

تحليل الأزمة المالية العالمية الراهنة الأسباب

والتداعيات والعلاج

إشراف الأستاذ الدكتور

إعداد طالب الدكتوراه

حسين الفحل

نبال محمود قصبية

قسم الاقتصاد المالي والنقدي

كلية الاقتصاد

جامعة دمشق

الملخص

سوف يتناول هذا البحث أسباب تشكل فقاعة الرهن العقاري واتفجارها في عام 2007، وأبرز تداعيات هذه الأزمة على المؤسسات المالية المختلفة، وطريقة تشكل حزم سندات الرهن العقاري وأسباب انتشارها، ومن ثم كيفية تحول أزمة الرهن العقاري إلى أزمة سيولة ثم إلى أزمة عدم قدرة على السداد؛ وذلك من خلال المبحث الأول.

أمّا المبحث الثاني والثالث فسوف يخصصان لدراسة الأسباب غير المباشرة التي أدت إلى حدوث الأزمة المالية وكذلك الحلول التقليدية المقترحة للخروج منها، والتأكيد أن هذه الحلول هي حلول إسعافية فقط، وعلى ضرورة تبني حلول جذرية تؤدي إلى تحصين النظام المالي العالمي وحمايته من الأزمات في المستقبل، وذلك لوجود خلل كبير في الدعائم الأساسية لهذا النظام، وكذلك التأكيد أن الحل الجذري الوحيد لإصلاحه هو الاستبدال بهذه الدعائم أخرى أكثر قوة وثباتاً واستقراراً والبناء فوقها من جديد، أو ببساطة تغيير آلية عمل هذا النظام بالكامل، مع اقتراح أهم الحلول الكفيلة بذلك.

الكلمات المفتاحية: الأزمة المالية العالمية، أزمة الرهن العقاري، حزم سندات الرهن العقاري، أزمة السيولة، أزمة عدم القدرة على السداد، النظام النقدي الدولي، تبادل القروض غير القابلة للسداد

.CDS

مقدمة:

على الرغم من التطور الكبير الذي حدث في علم الاقتصاد وتطور القدرة على التعبير عنه بشكل كمي من خلال ابتكار النماذج الاقتصادية المتنوعة واكتشاف العلاقات التي تحكم متغيراته المختلفة، إلا أنه ما زال حتى الآن عاجزاً عن التنبؤ بشكل دقيق بالأزمات المالية المختلفة، أماكن حدوثها، وأوقات حدوثها، وأعمارها، وتداعياتها، وامتداداتها، ومع مضي الوقت وزيادة عدد المتغيرات التي تؤثر في النماذج الاقتصادية المختلفة والانتقال التدريجي من اقتصاد أكثر انغلاقاً إلى اقتصاد أكثر انفتاحاً، تزداد صعوبة التنبؤ، وتعمق الفكرة القائلة: إن السياسات الاقتصادية التقليدية المختلفة لا يمكن إلا أن تكون سياسات علاجية وليست سياسات وقائية. ولا تستثنى الأزمة المالية العالمية الراهنة من هذه القاعدة إذ إنها حدثت بشكل غير متوقع ومفاجئ لمعظم الناس. وكانت وما زالت غامضة العواقب والتداعيات.

سيركز هذا البحث على أهم أسباب هذه الأزمة وتداعياتها المختلفة، مع تحليل لأهم الحلول المقدمة لعلاجها. وقد احتوى ثلاثة مباحث، تناول المبحث الأول تشكل فقاعة الرهن العقاري وانفجارها وآلية انتقالها وتحولها من أزمة مديونية إلى أزمة عدم قدرة على السداد. أما المبحث الثاني فعالج أهم أسباب الأزمة. وخصص المبحث الثالث والأخير لاقتراح مجموعتين من الحلول، المجموعة الأولى هي الحلول التقليدية الإسعافية، والمجموعة الثانية هي الحلول العلاجية الوقائية.

أهمية البحث:

تأتي أهمية هذا البحث من أنه يقدم شرحاً مبسطاً وشاملاً لأهم أسباب حدوث الأزمة المالية العالمية الحالية، وآلية انتقالها وأهم الوسائل المقترحة لعلاجها مع التفريق بين الحلول الإسعافية التقليدية والحلول العلاجية الوقائية التي قد تكون الطريق الوحيدة للوصول إلى نظام مالي دولي مستقر وعادل ومحصن ضد معظم الأزمات المالية.

* على الرغم من أن علماء الاقتصاد الأمريكيين حصلوا على 43 جائزة من جوائز نوبل في الاقتصاد مقابل 19 جائزة لبقية دول العالم في السنوات الممتدة من عام 1969 وحتى عام 2007 إلا أن أحداً من هؤلاء العلماء لم يستطع التنبؤ بالأزمة المالية التي حدثت في الولايات المتحدة 2008 وامتدت إلى بقية دول العالم:

http://nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/

هدف البحث:

هدف البحث إلى بيان أسباب تشكل فقاعة سندات الرهن العقاري وانفجارها في بداية الأزمة المالية الراهنة وآلية انتشار هذه الأزمة، وأهم أسبابها وسبل علاجها، ومن ثم التفريق بين الحلول الإسعافية والحلول العلاجية والوقائية وفقاً لوجهة النظر الإسلامية.

مشكلة البحث:

تتركز مشكلة البحث في بيان مدى خطورة الأزمة المالية العالمية الراهنة، واستحالة منع نشوب الأزمات مجدداً في ظل الأنظمة الرأسمالية.

فرضيات البحث:

الفرضية الأولى: لم تكن الأزمة المالية العالمية الراهنة نتيجة طبيعية للنظام الرأسمالي بوضعه الحالي، وإنما فقط نتيجة لأخطاء جسيمة ارتكبت من قبل بعض المؤسسات المالية.

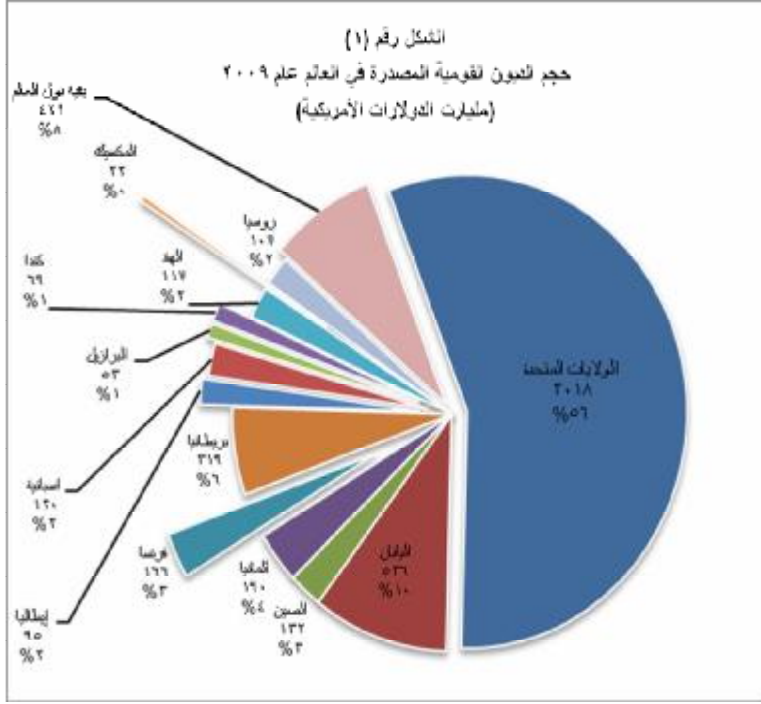
الفرضية الثانية: يمكن إيجاد بعض الحلول التقليدية للأزمة المالية الراهنة إلا أن مثل هذه الحلول لا يمكن أن تكون حلاً وقائية، وإنما حلول علاجية فقط.

المبحث الأول**تشكل فقاعة الرهن العقاري وانفجارها****(أ) حجم الأزمة:**

تعدُّ الأزمة المالية الراهنة من أسوأ الأزمات التي مر بها الاقتصاد العالمي منذ الكساد العظيم، وربما تكون الأخطر في تاريخ الأزمات المالية، إذ لم تكف لحلها حتى الآن جميع التعديلات الهيكلية التي حدثت في بنية النظام الرأسمالي وتخليه عن أهم مبادئه، ولا المبالغ الخيالية التي رصدت لذلك. وتتميز هذه الأزمة بأنها انطلقت من الولايات المتحدة الأمريكية ذات الاقتصاد الأكبر على مستوى العالم، إذ يبلغ ناتجها المحلي قرابة 14 تريليون دولار أمريكي، وهو ما يشكل أكثر من 17% من الناتج المحلي العالمي. وتشكل وارداتها قرابة 14.35% من إجمالي واردات العالم كما

تشكل صادراتها قرابة 8.4% من إجمالي صادرات العالم¹. من ناحية أخرى تحتل السوق المالية الأمريكية موقع القيادة لمؤشرات الأسواق المالية العالمية الأخرى²، لذلك فإن أية مخاطر تتعرض لها هذه السوق تنتشر آثارها إلى باقي الأسواق المالية الأخرى، وهذا بالضبط ما حدث خلال الأزمة. ولم تقتصر خطط الإنقاذ المالي على الولايات المتحدة وحدها، وإنما شملت معظم دول العالم، وهو ما أدى إلى تضخيم حجم ديونها القومية في عام 2009، كما يبين الشكل رقم (1)³.

(ب) بداية تشكل فقاعة سندات الرهن العقاري:



¹ UNCTAD HANDBOOK OF STATISTICS, New York and Geneva, United Nation Publication, 2008. Different Pages.

² الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصاد السعودي، إدارة البحوث والدراسات الاقتصادية، مجلس الغرف السعودية، تشرين الأول 2008، ص4

³The Role of Derivatives in Creating the Financial Crisis, Toby Birch, Managing Director Birch Assets Limited, www.birchassets.com, paper was written to Al-Baraka Group in there conference in 6-7 September 2008, P(30)

ازدهرت سوق العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية ازدهاراً كبيراً قبل عدة أعوام من الأزمة، وذلك بعد انفجار فقاعة أسهم شركات الإنترنت وهبوط مؤشر ناسداك إلى مستويات قياسية، والإفلاس المفاجئ لشركة إنرون للطاقة وضياع حقوق المساهمين فيها، والانخفاض الحاد في أسواق المال الأمريكية بعد أحداث 11 أيلول، وهو ما أدى بكثير من المستثمرين إلى تجنب المخاطرة واللجوء إلى التعامل في الأصول العقارية لأنها تعد من أكثر أنواع الأصول أماناً، سبب ذلك ارتفاعاً كبيراً في أسعارها وتشكل فقاعة عقارية بين عامي 2001 و2005، فقد أدت هذه الزيادات السنوية المتكررة إلى ارتفاع أسعار المساكن في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا⁴ من 30 تريليون دولار عام 2001، إلى 70 تريليوناً في منتصف عام 2005⁵، ترافقت هذا الزيادة في الأسعار مع زيادة كبيرة في المعروض من العقارات، وزيادة كبيرة في حجم سندات الرهن العقاري المرتبطة بها على اختلاف أنواعها وخاصة السندات ضعيفة الجدارة الائتمانية (Sub-Prime Mortgages).

يوضح الشكل⁶ رقم (2) كيف ارتفع عدد وحدات البناء المنفذة والمرخصة بصورة غير مسبوقة في المدة التي سبقت أزمة الرهن العقاري بين عامي 2000 و2005، تبع ذلك انخفاض شديد في حركة البناء لم تشهد الولايات المتحدة مثله من قبل.

ازدهار أسعار العقارات خلال تلك المدة* جعل الكثير من شركات الرهن العقاري والمصارف الاستثمارية يتوجهون بقروضهم إلى شريحة أكبر من العملاء لا تتمتع بسجل ائتماني جيد أو قدرة مستقبلية على السداد، وذلك لسببين أساسيين:

⁴ الأزمة الاقتصادية العالمية الأسباب والتداعيات والآثار في الاقتصادات العالمية (دراسة الحالة التونسية)، عبد الفتاح العموص، الاقتصادات العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، المؤتمر العلمي العاشر، بيروت، 20-21/12/2009، ص (5)، نقلاً عن الإيكونوميست: The global housing boom, June 2005, the Economist.

