقترض في الوضع الطبيعي لتحقيق الفاعلية المالية - وتحفظ برأسمال يشكل جزءا صغيرا من إجمالي الأصول - ومن ثم، فإن انخفاضاً قليلاً نسبياً في رأس المال يمكن أن يسفر عن انخفاض أكبر كثيرا في إجمالي الإقراض المقدم. ويقدر أن ٤٠٠ مليار دولار من خسائر النظام المصرفي الأمريكي من جراء الأزمة الراهنة سيسفر عن انخفاض يبلغ تريليوني دولار في إجمالي الإقراض ونقص يبلغ ١,٢ في المائة في الناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة (جرينلو وآخرون، ٢٠٠٨، صندوق النقد الدولي، ٢٠٠٨).

المقاومة: ليست كل المفاجآت سيئة

على الرغم من كثير من التطورات المعاكسة خلال انتشار الأزمة المالية للرهنونات دون الممتازة، هناك بعض مفاجآت تستحق الترحيب.

أولا، كان امتداد المشاكل للأسواق الناشئة محدودا حتى الآن، وظل النمو العالمي والطلب على السلع الأساسية على حد سواء قويين. لم تكن الأسواق الناشئة منيعة كلية. فقد تعرض بعض البلدان، مثل كازاخستان وأيسلندا لتوترات في القطاع المصرفي، وارتفعت علاوات السندات السوقية، وانخفضت بعض أسواق أسهم رأس المال في الأسواق الناشئة بصورة حادة (بعد أن ارتفعت سريعا في بضع السنوات السابقة). ولكن لم تنشأ حتى الآن أزمة كبرى، كما لم يحدث هروب حاشد لرأس المال على نحو يزعزع الاستقرار.

ثانيا، كان استعداد صناديق الثروة السيادية لتقديم رأس المال إلى بنوك الاستثمار والبنوك التجارية التي تعاني من ضائقة، علامة على الدور الإيجابي الذي يمكن أن تلعبه مؤسسات الاستثمار طويل الأجل هذه في الإسهام في تحقيق الاستقرار المالي العالمي. وحتى آذار/مارس ٢٠٠٨، كانت هذه الصناديق قد أسهمت بمبلغ ٤٥ مليار دولار في توفير رأس المال للبنوك ومصدرى الأوراق المالية، على الرغم من أن استمرار خسائر السوق جعل ضغ مزيد من رأس المال أقل احتمالا في الأجل القريب.

بعض العلاجات الممكنة

رغم أنه لا يزال يجري تشكيل التدابير السياسية، فإن الأمر يقتضى أن توضع في الاعتبار أهداف أساسية عدة، لتصحيح المشكلات القائمة وللحيلولة دون تكرارها على حد سواء:

• جعل الاقتراض لتحقيق الفاعلية المالية معتدلا. تتضمن أجزاء أساسية من الأسواق المالية الحديثة قدرا كبيرا من الاقتراض لتحقيق الفاعلية المالية مما يجعلها معرضة لمخاطر التقلبات الكبيرة في الأسعار وعدم سيولة السوق. وكما نرى، فإن التوسع في هذا الاقتراض لتحقيق الفاعلية المالية يقاوم من تقييد الائتمان، وتولد التجارة الكاسدة تغييرات مفرطة في الأسعار، وينبغي لصانعي السياسة أن يشددوا قيود التحوط على الاقتراض لتحقيق الفاعلية المالية، ربما من خلال فرض اشتراطات أكبر لرأس المال أو الضمانات.

• تحسين إدارة السيولة. أثبت بعض المؤسسات الكبرى أنه أقل مرونة من المتوقع في مجال التمويل. ويقتضى الأمر أن يتحوط المشاركون الرئيسيون في السوق لضمان السيولة اللازمة لعملياتهم.

• دعم سيولة السوق. أثبتت السيولة، ومن ثم عملية اكتشاف السعر، في الأسواق التي تعمل خارج البورصة أنها هشة. ويقتضى الأمر اتخاذ خطوات لدعم الاعتماد المتبادل على السيولة في هذه الأسواق - على سبيل المثال، من خلال صياغة التزامات بالعروض من قبل السماسرة (مثلا هو الحال في سوق الخزنة الأمريكية).

• النهوض بالاجتهاد الواجب. كشف المستثمرون عن نقص في الاجتهاد الواجب وإفراط في الاعتماد على التصنيف الائتماني في الاستثمار في الأوراق المالية المهيكلة. وتحتاج مؤسسات الاستثمار بصفة خاصة إلى تبنى مبادئ توجيهية للاستثمار تقتضى اجتهادا واجبا أكبر مع تحول مديري أموالها إلى فئات جديدة من الأصول. ولتحسين عملية التدقيق، يقتضى الأمر أن تصبح عملية تقييم منتجات الائتمان المهيكلة بصورة مستقلة أكثر بساطة وأسهل بالنسبة للمستثمرين.

• زيادة الشفافية. فاقم الافتقار للشفافية في أسعار السوق في صكوك الائتمان المهيكل، التحديات المتعلقة بالمحاسبة والتقييم التي طرحتها هذه الأزمة، وأسهم فيها. ويساعد تحسين التوافر العام للمعلومات الخاصة بالأسعار والتداول في اكتشاف الأسعار وتقييم سعر السوق. وإضافة لذلك، يقتضى الأمر توفير حوافز تنظيمية ملائمة للبنوك لتدعيم الكيانات الخارجة عن الميزانية العمومية عندما يحتمل أن تقف وراءها، في التطبيق العملي.

إجهاد مستعص

ما الذي نتعلمه من هذه العدوى؟ أولا، أن الأوراق المالية نقلت بعض مخاطر الائتمان بعيدا عن النظام المصرفي، ولكن ليس بالقدر المتوقع وكان ذلك على حساب الشفافية. ويستغرق الأمر أمدا طويلا لاكتشاف أين تراكمت الخسائر. ثانيا، لا تكون الأسواق التي تعمل خارج البورصة سائلة بالضرورة عندما تتعرض للإجهاد. وقد كان الاضطراب الذي أصاب الأسواق القائمة فيما بين البنوك عميقا وطويلا بأكثر مما توقعه أي شخص قبل آب/أغسطس ٢٠٠٧، مما يعني أنه يتعين أن تكون المؤسسات قادرة على البقاء فترات طويلة معتمدة على مواردها الخاصة. ثالثا، ركزت إدارة المخاطر في البنوك فرادى على حماية المؤسسة في حين تجاهلت لحد كبير المخاطر النظامية. ونتيجة لذلك، أصبح حل الأزمة أمرا معقدا لأقصى حد في عالم من المخاطر والمستقات المتناثرة. وكانت البنوك المركزية مطالبة بأن يتكسر سريعا طرقا لاحتواء تفشي المرض، ومع ذلك فقد استمرت الأزمة. وقد ثبت أن محاربة هذا الوباء أكثر صعوبة مما تخيله الأطباء. ■

راندال دود مستشار وبول ميلز خبير اقتصادي أقدم في دائرة أسواق النقد ورأس المال في صندوق النقد الدولي.

المراجع:

Dodd, Randall, 2007, "Subprime: Tentacles of a Crisis," Finance & Development, Vol. 44 (December), pp. 15-19.

Greenlaw, David, Jan Hatzius, Anil K. Kashyap, and Hyun Song Shin, 2008, "Leveraged Losses: Lessons from the Mortgage Market Meltdown," paper presented at the U.S. Monetary Policy Forum Conference, February 29.

International Monetary Fund (IMF), 2008, Global Financial Stability Report, April (Washington).