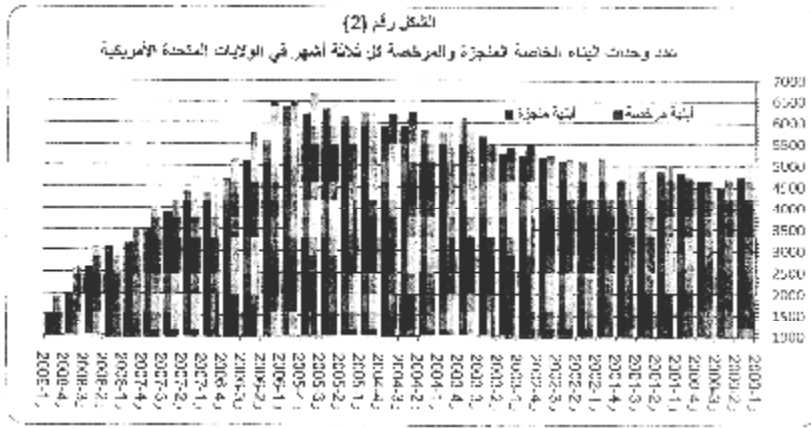
⁵ تؤكد مؤسسة ستاندرد أند بورز (standard & poors) دقة هذه الأرقام (نسبياً) إذ إنها قدرت الزيادة الحقيقية في أسعار المنازل في الولايات المتحدة الأمريكية بين عامي 2000 و2006 بمقدار الضعف :

<http://www.homeprice.standardandpoors.com>

⁶ U.S. Department of Commerce: Census Bureau. Federal Reserve Bank of St. Louis website:

<http://research.stlouisfed.org/fred2/categories/97/downloaddata>

* ازدهار أسعار العقارات خلال تلك المدة لم يكن فقط سبباً في التوسع في حجم الإقراض، وإنما كان أيضاً نتيجة له.



أولاً: وصول سوق الرهن العقاري التقليدي إلى مرحلة الإشباع، فمعظم الذين يرغبون بالحصول على قروض عقارية تقليدية ممن يتمتعون بسجل ائتماني جيد، كانوا قد حصلوا بالفعل على مثل هذه القروض.

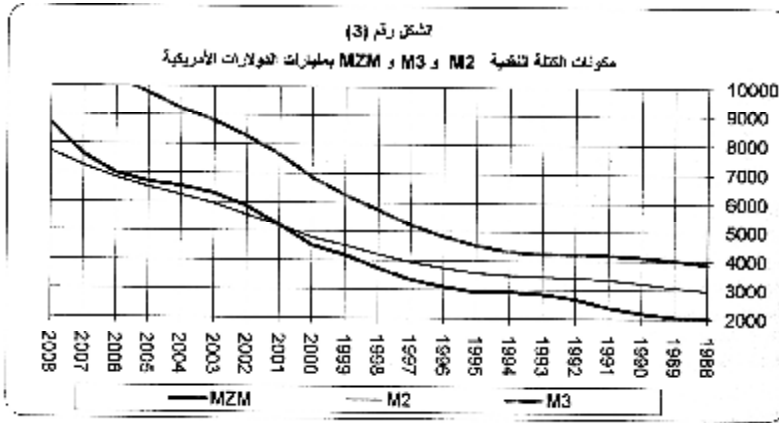
ثانياً: إن هذه التسهيلات الائتمانية الممنوحة للعملاء الجدد، لم تكن بالمجان بل خضعت لأحد أهم قواعد السوق، فالاستعداد لتحمل مخاطرة أكبر لا بد له من طلب عائد أكبر. ولذلك كان معدل الفائدة على مثل هذه السندات أكبر من معدل الفائدة على السندات التقليدية، وهو ما يزيد من أرباح مصدري القروض والمتعاملين فيها.

كانت تلك القروض تقدم بدعم من شركات التأمين والمضاربيين في السندات، فلم يعد منحها مقتصرًا فقط على من يملكون تاريخاً ائتمانياً جيداً كما جرت عليه العادة، وإنما أصبح بمقدور أي مواطن أمريكي تقريباً أن يحصل على قرض لشراء عقار مقابل رهن هذا العقار، وقد عرف هذا النوع من السندات العقارية بالسبرايم أو السندات الثانوية أو السندات ضعيفة الجدارة الائتمانية، وكمثال⁷ لتأكيد مدى عمق المخاطر المرتبطة بمثل هذه السندات يكفي القول: إن بعض الأفراد من ذوي الدخل السنوية التي لا تتجاوز 13 ألف دولار حصلوا على قروض رهن عقاري لشراء منازل بقيمة فاقت 750 ألف دولار، ومن دون دفعة أولى مع مدة سماح من تسديد الأقساط مدة عامين!

⁷ The Global Financial Crisis of 2008: What Went Wrong? Hershey H. Friedman, Linda W. Friedman, University of New York, 2009, P (10). There is available electronic copy on: <http://ssrn.com/abstract=1356193>

قد ساعد على تسويق مثل هذه السندات تكلفة الإقراض التقليدي المنخفضة خلال السنوات الممتدة من عام 2000 حتى عام 2005 نتيجة لعاملين أساسيين:

أولاً: زيادة قدرة المؤسسات المالية بأشكالها المختلفة على منح القروض نتيجة لتوفر معروض نقدي كبير كما يوضح الشكل رقم (3). إذ إن الكتلة النقدية M3 قد ارتفعت في الولايات المتحدة الأمريكية خلال ثماني سنوات من 5224.8 مليار دولار عام 1997 إلى 9785.6 مليار دولار عام 2005 أي بمعدل زيادة مقداره 87.31%، في حين لم تتخط الزيادة في السنوات الممتدة بين عامي 1988 و 1996 وخلال ثماني سنوات أيضاً معدل 24.25%، هذا الإفراط الكبير في الائتمان والإصدار النقدي دفع الإدارة الأمريكية إلى التوقف عن نشر بيانات الكتلة النقدية M3 بتاريخ 2006/3/23.



ثانياً: الانخفاض الشديد في أسعار الفائدة* بمختلف أنواعها⁸ إذ وصلت على بعض الأوراق التجارية في عام 2003 إلى معدل 1% وهو أدنى معدل فائدة في الولايات المتحدة منذ خمسين

* توقف مجلس الاحتياطي الفدرالي عن نشر بيانات الكتلة النقدية M3 بتاريخ 2006/3/23. بحجة أنها أصبحت معلومات غير مفيدة! إلا أن السبب الحقيقي وراء ذلك هو إخفاء الحجم الضخم من النقود المصدرة دون أي تغطية من أي نوع، وذلك لحماية الدولار من الانهيار:

<http://www.federalreserve.gov/releases/h6/discm3.htm>

* حرص البنك الفدرالي الأمريكي على زيادة المعروض النقدي وتخفيض أسعار الفائدة بعد انفجار أسهم شركات التقنية عام 2000 التي أدت إلى انخفاض مؤشر ناسداك، وذلك لحماية الاقتصاد الأمريكي من الركود.

⁸ Board of Governors of the Federal Reserve, Federal Home Loan Mortgage Corporation. Reprinted, 2008.

عاماً⁹، كذلك انخفض معدل الفائدة الأساسية على القروض والودائع المصرفية بشكل ملموس ومعدلات الفائدة على قروض السكن التقليدية مدة 30 عاماً أيضاً¹⁰.

في البداية كانت الأمور تسير على أحسن حال إذ إنَّ أسعار العقارات كانت في ارتفاع متواصل، وصافي ربح المؤسسات المالية المتمثل بالفارق بين تكلفة الإقراض وعوائد القروض كان كبيراً، والعدد القليل من المقترضين الذين لم يستطيعوا السداد لم يؤثر سلباً في أصحاب هذه القروض، بل على العكس من ذلك، فحملة هذه السندات كانوا يحصلون على فوائد إضافية نتيجة لتأخر المقترضين عن سداد بعض الأقساط المترتبة عليهم، وفي النهاية كانوا يحصلون على كامل مستحقاتهم المالية من خلال بيع العقارات المرهونة.

أدى نجاح هذه التجربة إلى توسع كبير في هذا النوع من الإقراض وإعطاء تسهيلات ائتمانية أكبر لاستهداف شريحة أوسع من المقترضين، حتى أن عدداً كبيراً من المؤسسات المالية حصرت نشاطها في إصدار هذه السندات وتسويقها، أو بأداء دور الوسيط في التعامل بها، وما كان عليها سوى أن تستفيد من الفارق بين أقساط القروض التي تحصل عليها من أصحاب السندات، وأقساط القروض التي تدفعها لصالح المؤسسات المالية الدائنة لها.

لم يتردد المقترضون في محاولة دفع الأقساط المترتبة عليهم قبل بداية الأزمة، وذلك بسبب تزايد أسعار العقارات بمعدل أعلى من تزايد أعباء الديون، وحتى أولئك الذين كانوا لا يملكون دخلاً كافياً لدفع الأقساط كانوا يلجؤون إلى إعادة تقويم منازلهم المرهونة للحصول على قرض آخر، غالباً ما يتم الحصول عليه من المؤسسات الدائنة ذاتها، وذلك لدفع أقساط القرض السابق وفوائده آمين أن يحققوا ربحاً من خلال بيع المنازل لاحقاً فيما لو لم يستطيعوا أن يسددوا ما تبقى عليهم من أقساط. أما التعامل في هذه السندات (Sub-Prime Mortgages) فلم يكن مقتصرًا فقط على نوع واحد من الشركات كبنوك الاستثمار، وإنما شمل مجموعة كبيرة من المستثمرين كشركات التأمين وشركات الوساطة المالية، وصناديق التحوط، وصناديق التقاعد، والصناديق السيادية، وبعض المصارف التجارية.

⁹ 'Un)naturally Low? Sequential Monte Carlo Tracking of the US. Natural Interest Rate'. Lombardi and E. S. Sgheri (2007), ECB Working Papers, No. 794 (August): ECB.

¹⁰ Federal Reserve Bank of St. Louis website: <http://research.stlouisfed.org/fred2/>

ج) حزم سندات الرهن العقاري وتوريقيها:

لم يكن لهذه السندات هوية وإنما انتشرت في معظم دول العالم، ومما زاد المشكلة تعقيداً اجتهاد بعض بنوك الاستثمار في جمع كمية كبيرة من هذه السندات التي تحمل علامات تصنيف ائتمانية متفاوتة وبيعها ككتلة واحدة لأحد كبار المستثمرين، بعد فرزها إلى شرائح وفقاً لدرجة قوة تصنيفها الائتماني، وهو ما يعرف بلغة الأسواق:

• توريق السندات Mortgages Securitization

• وحزم السندات (MBS) Mortgage Backed Securities

الهدف من هذه العملية هو منح هذه المصارف قدرة أكبر على توزيع المخاطر وخلق الائتمان، فلو افترضنا أن هذه المصارف اكتفت بتقديم القروض التقليدية، فإن حجم هذه القروض سوف يكون مقيداً بما لديها من سيولة نقدية، كما أنها ستتحمل جميع المخاطر المتعلقة بالائتمان والسيولة والسوق، أما إن جمعت كمية كبيرة منها Collateralized Debt Obligations (CDO) أو Asset Backed Securities (ABS) وباعتها إلى مؤسسة مالية أخرى عن طريق الأسواق الثانوية، فهي بذلك ستستفيد من فروق أسعار الفائدة وتقلص المخاطر وتولد عدداً كبيراً جداً من هذه السندات مرات ومرات، وتحقق بذلك مزيداً من الأرباح، ولاسيما أن هذا النوع الجديد من الأصول كان يتم التعامل به وفقاً لحسابات خاصة مستقلة عن حسابات المؤسسات المالية المتاحة للنشر، ويدعم وتشجيع من الوكالات الاتحادية للإسكان.

لم يكن من السهل في البداية إقناع المؤسسات المالية الكبرى والمستثمرين الآخرين المحتملين بشراء هذا النوع من حزم السندات، وذلك لأنها تنضوي على مخاطر ائتمانية عالية، لذلك طلبت المصارف الاستثمارية من شركات التصنيف الشهيرة بأن تصنف هذه السندات في كل مجموعة إلى عدة مستويات ائتمانية (Tranches) (AAB)، (A)، (AA)، (AAA)... الخ وقد استخدمت الوسائل المتاحة أمامها جميعها للمبالغة في رفع درجات تصنيف السندات وإظهار هذه الحزم بمظهر جذاب، كما أقتعت كثيراً من شركات التأمين كشركة التأمين العملاقة (AIG) بالتأمين على بعض هذه السندات.

د) مميزات حزم السندات:

رأى معظم المستثمرين في حزم السندات أصلاً مالياً يحمل مجموعة كبيرة من المميزات فهو:

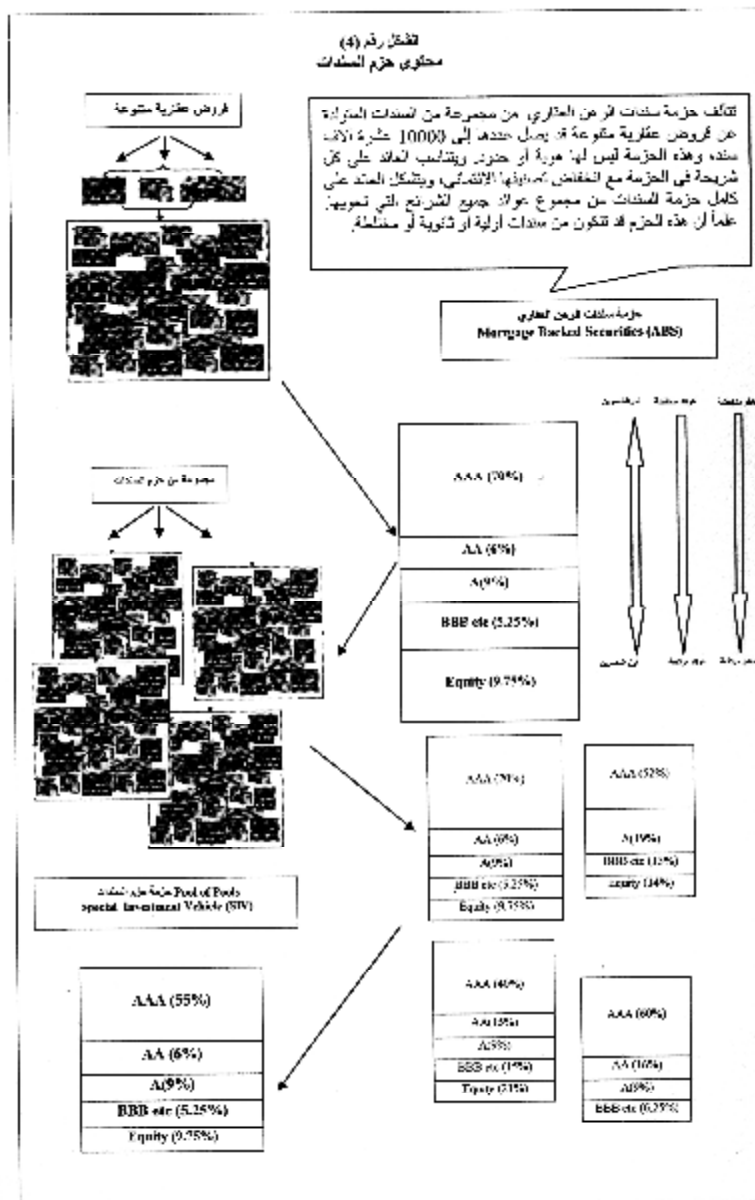
(1) عالي المردود مقارنة بمعظم الأصول المالية الأخرى المشابهة.

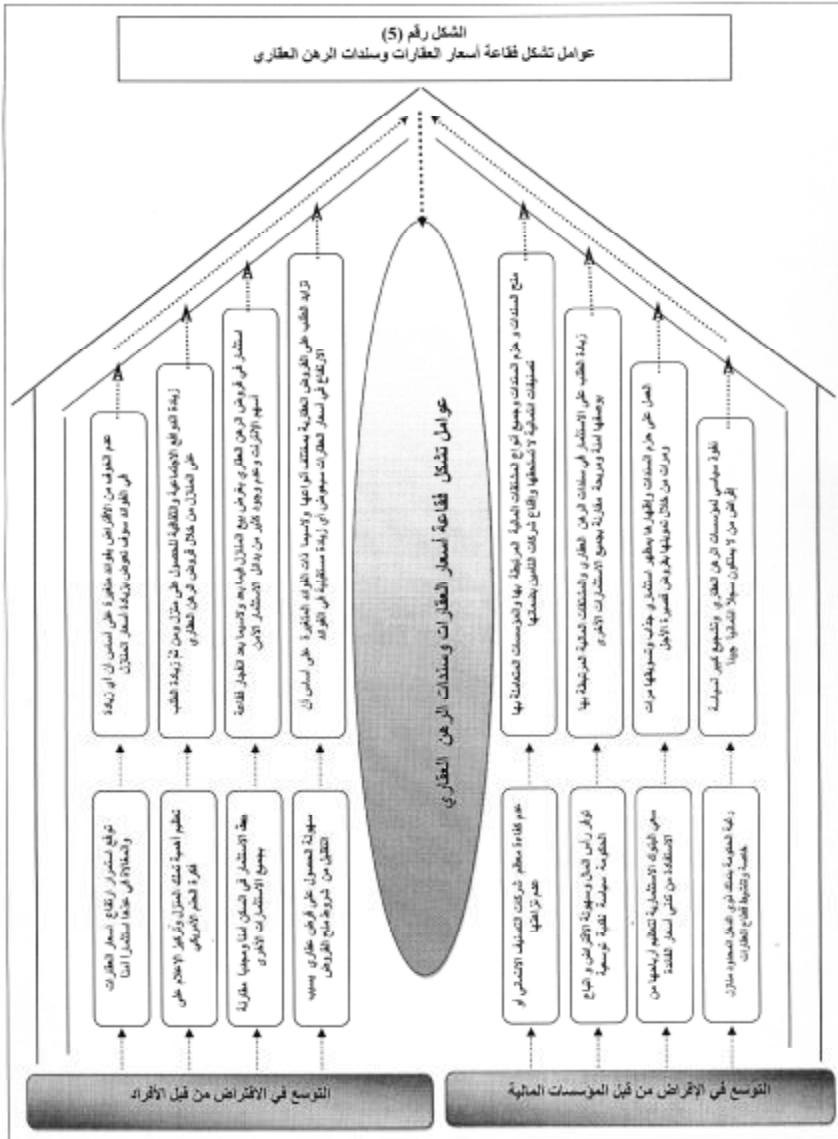
- (2) يمكن تسييله بسهولة، عن طريق بيعه في الأسواق الثانوية في معظم أنحاء العالم.
- (3) فيه تنوع كبير للمخاطر فهو يحتوي على مجموعة من سندات ذات تصنيفات ائتمانية متنوعة ممنوحة من قبل أفضل شركات التصنيف في العالم.
- (4) مؤمن عليه ضد مخاطر عدم الدفع من قبل شركات تأمين ذات سمعة ممتازة.
- (5) مضمون بالأصول العقارية التي تعدّ من أقوى الأصول العينية وأكثرها احتفاظاً بقيمتها.

وهذا ما دفع كثيراً من المؤسسات المالية المختلفة أو ما يسمى الشركات ذات الهياكل الاستثمارية الخاصة Mortgage Backed Securities (SPV) Special Purpose Vehicle إلى شراء مجموعة من حزم السندات Mortgage Backed Securities ووضعها مع بعضها بعضاً بعد تصنيفها من قبل واحدة من كبريات شركات التصنيف الائتماني وفقاً لدرجة المخاطر، لكي تشكل ما يسمى بحزمة السندات Pool وبيعها بعد ذلك في الأسواق المالية المختلفة. كذلك عملت هذه الشركات (SPV) على تجميع مجموعة من حزم السندات ووضعها مع بعضها بعضاً وتسويقها ككتلة كبيرة تسمى حزمة الحزم Pool of Pools التي قد تبلغ قيمة الواحدة منها مليار دولار أمريكي أو أكثر. وذلك بعد فصل بياناتها المحاسبية عن حسابات هذه الشركات، لكي تتمتع بمزيد من المرونة بعيداً عن الرقابة.

أمّا التمويل الضخم المطلوب لمثل هذه الأصول المالية (حزم السندات) فغالباً ما كان يتم من خلال الافتراض قصير الأجل، حيث تصدر المؤسسات المالية سندات تقليدية بمعدلات فائدة منخفضة بضمان أصولها الضخمة وقوة مركزها الائتماني، وتشتري بقيمة هذه السندات حزمًا من سندات الرهن العقاري ذات معدلات فائدة أعلى محققةً بذلك عائداً كبيراً يتمثل بالفرق بين أسعار الفائدة مضروباً بقيمة تلك السندات، يبيّن الشكل رقم (4) محتوى حزم سندات الرهن العقاري¹¹، أمّا الشكل رقم (5) فيبيّن آلية تشكل فقاعة أسعار العقارات والسندات.

¹¹ Martin Neil Baily, Robert E. Litan, and Matthew S. Johnson, The Origins of the Financial Crisis, The Initiative on Business and Public Policy, The Brookings Institution Massachusetts Ave, NW, Washington, DC. FIXING FINANCE SERIES – PAPER 3 NOVEMBER 2008 P (23).





هـ أسباب انتشار سندات الرهن العقاري:

انتشرت سندات الرهن العقاري بأشكالها المختلفة بسرعة خلال السنوات الممتدة من عام 2000 حتى عام 2007 وازداد حجمها وقيمتها، فأسعار الفائدة كانت في حدودها الدنيا منذ عام 2000 حتى عام 2005 وأسعار العقارات كانت تزداد بصورة مضطربة، والوضع الاقتصادي العام كان جيداً، كان الجميع يحقق أرباحاً كبيرة و يعتقد أنه على الطريق الصحيح وأنه بمنأى عن أي مخاطر محتملة، وبالفعل بدت للوهلة الأولى قرارات جميع من تورط بالتعامل في هذه السندات عقلانية وصائبة:

1) المصرف الاستثماري:

استطاع أن ينقل جزءاً كبيراً من المخاطر إلى المؤسسات المالية الأخرى ويولد كثيراً من هذه السندات محققاً أرباحاً كبيرة من خلال فروق أسعار الفائدة بين قروض الرهن العقاري التي يقدمها للمقترضين و القروض التقليدية التي يحصل عليها من المؤسسات المالية الأخرى، وهو أيضاً ضامنٌ للمخاطرة المالية المترتبة على ارتفاع أسعار الفائدة الفدرالية، ومن ثمَّ ارتفاع تكلفة قروضه التقليدية من خلال اشتراطه على المقترض لقرضه العقاري بأن يتحمل هو ذاته مثل هذا الارتفاع (سندات الفوائد المتغيرة (Adjustable Rate Mortgages)). كما أنه ضامنٌ لقيمة هذه السندات من خلال قدرته على استملاك أي عقار يتخلف أصحابه عن دفع الأقساط المترتبة عليهم، فضلاً عن ضمان شركات التأمين لكثير من هذه السندات.

2) المقترض:

اعتقد أنه يمتلك منزلاً جيداً، تزداد قيمته مع الوقت و لم يدفع من ثمنه سوى القليل، وهو يستطيع في أسوأ الأحوال أن يبيع هذا المنزل ليسدد ما تبقى عليه من أقساط، ويحصل على المبلغ المتبقي من ثمنه مضافاً إليه الأرباح المحققة من الزيادة في قيمته.

3) وكالات الرهن العقاري (الاتحادية):

كانت نشاطاتها جميعها مدعومة من الحكومة الأمريكية وبتشجيع من المصرف الاحتياطي الفدرالي، فهي تشجع عمليات الحصول على قروض ميسرة لشراء منازل مقابل رهنها، وكذلك تقوم بشراء السندات من المصارف الاستثمارية وإعادة بيعها أو الاستفادة من عوائدها، وتحقق بذلك مجموعة من الأهداف منها:

- دفع الاقتصاد الأمريكي عن طريق تنشيط أعمال البناء.
- الحصول على مردود كبير من خلال شراء السندات لصالح مصارف الاستثمار مقابل عمولات أو من خلال تمويلها المباشر لمثل هذه السندات، عن طريق قروض قصيرة الأجل.

- تلبية مطالب الحكومة الأمريكية بتسهيل قروض الإسكان للمواطنين جميعهم الأمريكيين، بتكاليف معقولة، ولمدد زمنية طويلة.

(4) شركات التأمين:

ضمنت هذا النوع من السندات لأنه صادر عن بنوك استثمارية عريقة ويحمل تصنيفاً ائتمانياً جيداً ممنوحاً من قبل أفضل وكالات التصنيف في العالم، فضلاً عن أنه مضمون بأفضل الأصول العقارية، ويدر عائداً جيداً. وقد استطاع المؤمنون على سندات الرهن العقاري لشركة (AIG) أن يحققوا أرباحاً كبيرة خلال عدة سنوات، من خلال برامجهم التأمينية، إلا أن هذه الأرباح لا تقارن بحجم الخسائر الضخمة التي لحقت بهم بعد الأزمة¹².

(5) المستثمرون في شراء مثل هذه السندات:

كانوا على قناعة بأن هذه السندات بأنواعها المختلفة كانت عبارة عن أصول مالية صادرة عن بنوك استثمارية ذات سمعة ائتمانية حسنة، أو عن وكالات فدرالية تابعة للحكومة الأمريكية، ومن ثم مدعومة من قبلها، وهي قابلة للتداول في أسواق المال الثانوية على مستوى العالم وتدر عائداً معقولاً، وهي غير عالية المخاطر لأنها تحمل تصنيفاً ائتمانياً جيداً وضماناً عقارياً مباشراً، فضلاً عن أنها مضمونة من قبل بعض أكبر مؤسسات التأمين في العالم.

كانت الأمور تجري على ما يرام ولم تكن أزمة الرهن العقاري (بالشكل الذي حدثت به) تخطر في بال أشد الاقتصاديين تشاؤماً، وحتى أولئك الذين تنبؤوا بحدوث الأزمات لم تكن تنبؤاتهم على مستوى الحدث. وقد أكدت سلامة الوضع الائتماني أيضاً جميع النماذج الرياضية التي كانت متبعة لحساب المخاطر التي كانت معظم المؤسسات المالية الكبرى تتبنى نتائجها. إلا أن فقاعة سندات الرهن العقاري والمشتقات المالية المرتبطة بها قد انفجرت وسببت سلسلة من الأزمات المالية الأخرى في الولايات المتحدة الأمريكية، وفي مناطق أخرى من العالم.

(و) ظهور بواذر الأزمة:

لاحق أولى بواذر الأزمة عندما قرر مصرف الاحتياطي الفدرالي بأن يرفع أسعار الفائدة لمواجهة التضخم والحد من تدفق الكتلة النقدية، وبالفعل فقد رفع أسعار الفائدة بشكل متواصل ومتدرج من 1% إلى 5.25% (من أواخر عام 2004 حتى بداية عام 2007) كما يبين الشكل السابق رقم (5) وقد أدى ذلك إلى ما يأتي:

¹² "Behind Insurer's Crisis: Blind Eye to a Web of Risk.", G. Morgenson. New York Times (9/28/2008).

- (1) ارتفاع تكلفة القروض وهو ما حد كثيراً من رغبة المواطنين في التعاقد مع البنوك الاستثمارية للحصول على قروض عقارية جديدة.
- (2) ارتفاع الأقساط المطلوبة من المقترضين الملتزمين بسداد سندات الرهن العقاري ذات الفوائد المتغيرة سألفة الذكر (Mortgages Adjustable Rate).
- (3) حدوث انخفاض تدريجي في أسعار العقارات، نتيجة للانخفاض التدريجي في الطلب على العقارات الجديدة، بسبب الارتفاع التدريجي لتكاليف الاقتراض، والارتفاع التدريجي في عرض العقارات القديمة بسبب إخفاق بعض المقترضين في دفع الأقساط المترتبة عليهم، وإصرار أصحاب هذه السندات على نزع ملكية العقارات وعرضها للبيع لاسترجاع قيم سنداتهم.
- (4) شعور المقترضين بالغبن الذي وقع عليهم عند توقيع اتفاقية سند الرهن وتخلف بعضهم عن السداد طوعاً أو كرهاً، ففي الوقت الذي يطلب منهم أن يدفعوا أقساطاً متزايدة بسبب ارتفاع أسعار الفائدة، يرون أن أسعار عقاراتهم تتجه نحو الانخفاض، إذ إن الأقساط المترتبة على بعض العقارات أصبحت أكبر من قيمة العقارات نفسها.
- (5) تدني أسعار سندات الرهن العقاري نتيجة لزيادة عرضها وانخفاض الطلب عليها، وذلك بسبب زيادة حالات التخلف عن السداد. وتقلص الهامش بين أسعار الفائدة على هذه السندات وأسعار الفائدة على سندات أخرى ذات تصنيفات ائتمانية أعلى كسندات الخزينة الأمريكية، ولاسيما أن هذه السندات كانت منتشرة في جميع أنحاء العالم ولا أحد يعلم ما حجم الخسائر المتوقعة من الاستمرار في اقتنائها.
- (6) بداية ظهور خسائر حقيقية لجميع من يمتلكون سندات رهن عقاري، بما في ذلك شركات التأمين التي ضمنت هذه السندات.
- (7) سعي المؤسسات الاستثمارية للتخلص مما لديها من سندات رهن عقاري بأي ثمن. بدأت نتيجة لذلك زيادة حالات عدم تسديد أقساط القروض، ولاسيما القروض ضعيفة الجدارة الائتمانية، وهبوط أسعار العقارات، و تنامي الإحساس بعدم الثقة في البنوك والمؤسسات المالية المانحة للقروض، وبدأ بعض المودعين بسحب أرصدهم، وبدأت الأزمة بالتفاقم. ففي تموز 2007 تم حجز الرهن (Foreclosure) لأكثر من 180000 مالك بسبب عدم قدرتهم على سداد القروض العقارية، أي بزيادة 93% عن العام السابق، وفي كانون الثاني 2008 قام مصرف بانك أوف أميركا (Bank of America) بالاستحواذ على مصرف كننري وايد فاينانشال (Country Wide Financial) وهو أحد أكبر مقرضي الرهون العقارية. ثم أعلنت شركة فاني ماي (Fannie Mae) أكبر وكالات الرهن العقاري في الولايات المتحدة عن خسائر بقيمة 3.55 مليار دولار في الربع الأخير من عام 2007، وهو ثلاثة أضعاف ما

كان متوقعاً، حتى جاء الحدث الأكبر في هذه الأزمة وهو الإعلان عن إفلاس مصرف ليمان برانرز (Lehman Brothers) وهو المصرف الاستثماري الخامس في العالم بعد إخفاق جهود المسؤولين الأمريكيين في وزارة الخزانة والاحتياطي الفيدرالي لإبقائه. وشكل هذا الحدث بداية رمزية للأزمة المالية العالمية، لأن هذه المؤسسة العريقة كانت من الشركات القليلة التي نجت من كساد عام 1929. وقد منح مصرف الاحتياطي الفيدرالي في الشهر نفسه تسهيلات ائتمانية تقدر قيمتها بـ 85 مليار دولار لأكبر شركة تأمين في العالم ((American Internal Group (AIG)) لانتشالها من إفلاس محقق، وذلك في مقابل تملكه أسهماً بقيمة 79.9% من حقوق ملكية الشركة وهو ما يشبه تماماً عملية التأميم. ونتيجة لهذه الأحداث انخفض مؤشر داو جونز الصناعي المعبر عن أكبر 30 شركة صناعية في الولايات المتحدة من 14198 نقطة في تشرين الأول من عام 2007، ليصل في آذار 2009 إلى 6547 نقطة، أي بانخفاض 54%، كما انخفض مؤشر الإس أند بي (S&P 500) المعبر عن أسهم أكبر 500 شركة في الولايات المتحدة من 1565 نقطة ليصل إلى 676 خلال المدة نفسها بانخفاض 57%¹³.

كما انخفض الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بمعدل 0.7% في الربع الأول من عام 2008، ولكن عاد ليزداد في الربع الثاني بنسبة 1.5%. إلا أنه بدءاً من الربع الثالث من عام 2008 حتى نهاية الربع الثاني من عام 2009 حدث تناقص في الناتج المحلي. ونتيجة لذلك، فقد أخذت معدلات البطالة في الولايات المتحدة الأمريكية تزداد بصورة كبيرة، حيث تضاعفت خلال أقل من عامين من 5% في كانون الثاني من عام 2008 حتى 10% في كانون أول من عام 2009¹⁴.

(ز) التحول إلى أزمة سيولة ثم إلى أزمة عدم قدرة على السداد:

أدى تفاعل هذه الأحداث وبداية ظهور حالات إفلاس إلى حدوث أزمة سيولة، فلا أحد من المقرضين يثق بقدرة طالب القرض على السداد خوفاً من أن يكون من المستثمرين الكبار في سندات الرهن العقاري المتعثرة أو المشتقات المالية المرتبطة بها، ولا سيما أن معظم المتعاملين في مثل هذه الأصول لا يصرحون عنها في حسابات شركاتهم المخصصة للنشر وإنما يفردون لها حسابات خاصة. لم تكن تلك حال المؤسسات المالية الصغيرة فقط بل شملت أيضاً معظم المصارف والمؤسسات المالية الكبيرة على مستوى العالم. فمعظم هذه المؤسسات تتبادل القروض قصيرة الأجل لتغطية نفقاتها

¹³ الاقتصادات العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية، (المائدة المستديرة) النظام النقدي العالمي بعد الأزمة العالمية (رؤية عربية)، مرجع سابق، ص (8-9).

¹⁴ الأرقام مأخوذة من قاعدة بيانات مكتب العمل الأمريكي (مسجلة في نهاية شهر كانون الأول من كل عام):

Labor Force Statistics from the Current Population Survey: Bureau of Labor Statistics, <http://www.bls.gov>

قصيرة الأجل، وذلك مقابل فوائد قليلة جداً لقدرتها الكبيرة على الوفاء، ووجود حالة الشك هذه أدت إلى صعوبة الإقراض ومن ثمَّ ارتفاع تكلفته أكثر، وأصبح المقرض يطلب معدلات فائدة أعلى وضمانات سداد أكثر بكثير مما جرت عليه العادة، وهو ما شكّل بداية خلل في آلية انسياب السيولة في النظام المالي العالمي برمته، ودفع بكثير من المصارف المركزية في العالم إلى التدخل وذلك باستخدام أدوات السياسة النقدية المتاحة لديها جميعها كزيادة الإصدار النقدي، وتخفيض الاحتياطي الإلزامي للمصارف التجارية، وضمان الودائع، وتخفيض أسعار الفائدة، وضخ مئات المليارات من عملاتها الوطنية في شرايين اقتصادها لمواجهة أزمة شح السيولة، إلا أن كل ذلك لم يجد نفعاً فالأزمة لم تكن فقط أزمة سيولة وإنما رافق هذه الأزمة أيضاً أزمة عدم قدرة على السداد كما ورد سابقاً، إذ إنَّ المستثمرين لم يكونوا فقط غير قادرين على تسييل أصولهم، وإنما فقدت هذه الأصول كثيراً من قيمتها.

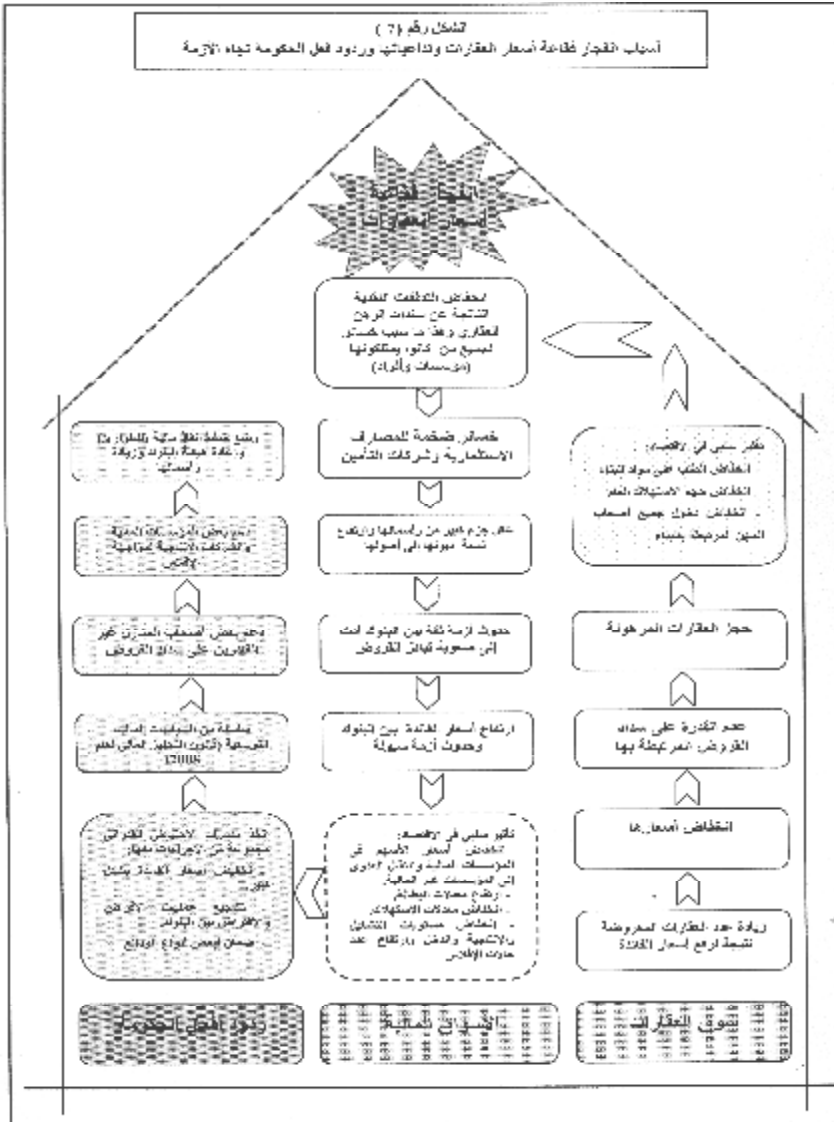
ج) تداعيات الأزمة وأبرز ضحاياها:

لم يقتصر التأثير السلبي لأزمة الرهن العقاري على المصارف الاستثمارية ووكالات الرهن العقاري وحملة سندات الرهن العقاري بأنواعها المختلفة، وإنما طال أيضاً صناديق التحوط والصناديق السيادية وشركات التأمين، فقد ابتكرت وطوّرت مشتقات مالية متنوعة تسببت بحدوث خسائر فادحة لهذه الشركات، حتى أنها أصبحت تعرف في بعض الأوساط المالية بأسلحة الدمار الشامل المالية أو الأدوات المالية المسمومة. ثم انتقلت عدوى الخسائر والإفلاس إلى قطاع الاقتصاد العيني. وبيّن الشكل رقم (6) الخسائر الضخمة التي منيت بها بعض المؤسسات المالية الأمريكية¹⁵.



¹⁵ إصلاح النظام النقدي والمالي الدولي، فؤاد حمدي بيسوسو، الاقتصادات العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، بيروت، 19-20 كانون الأول 2009، ص 9-11. نقلاً عن مجلة الاقتصاد والأعمال، تشرين الأول، العدد 346، صفحة 56.

أمّا الشكل رقم (7) فيبيّن بعضاً من أسباب انفجار فقاعة أسعار العقارات وردود أفعال الحكومات والأسواق وتدابيرها على الاقتصاد.



المبحث الثاني

أسباب الأزمة المالية العالمية

يوجد خلاف وجدل متواصل في الأسباب المباشرة لأزمة الرهن العقاري، فيما يأتي أبرز هذه الأسباب:

أ) التوسع في التعامل في المشتقات المالية:

لعل الكثير من المشتقات المالية أسهمت في تشكيل فقاعة سندات الرهن العقاري وانتشار الأزمة المالية خارج حدود السيطرة، إلا أن أبرز هذه المشتقات وأكثرها أدى هي أدوات تبادل القروض غير القابلة للسداد (Credit Default Swaps) CDs التي أصبحت تعرف اليوم بأسلحة الدمار الشامل المالية أو الأصول المالية السامة. في ما يأتي تعريف سريع بهذه الأدوات ودورها في الأزمة:

اخترعت هذه الأدوات في عام 1997 من قبل فريق يعمل في مصرف جي بي مورغن تشاس¹⁶ (JP Morgan Chase) وقد نمت وانتشرت وتم تداولها عالمياً في النظام المالي بشكل خيالي بعد الأسرع مقارنة بالمشتقات المالية الأخرى، من قرابة 900 مليار دولار عام 2000 إلى قرابة 55 تريليون دولار عام 2008 وذلك وفقاً لتقديرات لجنة الأصول المالية والتبادل الأمريكية* (SEC: Securities & Exchange Commission)؛ وذلك بعدما استبعدتها الكونجرس الأمريكي من قوانين المقامرة في عام 2000.

تتسم هذه الأدوات بأنها غير منظمة بشكل كامل، وكان يتم التعاقد على كثير منها من خلال الهاتف ودون طلب لمستندات تثبت ملاءة المدينين أو تاريخهم الائتماني أو حتى مصادر دخلهم¹⁷.

¹⁶ "The dream machine: invention of credit derivatives". Tett, Gillian (24/3/2006). *Financial Times*.

* يوجد تقديرات أخرى تقول أن هذه المشتقات (CDS) كانت قد ارتفعت من حوالي 10 تريليون دولار في الشهر السادس من عام 2005 إلى حوالي 62 تريليون دولار في نهاية عام 2007:

Stages of the 2007/2008 Global Financial Crisis: Is There a Wandering Asset-Price Bubble? Orłowski, Lucjan T. Sacred Heart University, Halle Institute for Economic Research. 10. December 2008. p11.

¹⁷ Meltdown 101: What are Credit Default Swaps?. E. Simon. Kansas City Star (26/10/2008).

http://www.usatoday.com/money/economy/2008-10-21-2778456512_x.htm

ويمكن القول: إن عقود تبادل القروض غير القابلة للسداد هي عقود مالية مشتقة يتم التعاقد عليها من قبل طرفين، الطرف المشتري لها يدفع للطرف البائع مدفوعات دورية ثابتة، ويتلقى من البائع مبلغاً من المال في حال تخلف المدين عن سداد سند الدين المضمون كلياً أو جزئياً¹⁸.

على الرغم من أن عقود تبادل القروض غير القابلة للسداد مشابهة كثيراً لعقود التأمين التقليدية من حيث دفع الأقساط الثابتة مقابل احتمالية تلقي تعويض مقابل إلا أنها تختلف عنها بما يأتي:

(1) ليس بالضرورة أن يكون البائع شركة تأمين أو مؤسسة مالية وذلك يزيد من درجة مخاطر هذه العقود.

(2) يمكن تداول هذا العقد في الأسواق المالية كأى أصل مالي آخر.

(3) ليس بالضرورة أن يمتلك المشتري لعقد تبادل القروض غير القابلة للسداد هذا الأصل وليس بالضرورة أن يكون متضرراً أصلاً من جراء عدم قدرة المدين بسند الدين المضمون على السداد¹⁹.

ومن ثمّ يمكن أن نستنتج أن عقود تبادل القروض غير القابلة للسداد ما هي إلا عقود مقامرة وليست عقود تأمين. كما أن تطوّر حجم هذه العقود ووصولها إلى أرقام فلكية يعني بالتأكيد أن مجموع قيمها أصبحت أكبر بكثير من مجموع قيم ديون السندات المرتبطة بها ذاتها، على سبيل المثال²⁰ قدرت الديون المستحقة على مصرف ليمان براذرز عند إشهار إفلاسه بتاريخ 14 أيلول 2008 بمبلغ 155 مئة وخمس وخمسين مليار دولار، في الوقت الذي بلغت فيه عقود تبادل القروض غير القابلة للسداد المتعلقة بهذه الديون 400 أربعمئة مليار دولار، ذلك لأن كثيرين ممن اشتروا هذه الأصول لم يكونوا دائنين بتلك الديون وإنما اشتروها بغرض المقامرة.

¹⁸ *Derivatives and Alternative Investments*: CFA Institute. Pearson Custom Publishing, Boston, 2008. P.11

¹⁹ United States: Credit Default Swaps: A Brief Insurance Primer. Mark Garbowski (2008-10-24):

<http://www.andersonkill.com/webpdfext/CorporateCounsel-January-09.pdf>

& Credit default swap market under scrutiny". Gretchen Morgenson (2008-08-10):

<http://www.iht.com/articles/2008/08/10/business/morgen11.php>.

Are credit default swaps insurance products?. Karel Frielink (2008-08-10):

<http://www.curacao-law.com/2008/06/17/credit-default-swaps-and-insurance-issues-under-dutch-caribbean-law/>.

²⁰ <http://seekingalpha.com/article/99286-settlement-auction-for-lehman-cds-surprises-ahead>

(ب) الإفراط في حجم الإقراض العقاري:

أدى انخفاض تكلفة الإقراض في المدة التي سبقت حدوث الأزمة المالية إلى التوسع في منح القروض لمن لا يستطيعون الوفاء، وهو ما أدى في ما بعد إلى حدوث كثير من حالات التخلف عن السداد، ولم تقتصر هذه الحالات على الدائنين بسندات الرهن العقاري من الدرجة الثانية (Sub-Prime Mortgages) التي تقدر قيمتها بين 1 و 1.5 تريليون دولار أمريكي وإنما بدأت تظهر حالات تخلف عن الدفع من المدينين بسندات الرهن العقاري التقليدية التي تقدر قيمتها بين 9.5 و 10 تريليون دولار أمريكي، علماً أن سندات الرهن العقاري تشكل قرابة 20% فقط من مجمل سوق ديون الولايات المتحدة الأمريكية²¹.

(ج) حزم وتداول السندات (Securitization Mortgages):

أدت عملية حزم السندات (جمع هذه السندات في مجموعات بعد إعطاء كل سند تصنيفاً ائتمانياً معيناً عن طريق وكالات التصنيف، ثم تقسيم كل مجموعة إلى عدة شرائح وفقاً لتصنيفها الائتماني) وزيادة سرعة تدويلها وتداولها إلى زيادة تركيز المخاطر فيها وفقدان جزء كبير من قيمتها عند التصفية، مقارنة بمجموع السندات قبل حزمها وبيعها ككتلة واحدة، إذ إن بيع أو تصفية أو إعادة جدولة عشرين ألف سند بقيمة خمسين ألف دولار للسند الواحد من قبل مجموعة كبيرة من المستثمرين أسهل بكثير من بيع أو تصفية أو إعادة جدولة حزمة سندات بقيمة مليار دولار من قبل مستثمر واحد، ولاسيما أوقات الأزمات، وذلك لاتساع حجم سوق وشريحة المتعاملين في السندات قبل الحزم في حين يبقى التعامل في السندات بعد الحزم محصوراً بالمؤسسات المالية وصناديق التحوط، والصناديق السيادية، وقلة قليلة من كبار المستثمرين.

(د) نزاع الملكية العقارية:

أدت زيادة عدد حالات التخلف عن سداد أقساط سندات الرهن العقاري إلى زيادة الفوائد المترتبة على المدينين بهذه السندات وذلك وفقاً لشروط العقد، ومن ثم زيادة الأقساط المترتبة عليهم. هذه الزيادة في الأقساط أدت إلى زيادة حالات التخلف عن السداد مرة أخرى، ومن ثم زيادة حالات نزاع الملكية العقارية من المدينين لصالح الدائنين وعرض العقارات المرهونة للبيع.

²¹ Causes of Financial Crisis, Congressional Research Service, Prepared for Members of Committees of Congress, Mark Jacking, www.src.org, 29/1/2009.

زيادة عرض العقارات أدت إلى انخفاض أسعارها، كما أدت أيضاً إلى تخلي بعض المدينين عن عقاراتهم بشكل متعمد أحياناً (لأن ديونهم أصبحت أكبر من قيمة عقاراتهم)، وأحياناً أخرى لعدم قدرتهم على السداد، أدى ذلك أيضاً إلى زيادة أكبر في المعروض من المنازل وبالتالي انخفاض أكبر في أسعارها، وقد سبب ذلك خسائر كبيرة لكثير من المؤسسات المالية وشركات التأمين والمستثمرين في هذه السنوات.

هـ) إخفاق نظام إدارة المخاطر:

فرقت بعض المؤسسات المالية في التحليل بين إدارة مخاطر الائتمان وإدارة مخاطر السيولة وإدارة مخاطر السوق، وهذا الفصل ليس صحيحاً عندما يطبق على منتجات معقدة كالمشتقات المالية بأنواعها المختلفة، ولاسيما المرتبطة منها بسندات الرهن العقاري، وهو ما أدى إلى تحمل هذه المؤسسات آثاراً سلبية مركبة لم تكن في الحسبان.²²

هـ) صعوبة فهم الأدوات المالية (التعقيد):

بعد التعقيد وصعوبة الفهم أحد أهم محاذير الأدوات المالية التي تم ابتكارها وتداولها²³، وقد أدى إلى عدة نتائج سلبية منها:

1) عدم قدرة المستثمرين على إعطاء تقييم دقيق عن مدى كفاءة أدواتهم المالية.

2) حيرة المنظمين وعدم قدرتهم على ضبط هذه الأدوات ومراقبتها.

3) غموض المخاطر المرتبطة بهذه الأدوات.

و) ملاءمة الإطار القانوني والتشريعي:

قامت الجهات التشريعية في الولايات المتحدة بسن كثير من القوانين والتشريعات التي تشجع المؤسسات المالية على إبرام عقود واتفاقيات تحمل كثيراً من المخاطر، وذلك لإيمانها بقدرة الأسواق اللامحدودة على تنظيم نفسها، من هذه القوانين:

* مخاطر الائتمان: خطر التعرض لخسارة بسبب عدم قدرة المدين على السداد. مخاطر السيولة: عدم القدرة على تحويل الأصول المالية إلى نقد بسعر السوق (صعوبة البيع). مخاطر السوق: الخسائر المتوقعة بسبب تغير أسعار الفائدة.

²² Confession of Risk Manager, A Personal View of the Crisis, the Economist, 9/11/2009.

²³ We Made it Too Complicated, Lee Buchheit, international financial Law review, 3/2008.

1) قانون العقود الآجلة (Commodity Futures Modernization) (CFMA).

2) قانون غرام ليش بليلي (Gramm - Leach-Bliley) (GLBA).

وقد جاء في هذا القانون مثلاً ما يأتي²⁴:

((لا يوجد في تاريخنا ما يؤكد صحة الفكرة الشائعة في الأسواق التي تقول إنه كلما ازداد التنظيم قلت الأخطاء، كما أنه لا يوجد أحد يمكن أن يبرهن على صحتها)).

كما سنت الحكومة أيضاً قانوناً يضمن لمثل هؤلاء المقرضين تعويضاً عن بعض الخسائر التي قد يتكبدها من جراء سياسة الإقراض (Community Reinvestment Act)، كذلك تحملت الوكالات الاتحادية لتسهيل الائتمان وبدعم من الحكومة الخسائر المالية الكبرى التي حدثت بسبب تبنيها لهذه السياسة التوسعية.

ز) نقص الشفافية والرقابة عند إصدار سندات الرهن العقاري وتصنيفها

وتداولها:

بالنظر إلى السلسلة التي تم من خلالها تسويق بعض قروض الرهن العقاري والمشتقات المالية المرتبطة بها بأشكال غريبة بكميات ضخمة، دون الخوف من عدم قدرة المقرضين على السداد، ومن ثم منحها درجات ائتمانية عالية لا تستحقها بالتعاون مع شركات تصنيف شهيرة، والتأمين عليها ضد مخاطر عدم الدفع عن طريق شركات تأمين عالمية، ومن ثم جمعها على شكل حزم وبيعها في الأسواق العالمية، بالنظر إلى ذلك كله يمكن أن نلاحظ أن جميع من أسهموا في هذه العملية كانت تنقصهم الشفافية والرقابة والمحاسبة، إذ إن كلاً منهم كان يحاول أن يحقق أقصى قدر ممكن من الربح بعد أن يلقي بعبء المخاطر على الطرف الآخر، وكان من الواضح تماماً أن مصلحة الفرد لم تخدم مصلحة المجتمع وفقاً لمنطق اقتصاد السوق وفرضية اليد الخفية.

هـ) إفلات المؤسسات المالية المتعاملة في سندات الرهن العقاري من الرقابة:

تخضع العمليات الائتمانية عادةً للرقابة الحكومية من قبل المصرف الاحتياطي الفدرالي، وذلك بمنعها من تمويل قروض طويلة الأجل بقروض قصيرة الأجل، أو من خلال فرض سقف أعلى لحجم الإقراض محددًا بحجم الودائع المصرفية، أو من خلال التحكم بالاحتياطي الإلزامي للمصارف، إلا أن

²⁴ The Reckoning Deregulation Looks Back, Unswayed. Eric Lipton and Sephen Labaton. New York Times, 16/11/2008.

هذا مطبقاً فقط على المصارف التجارية (مصارف الإقراض) أما مصارف الاستثمار ووكالة الرهن العقاري فهي بمنأى عن مثل هذه الرقابة. كذلك عمدت بعض الشركات إلى نقل كيائها القانوني إلى ما يسمى بالولايات الضريبية* علماً أن كيائها الفعلي يبقى في البلد نفسه وتعمل كمستثمر أجنبي، وذلك للاستفادة من الإعفاء الضريبي الذي تتيحه مثل هذه الولايات والتكتم على أعمال الشركات جميعها سواءً أكانت أعمالاً شرعية أم غير شرعية كعمليات غسل الأموال.

تشجيع الحكومة الأمريكية سياسة التراخي في شروط منح القروض:

عملت الحكومة الأمريكية على حث المؤسسات المالية على منح القروض لأصحاب الدخل المحدود، وقد ارتبط ذلك بمجموعة أهداف منها:

- (1) زيادة حجم نشاط القطاع العقاري الذي يشغل حيزاً كبيراً من اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية.
- (2) اتباع سياسة نقدية توسعية تعمل على تحفيز الاقتصاد وزيادة معدل النمو من دون أن تؤدي إلى آثار تضخمية.
- (3) تحفيز المقترضين على العمل أكثر لوفاء ديونهم، ومن ثمّ زيادة إنتاجيتهم.
- (4) السعي نحو تحقيق حلم كل مواطن أمريكي في الحصول على منزل لائق.
- (5) تحفيز المؤسسات المالية المختلفة والسعي نحو زيادة نشاطها.
- (6) زيادة حجم النشاط الاقتصادي العام من خلال السياسة النقدية التوسعية.

(و) تجزئة الرقابة:

يعتمد نظام الرقابة في الولايات المتحدة الأمريكية على عدة وكالات تصنيف ائتمانية، كل وكالة من هذه الوكالات متمرسّة بالتنبؤ بالمخاطر المحدقة بأداة من الأدوات المالية، وتمنحها تصنيفاً ائتمانياً معيناً. لكن على الرغم من الميزات الكبيرة التي ترافق هذا التخصص إلا أنه بالنتيجة لا يوجد أي وكالة تصنيف أو أي جهة أخرى ترافق الوضع العام للمخاطر جميعها وتعطي تقويماً شاملاً لمجمل النظام الائتماني العام والمشتقات المالية المرتبطة به عدا المصرف الاحتياطي الاتحادي، وذلك لإيمان الجميع بالحرية الاقتصادية وآلية عمل السوق. وحتى هذه الجهة الوحيدة (مصرف الاحتياطي

* بلدان صغيرة أو جزر تتمتع بحكم ذاتي وقوانين خاصة كجزيرة برمودا.

الاتحادي) لا تمتلك سلطة رقابية كافية على البنوك الاستثمارية أو صناديق التحوط، أو على كثير من المتعاملين في المشتقات المالية بأنواعها المختلفة²⁵.

أ) الابتكار المالي:

تم ابتكار وتطوير أدوات مالية كثيرة (المشتقات المالية الحديثة) تتميز بربحية عالية، وبمظهر جذاب ساعد على انتشارها بسرعة كبيرة، واستحوذها على جزء كبير من بنية النظام المالي، إلا أن هذه الأدوات أسهمت إسهاماً كبيراً في الانهيار شبه الكامل لنظام الإقراض العقاري في الولايات المتحدة وفي كثير من دول العالم.

ب) تقدير متدن لدرجة المخاطر المرتفعة المرتبطة بسندات الرهن العقاري:

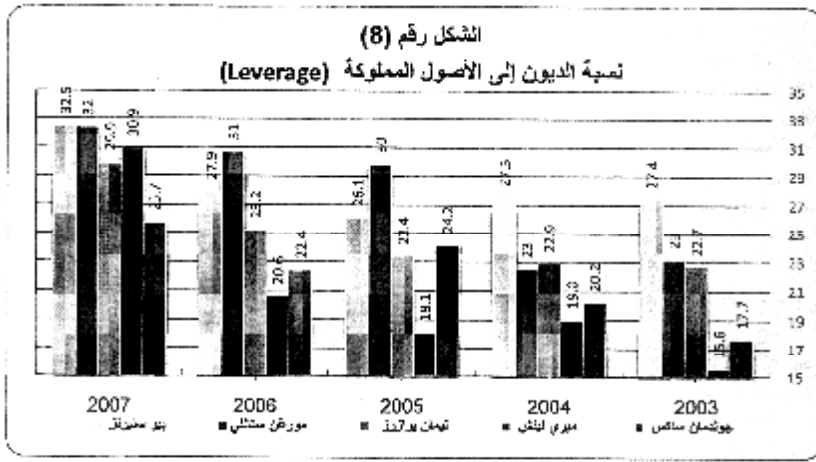
ارتبط تقدير مخاطر سندات الرهن العقاري بالنماذج الرياضية التي وضعها الضامنون، والتي لم تأخذ بالحسبان ارتفاع معدلات عدم السداد التي تحدث عادةً نتيجة لارتفاع أسعار الفائدة على السندات بسبب رفع مصرف الاحتياطي الاتحادي لأسعار الفائدة الأساسية على الإقراض (وفقاً لشروط عقد سند الرهن العقاري). أسهمت في ذلك أيضاً التوقعات غير الواقعية من قبل الجميع بأن أسعار المنازل في الولايات المتحدة ستبقى في حالة ارتفاع، وبأن هذا الارتفاع سوف يعوض (أو يتخطى) الزيادة التي ممكن أن تحدث في أسعار الفائدة على سندات الرهن العقاري، كانت فرضية هبوط أسعار المنازل وعدم قدرة أصحابها على السداد وانهيار أسعار هذه السندات، فرضية أشبه بالخيال ولاسيما أنه لا توجد أمثلة كثيرة مشابهة في تاريخ الأزمات المالية²⁶.

ج) زيادة نسبة القروض إلى رأسمال المؤسسات المالية:

تسعى المؤسسات المالية وغير المالية بأشكالها المختلفة إلى زيادة أرباحها من خلال التوسع في عملية الاقتراض وإعادة توظيف المبالغ المقترضة، فهي ممكن مثلاً أن تعيد إقراض ما تقترضه للاستفادة من فروق أسعار الفائدة، و نسبة ديون هذه المؤسسات إلى أصولها المملوكة تسمى بمعدل الرفع المالي (Leverage).

²⁵ Causes of Financial Crisis, Congressional Research Service, Prepared for Members of Committees of Congress, Mark Jacking, www.src.org 29/1/2009, P 8.

²⁶ The Failure of Models that Predict Default: Distance, Incentives, and Default: U.Rajun, A. Serun, and V. Vig. Chicago GSB Research Paper No. 08-19.



يعدُّ مصطلح الرفع المالي أو الرافعة المالية من المصطلحات التي ابتدعتها الذهنية المؤسساتية لتغليف الأشياء غير المحببة²⁷ أو السلبية وإعطائها مظهراً جميلاً، فيدل أن نقول استئانة أو مديونية وهو مصطلح يوحى بالمخاطرة والضعف نقول رافعة مالية وهو مصطلح يوحى بالثقة والقوة.

لو نظرنا إلى المؤسسات المالية الكبرى على مستوى العالم ولاسيما المصارف الاستثمارية لوجدنا أن معظمها زاد كثيراً من حجم الرفع المالي، وهو ما أدى إلى تحمل هذه المؤسسات مخاطر ائتمانية كبيرة، يوضح الشكل رقم (8)²⁸ كيف ارتفع هذا المعدل بشكل غير مسبوق في بعض المؤسسات المالية التي كانت إحدى ضحايا الأزمة.

(د) انتشار المشتقات المالية خارج حدود الرقابة:

أدى الانتشار الكبير الخارج عن حدود الرقابة لكثير من المشتقات المالية سائلة الذكر²⁹ إلى قصور المعلومات المتعلقة بحجم المخاطر لدى اللاعبين جميعهم في الأسواق المالية سواء كانوا منظمين أو

²⁷ The Role of Derivatives in Creating the Financial Crisis, Toby Birch, Managing Director Birch Assets Limited, www.birchassets.com, paper written to Al-Baraka Group in there conference in 6-7 September 2008, P(7)

²⁸ Stages of the 2007/2008 Global Financial Crisis, Is There a Wandering Asset-Price Bubble? Orlowski, Lucjan T. Sacred Heart University, Halle Institute for Economic Research. 10. December 2008, P32.

²⁹ How to Solve the Derivative Problem, Walter Lukken, Wall Street Journal. 10/10/2008. P (A15).

متعاملين، ولم يكن أحدٌ قادراً على التنبؤ بحجم الأضرار ومدى انتشارها في حال إفلاس أو عدم قدرة أحد كبار المستثمرين على السداد. وقد أدى تجاهل الوضع الائتماني الهش لمعظم المدينين وعدم التحقق من البيانات المدخلة على النماذج الرياضية في كثير من الأحيان إلى خداع المتعاملين وتضليلهم.

هـ) الإفراط في عمليات توريق الديون وبيعها:

عملت المؤسسات المالية على جدولة الديون بطرائق مباشرة أو غير مباشرة عن طريق عمليات التوريق، وذلك من خلال تحويل هذه الديون إلى أوراق مالية تستخدم مرة أخرى كأداة مصرفية تؤمن السيولة. وقد ساعدت الزيادة الكبيرة في حجم القروض والديون في ارتفاع حجم عمليات التوريق وكانت هذه الزيادة نتيجة لمجموعة من العوامل لعل من أهمها ما يأتي:

- 1) تطور الأسواق المالية ولاسيما أسواق السندات منذ سبعينيات القرن الماضي.
 - 2) أزمة المديونية الخارجية لمعظم الدول النامية في ثمانينيات القرن الماضي وتعثرها عن سداد ديونها في مواعيدها المحددة، ومن ثم تفاقم حجم هذه الديون بسبب الفوائد المركبة وغرامات التأخير.
 - 3) سهولة تحرك الأموال بين البنوك والأسواق المالية على مستوى العالم.
 - 4) تحرير أسعار الصرف.
 - 5) الإفراط في حجم الإصدار النقدي وارتفاع مستويات التضخم.
 - 6) ارتفاع أسعار الفائدة بصورة كبيرة وما ترتب عليه من ارتفاع خدمة القروض.
- و) سياسة تخفيض الدولار التي اتبعتها الولايات المتحدة الأمريكية:

عملت الحكومة الأمريكية بسياسة تخفيض قيمة الدولار خلال السنوات الممتدة من عام 2000 وحتى الآن من خلال زيادة الإصدار النقدي وخفض أسعار الفائدة، وذلك من أجل زيادة صادرات الولايات المتحدة الأمريكية وتقليل عجز ميزانها التجاري وتقليص حجم ديونها الحقيقية، وتخفيض معدلات البطالة فيها، وزيادة معدلات نمو ناتجها المحلي.

فعندما يكون الدولار قوياً تقل كلفة شراء السلع والخدمات من خارج الولايات المتحدة الأمريكية، وفي المقابل ترتفع أسعار الصادرات الأمريكية على المشتريين الأجانب، الأمر الذي يدفع إلى زيادة حجم

الواردات وانخفاض حجم الصادات، وهو ما يزيد من حجم العجز في الميزان التجاري ويخفض من مستويات التشغيل ويزيد من معدلات البطالة.

(ز) منح سندات الرهن العقاري تصنيفات ائتمانية مرتفعة لا تستحقها:

حصلت بعض سندات الرهن العقاري على تصنيفات ائتمانية مرتفعة جداً وصل بعضها إلى (AAA) وهذا التصنيف مساوٍ لتصنيف سندات الخزينة الأمريكية التي تعدُّ من الأصول المالية الأكثر أماناً على مستوى العالم، وقد كان هذا التصنيف نتيجةً لعدة عوامل لعل من أبرزها³⁰:

(1) استخدام النماذج الرياضية في حساب المخاطر سالفة الذكر، وهذه النماذج كانت قد بنيت على افتراضات غير صحيحة لم تعكس مدى خطورة أوضاع أصحاب سندات الديون المضمونة، فالجميع كان يدعي أنه في وضع جيد سواء كان ذلك ناتجاً عن قناعة و تفاؤل أو عن غش وتدليس.

(2) الشعور العام لدى المستثمرين وشركات التصنيف الائتماني بأن بعض المؤسسات المالية المنشئة والضامنة لسندات الرهن العقاري والمشتقات المالية المرتبطة بها مدعومة دعماً مباشراً من الحكومة الأمريكية، وهي بذلك محصنة من الانهيار.

(3) منح بعض شركات التصنيف الائتماني لسندات الرهن العقاري درجات ائتمانية مرتفعة، مقابل أتعاب ضخمة أشبه ما تكون بالرشاوى المالية.

(4) التأمين على هذه السندات من قبل كبرى شركات التأمين في العالم.

وقد أدى التصنيف الائتماني المرتفع لسندات الرهن العقاري إلى مجموعة من النتائج السلبية منها:

(1) المضي قدماً نحو الاستثمار بهذه السندات والمشتقات المالية المرتبطة بها عن طريق تمويلها بقروض قصيرة الأجل، وهو ما يرفع من درجة المخاطر الائتمانية للمؤسسات المالية المتعاملة بها.

(2) زيادة حجم الاستثمار في هذه السندات للحصول على معدلات فائدة أعلى مقارنةً بالأصول المالية الأكثر أماناً كسندات الخزينة الأمريكية، ما دامت تحمل التصنيف الائتماني ذاته (AAA)، ولاسيما أن نسبة الفوائد على سندات الرهن العقاري كانت أعلى من نسبة الفوائد على

³⁰ An Analysis of the Financial Crisis of 2008: Causes & Solution, last reference, P 7-9.

الأصول المالية المشابهة لها في التصنيف الائتماني. كما أن أسعار الفائدة على معظم السندات كانت تتغير مع تغير أسعار الفائدة التي يحددها المصرف الاحتياطي الاتحادي والتي كانت منخفضة كثيراً عند انتشارها، وهو ما يعني احتمالية أكبر في ارتفاع حجم العوائد على السندات عندما ترتفع أسعار الفائدة التي يحددها المصرف الاتحادي.

(3) استغلال هذا التصنيف الائتماني المرتفع للسندات للمبالغة في تقويم المشتقات المالية المرتبطة بها وأسهم الشركات المصدرة لها وأسهم الشركات الضامنة لها بأكثر بكثير مما تستحق، فاكشاف حقيقة أن هذه السندات عالية المخاطر يعني أن جزءاً كبيراً منها قد تحول من أصول مالية عالية السيولة تدر أرباحاً كبيرة إلى ديون معدومة. وهذا طبعاً لا يعني فقط انخفاض أسعار أصول المؤسسات وتلاشي أرباحها، وإنما يعني أيضاً مواجهتها لشح شديد في السيولة يدفعها أحياناً إلى إعلان إفلاسها.

ج) دفع المكافآت كنسبة من الدخل بغض النظر عن المخاطر:

أدت نظم الأجور الحالية إلى تشجيع الموظفين على الدخول في صفقات عالية المخاطر دون النظر إلى العواقب السلبية التي قد تترتب على المستثمرين وحملة الأسهم، فالموظفون الذين يرتبط منصبهم في تسهيل المتاجرة في المشتقات المالية أو منح الائتمان يتلقون حصة كبيرة من دخلهم على شكل مكافآت متغيرة. ولذلك فإنه كلما زادت تعاملات الموظف نيابة عن المؤسسة المالية (بغض النظر عن حجم منصبه) ازدادت مكافآته، فإذا أديرت الصفقات بنجاح، فإن المكافأة المالية ستكون كبيرة، وسيحصل الموظف على ترقية وسيوصف بأنه موهوب إن كان من موظفي الصف الخلفي الذين يتلقون الأوامر من المديرين التنفيذيين، وميدع إن كان من المديرين التنفيذيين أو المستشارين أو أعضاء مجلس الإدارة. أمّا إن لم تدر هذه الصفقات بنجاح نتيجة حدوث مشكلات ائتمانية كبيرة أو هبوط غير متوقع في قيم الأصول المتعلقة بها، فإنه سيفقد المكافأة، أو في أسوأ الأحوال، ستنتم تحيته بعد أن يحصل على تعويض، وبذلك ستعارض مصلحته مع مصلحة المنشأة التي يعمل لحسابها، وسوف يكون ميالاً لتوسيع نطاق العمل على حساب زيادة المخاطر.

قد أدت سياسة دفع الأجور هذه إلى مبالغة في تقدير بدل أتعاب الموظفين في الشركات والمؤسسات المالية، إذ إنه وفقاً لمسح استطلاعي أجراه واتسون ويت (Watson Wyatt)³¹ فإن 90% من

³¹ Kirkland, Rik (2006, June 30). The real CEO pay problem. *Fortune*. Retrieved July 29, 2008:

http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune_archive/2006/07/10/8380799/index.htm

المستثمرين يعتقدون بأن المديرين التنفيذيين يتقاضون رواتب ومكافآت أكثر بكثير مما يستحقون. على سبيل المثال تقاضى المدير التنفيذي لمصرف ليمان برانرز ريتشارد فولد (Richard Fuld) (CEO of Lehman Brothers) مبالغ تقدر بنصف مليار دولار أميركي في السنوات الممتدة من عام 1993 حتى عام 2007 وبمعدل 17000 دولار مقابل كل ساعة عمل³².

ليست المشكلة في المبالغة في تقويم دخل الموظفين في الشركات المالية إذ إنه لا يشكل عبأ كبيراً جداً على أرباحها، وإنما المشكلة في تركيبة هذا الدخل، إذ تشكل الحوافز والمكافآت نسبة كبيرة منه، وتدفع مقابل العمليات التي يحقق فيها الموظفون أرباحاً على المدى القصير دون الأخذ بالحسبان المخاطر المترتبة على الشركات من جراء هذه العمليات على المدى الطويل، وهذا ما يقتل حس المسؤولية عند هؤلاء الموظفين. فقد بلغ الراتب السنوي لأحد كبار موظفي ميرري لينش (Merrill Lynch) مبلغ 350000 دولار أميركي في حين بلغت مكافآته عشرة أضعاف هذا الراتب (3500000 دولار أميركي) وذلك في عام 2006 الذي وصلت فيه الأرباح إلى 7.5 مليار دولار نتيجة تسويقه لأصول مالية عالية المخاطر، إلا أن هذه المكافآت لم تلغ في عام 2008 عندما وصلت الخسائر إلى ضعف حجم الإيرادات³³.

المبحث الثالث

الحلول المقترحة للأزمة المالية

أ) الحلول التقليدية:

ربما توجد حلول أخرى لأزمة الرهن العقاري نادى بها بعض الاقتصاديين، فضلاً عن اتباع سياسة مالية توسعية متمثلة في زيادة الإعانات والمنح الحكومية للمؤسسات المالية والشركات الإنتاجية والأفراد وتخفيض الضرائب، واتباع سياسة نقدية توسعية متمثلة في زيادة الكتلة النقدية والتوسع في منح الائتمان، وتخفيض أسعار الفائدة بشكل غير مسبوق، ومن هذه الحلول ما يأتي:

³² Last reference.

³³ On Wall Street, bonuses, not profits, were real: Story Louise (2008, December 18). New York Times, A1, A35.

(1) منع تداول سندات الرهن العقاري:

إن منع تداول سندات الرهن العقاري سيحصر نطاق أي أزمة رهن عقاري مستقبلية بين المقرض والمقترض فقط، وبذلك سوف يتوجب على المصارف الاستثمارية أن تمول هذه السندات من مواردها الخاصة، ولن تستطيع أن تمول سندات الرهن الجديدة من خلال توريق سندات رهن قديمة، وهذا ما يؤدي إلى انخفاض نسبة ديون هذه المؤسسات إلى أصولها المملوكة، ومن ثمَّ انخفاض مخاطر الائتمان.

(2) تأميم المؤسسات المالية أو تركها تواجه مصيرها:

يوصي هذا الحل بأن تؤمَّم جميع المؤسسات المالية والشركات المتعثرة، أو ببساطة تترك لخيار الإفلاس نتيجة لتعثُر سنداتها. وتعود المصارف المؤمَّمة لخلق الأموال عن طريق الإقراض كما كانت تفعل في السابق، وتقدر مخاطر الائتمان عن طريق العامل البشري والبيانات المحاسبية التقليدية بدلاً من النماذج الرياضية. يرى أنصار هذا الحل مرونة أكبر للمصارف في تملك الشركات الأخرى المدينة لها أيضاً جزئياً أو كلياً في مقابل فروضها المستحقة، وذلك قد يساعد في إعادتها للحياة من جديد بدلاً من أن تعلن إفلاسها، ويتميز أيضاً بأن كلفته على دافعي الضرائب أقل من علاج ضخ الأموال في شرايين المؤسسات المالية على شكل قروض أو شراء أسهم ممتازة، كما أنه معلوم التكلفة منذ البداية على خلاف الحل الذي تبنته الحكومة الأمريكية³⁴.

إلا أن لهذا الحل محاذير كثيرة منها المقاومة الشديدة لخيار التأميم دفاعاً عن النظام الرأسمالي الحر، وعدم ضمان قدرة الدولة على إدارة مثل هذه المؤسسات. كما أن ترك الشركات لخيار الإفلاس يمكن أن يكون له آثار سلبية في الاقتصاد لا يمكن التنبؤ بمدى شدتها، فالترابط الشديد للمؤسسات المالية ببعضها بعضاً وضخامة حجم كثير منها قد يؤدي إلى ظهور نتائج كارثية نتيجة إفلاسها.

(3) برنامج مشاركة تمويل الرهنين (SAMS) Shared Appreciation Mortgages:

إيجاد برنامج مشاركة تمويل الرهنين من قبل المؤسسات المالية المقرضة بعد إعادة تقويم سندات الرهن العقاري، مقابل حصولها على حقوق مستقبلية في المنازل المرهونة بعد تسديد كامل قيمة السندات المستحقة وانتقال ملكية هذه المنازل إلى هؤلاء الرهنين³⁵.

³⁴ An Analysis of the Financial Crisis of 2008: Causes & Solution, last reference, P 20.

³⁵ An Analysis of SAM Pricing in the UK: A. Murphy. Presented at the 2007 European

هذا البرنامج ممكن أن يحقق هدفين، الأول هو إعادة تقويم السندات المرهونة بشكل يخفف من تكلفة السداد ويوجد سوقاً ثانوية لتداول هذه السندات، والثاني هو تقليل عدد المنازل المعروضة للبيع في السوق، وذلك سوف يقلل من انخفاض أسعارها. إذ إن انخفاض أسعار العقارات يؤدي إلى زيادة حالات التخلف عن سداد الديون، ومن ثمّ إلى زيادة حالات حجز الرهن العقاري وانخفاض أسعار العقارات مجدداً. إلا أن الحكومات فضلت الوقوف إلى جانب المؤسسات المالي.

(4) إيقاف عمليات حجز الرهن العقاري:

زيادة حالات نزع الملكية العقارية للعقارات المرهونة خلال عام 2007 كان أحد أهم أسباب الأزمة، لذلك يوصي هذا الحل بمنح المقترضين زمناً أطول لسداد أقساط سندات الرهن العقاري المترتبة عليهم من خلال إيقاف عمليات حجز الرهن العقاري مدة لا تقل عن ستة أشهر، قابلة للتجديد³⁶.

(5) استخدام أموال الصناديق السيادية لشراء الأصول المالية عالية المخاطرة:

كثرت دعوات الحكومة الأمريكية والحكومة البريطانية في أعقاب الأزمة المالية العالمية إلى استخدام فوائض موازنات بعض دول الخليج العربي وفوائض صناديقها السيادية الخاصة وبعض مصادر تمويلها في شراء بعض السندات المتعثرة! إلا أن هذا الطرح يتسم بالغرابة فالفوائض المالية لدول الخليج العربي لا تكاد تذكر مقارنة باحتياجات الدول الكبرى، كما أن هذه الأزمة هي أزمة أمريكية بامتياز والأجدى بالمسبب لها أن يعوض على المتضررين منها لا أن يطلب مساعدتهم. كما أنه من الخطأ أن تسمى المبالغ المتحصلة من مبيعات النفط أرباحاً إذ إنها ثمن مدفوع بمقابل رأس مال وليس بمقابل إنتاج.

(ب) الحلول الشاملة (غير التقليدية) لإصلاح النظام المالي والنقدي وحمايته من الأزمات:

تبدو الحلول السابقة المطروحة للخروج من أزمة الرهن العقاري حلولاً منطقية، ومن المتوقع أن تؤدي في النهاية إلى معالجتها، إلا أن هذا العلاج لن يكون علاجاً وقائياً وجذرياً وإنما علاج إسعافي لا يضمن عدم تكرار مثل هذه الأزمة في المستقبل، وينطبق كذلك الحال على جميع عمليات الإصلاح

Financial Management Association (EFMA) meeting.

³⁶ Epic Recession Understanding the Global Financial Crisis, Jack Rasmus, Peninsula Peace and Justice Center (www.peaceandjustice.org), (Video Lecture) Recorded in California US 14 October 2008.

التقليدية للنظام المالي والنقدي العالمي مهما اتسمت بالدقة والموضوعية والمنطقية، وذلك لوجود خلل كبير في الدعائم الأساسية لهذا النظام، وقد يكون الحل الجذري الوحيد لإصلاحه هو الاستبدال بهذه الدعائم دعائم أخرى أكثر قوة وثباتاً واستقراراً والبناء فوقها من جديد أو ببساطة تغيير طبيعة هذا النظام بشكل كامل، وإلا سيبقى عرضةً للأزمات بمختلف أنواعها مع كل ما يترتب عليها من تبعات، فضلاً عن كل ما يتسم به من عدم العدالة وضعف الاستقرار. وأهم هذه الحلول ما يأتي:

(1) التخلي عن الربا في المعاملات المالية جميعها، وعدّه كما كان سابقاً جريمة يعاقب عليها القانون واستبدال وهو ما يؤدي إلى:

- عدالة أكبر في التوزيع.
 - تحكم السلطات النقدية بشكل أفضل في حجم الكتلة النقدية الفعلية.
 - استقرار قيمة العملة وانخفاض احتمالات حدوث التضخم.
 - انخفاض احتمالات حدوث فقاعات الأصول بأنواعها المختلفة.
 - تلطيف حدة الدورات الاقتصادية.
- (2) منع المصارف من خلق النقود من العدم، وعدّها عملية غير شرعية (يتحقق هذا تلقائياً فيما لو ألغي التعامل بالربا).
- (3) إحياء نظام الحسبة على الأسواق.
- (4) حظر المشتقات المالية التي تشبه أي نوع من أنواع المقامرة أو الغرر.
- (5) منع عمليات المضاربة بالهوامش وعمليات البيع على المكشوف.
- (6) منع عمليات توريق الديون وبيعها.
- (7) اشتراط التقابض لإتمام العقود.
- (8) عدم السماح مجدداً لعملة أي دولة بأن تكون وطنية الإصدار وعالمية الانتشار.

استعراض اختبار فرضيات البحث

رأينا من خلال البحث أن الفرضية الأولى لم تكن محققة، إذ إنَّ الأزمة المالية العالمية الراهنة كانت نتيجة لطبيعية النظام الرأسمالي بوضعه الحالي، وليس فقط نتيجة لأخطاء جسيمة ارتكبت من قبل بعض المؤسسات المالية، فالمشكلات تكمن في بعض الأدوات والمشتقات المالية ذاتها التي تعتمد بشكل كامل على الربا أو المقامرة أو الغرر، التي هي متاحة ومشروعة وفقاً لمنطق اقتصاد السوق.

أما الفرضية الثانية والقائلة إنه يمكن إيجاد بعض الحلول التقليدية للأزمة المالية الراهنة إلا أن مثل هذه الحلول لا يمكن أن تكون حلاً وقائية وإنما حلول علاجية فقط، فهي فرضية محققة. إذ إنَّ الحلول التقليدية المتمثلة بالسياسات المالية والنقدية تعالج فقط بعض تداعيات الأزمة وتبقى على أهم جذورها المتمثلة بقدرة البنوك على خلق النقود الائتمانية والمقامرة والغرر التي تسببه معظم المشتقات المالية.

النتائج والتوصيات:

يمكن أن نتوصل من خلال البحث إلى النتائج والتوصيات الآتية:

(1) كانت الأزمة المالية الراهنة نتاجاً لتسليم الجميع بكفاءة آلية الأسواق وقدرتها الذاتية على تصحيح نفسها، إلا أن هذه المسألة لم تكن صحيحة بالمطلق، ومن الضروري البحث عن ضوابط وحلول جذرية تطل بعض ثوابت النظام الرأسمالي، ولعل في الحلول الشاملة الواردة في الصفحة السابقة علاجاً وقائياً لحماية النظام المالي العالمي وحمايته من الأزمات.

(2) تعدُّ المشتقات المالية الحديثة وتداول السندات المرتبطة بأسعار الفائدة من أبرز مسببات الأزمة المالية العالمية الراهنة، ولذلك من الضروري التخلص من هذه المشتقات لصالح بدائل جديدة أخرى كالصكوك.

(3) تعدُّ عملية خلق النقود الائتمانية التي تقوم بها المصارف التقليدية من أبرز أسباب الأزمات المالية، فلا توجد فقاعات أصول من دون نقود فائضة، وأهم وأكبر مصادر النقود ليست مطابيع العملة، وإنما النقود الائتمانية، فقد كان مجموع العملة المصدرة في الولايات المتحدة الأمريكية في آخر عام 2005 قرابة 725.2 تريليون دولار وهو يشكل ما نسبته 7.1% فقط من مجمل الكتلة النقدية M3 البالغة 10.2014 تريليون دولار أمريكي خلال العام نفسه³⁷.

(4) من الضروري عدم السماح للشركات والمؤسسات المالية باستخدام الرافعة المالية مجدداً، وذلك لأن الاستخدام المكثف لعملية الرفع المالي يعظم نتائج الأعمال سلباً أو إيجاباً، ويؤدي -في معظم الأحيان- إلى إثراء المؤسسات المالية أو إفلاسها بسرعة شديدة وبشكل غير متوقع، ومن ثمَّ يزيد من حالة تشتت وعدم استقرار نتائج الأعمال، وذلك ينطبق أيضاً على عقود المضاربة بالهوامش.

(5) من الضروري أن تستعيد النقود قدرتها على أداء وظائفها التقليدية كحافظ للقيم ومستودع لها فضلاً عن أنها وسيط في التبادل، وذلك من خلال ربطها المباشر بأصول حقيقية أو معادن ثمينة، أو إيجاد أي آلية أخرى تضمن ثبات قيمة النقود الحقيقية واستقرارها.

خاتمة:

مع أن الحلول السابقة (غير التقليدية) المقترحة لعلاج الأزمة المالية العالمية المقدمة من مؤيدي الاقتصاد الإسلامي، تبدو حلاً بعيدة المنال ومن المتوقع أن تجابه بالرفض من قبل جميع المستفيدين من النظام بوضعه الحالي، إلا أنها قد تصبح مع الوقت حلاً مقبولة إلى حد بعيد. فمن كان يتوقع من الحكومة الأمريكية مثلاً أن تلجأ إلى خيارات تشبه خيارات التأميم، وأن تتخلى عن أهم

³⁷ Board of Governors of the Federal Reserve System: M3 Money Stock (DISCONTINUED SERIES)
<http://www.federalreserve.gov/releases/h6/hist/> & Currency (Component of M1)
<http://research.stlouisfed.org/fred2/categories/24>

مبادئ النظام الرأسمالي عند معالجتها للأزمة المالية العالمية وذلك بعدما أدركت أن ذلك هو السبيل الوحيد لحماية النظام المالي من الانهيار؟ إذ إنه عند اندلاع الأزمات الشديدة تطفو على السطح حلول جديدة، وربما صحت مقولة ملتون فريدمان في هذا السياق³⁸.

"فقط الأزمة سواءً أكانت طبيعية أو مصطنعة يمكن أن تؤدي إلى تغيير حقيقي، وعند حدوث مثل هذه الأزمة تتوقف الإجراءات التي تتخذ على الأفكار المتناثرة هنا وهناك، وفي اعتقادي فإن وظيفتنا الأساسية هي تطوير بدائل للسياسات الحالية، حتى يصبح المستحيل سياسياً أمراً لا مفر منه سياسياً".

³⁸ Milton Friedman, Capitalism and Freedom: Fortieth Anniversary Edition, Publisher: University Of Chicago Press, 2002, p(ix).

مراجع البحث

المراجع العربية:

- 1) الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصاد السعودي، إدارة البحوث والدراسات الاقتصادية، مجلس الغرف السعودية، تشرين الأول 2008.
- 2) الأزمة الاقتصادية العالمية الأسباب والتداعيات والآثار في الاقتصادات العالمية (دراسة الحالة التونسية)، عبد الفتاح العموص، الاقتصادات العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، المؤتمر العلمي العاشر، بيروت، 20-21/12/2009.
- 3) إصلاح النظام النقدي والمالي الدولي، فؤاد حمدي بسيسو، الاقتصادات العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية، الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية، بيروت، 19-20 كانون الأول 2009.
- 4) مجلة الاقتصاد والأعمال، تشرين الأول، العدد 346.

المراجع الأجنبية

- 1) Austin Murphy, An Analysis of the Financial Crisis of 2008: Causes & Solution, Oakland University, 2008, P 2. (Electronic copy available at: <http://ssrn.com>).
- 2) An Economy at Risk: The Tough Decisions Ahead, Tomas M. Hoenig (President of Federal Reserve Bank of Kansas City), Embargoed Until Presentation, Sheidan, June 2009.
- 3) An Analysis of SAM Pricing in the UK: A. Murphy. Presented at the 2007 European Financial Management Association (EFMA) meeting.
- 4) Are credit default swaps insurance products?. Karel Frielink (2008-08-10): <http://www.curacao-law.com/2008/06/17/credit-default-swaps-and-insurance-issues-under-dutch-caribbean-law/>.
- 5) An Analysis of the Financial Crisis of 2008: Causes & Solution, Austin Murphy, Oakland University, 2008.(Electronic copy available at: <http://ssrn.com>)
- 6) An Empirical Test of a Stochastic Cash Flow Theory of Evaluating Credit, Advances in Financial Planning and Forecasting: J. Callaghan and A. Murphy. (8/1998).
- 7) Behind Insurer's Crisis: Blind Eye to a Web of Risk: G.Morgenson. New York Times (28/9/2008).

- 8) Board of Governors of the Federal Reserve, Federal Home Loan Mortgage Corporation. Reprinted, 2008.
- 9) Behind Insurer's Crisis: Blind Eye to a Web of Risk.", G. Morgenson. New York Times (9/28/2008).
- 10) Causes of Financial Crisis, Congressional Research Service, *Prepared for Members of Committees of Congress*, Mark Jacking, www.src.org, 29/1/2009.
- 11) Causes of Financial Crisis, Congressional Research Service, *Prepared for Members of Committees of Congress*, Mark Jacking, www.src.org 29/1/2009.
- 12) Confession of Risk Manager, A Personal View of the Crisis, the Economist, 9/11/2009.
- 13) Crazy Money: M. Buchanan. *New Scientist* (19 July 2008).
- 14) Credit default swap market under scrutiny". Gretchen Morgenson (2008-08-10): <http://www.iht.com/articles/2008/08/10/business/morgen11.php>.
- 15) *Derivatives and Alternative Investments*: CFA Institute. Pearson Custom Publishing, Boston, 2008.
- 16) Epic Recession Understanding the Global Financial Crisis, Jack Rasmus, Peninsula Peace and Justice Center (www.peaceandjustice.org), (Video Lecture) Recorded in California US 14 October 2008.
- 17) Federal Reserve Bank of St. Louis website: <http://research.stlouisfed.org/fred2/>
- 18) <http://seekingalpha.com/article/99286-settlement-auction-for-lehman-cds-surprises-ahead>
- 19) <http://www.federalreserve.gov/releases/h6/discm3.htm>
- 20) http://www.usatoday.com/money/economy/2008-10-21-2778456512_x.htm
- 21) <http://www.homeprice.standardandpoors.com>
- 22) How to Solve the Derivative Problem, Walter Lukken, Wall Street Journal. 10/10/2008.
- 23) Labor Force Statistics from the Current Population Survey: Bureau of Labor Statistics, <http://www.bls.gov>
- 24) Meltdown 101: What are Credit Default Swaps?. E. Simon. Kansas City Star (26/10/2008):
- 25) UNCTAD HANDBOOK OF STATISTICS, New York and Geneva, United Nation Publication, 2008.
- 26) The Role of Derivatives in Creating the Financial Crisis, Toby Birch, Managing Director Birch Assets Limited, www.birchassets.com, paper was written to Al-Baraka Group in there conference in 6-7 September 2008.
- 27) The global housing boom, June 2005, the Economist:
http://findarticles.com/p/articles/mi_hb5037/is_200506/ai_n18255974/

- 28) U.S. Department of Commerce: Census Bureau. Federal Reserve Bank of St. Louis website: <http://research.stlouisfed.org/fred2/categories/97/downloaddata>
- 29) The Global Financial Crisis of 2008: What Went Wrong? Hershey H. Friedman, Linda W. Friedman, University of New York, 2009, P (10). There is available electronic copy on: <http://ssrn.com/abstract=1356193>
- 30) Un-naturally Low? Sequential Monte Carlo Tracking of the US. Natural Interest Rate'. Lombardi and E. S. Sgherri (2007), ECB Working Papers, No. 794 (August): ECB.
- 31) "The dream machine: invention of credit derivatives". Tett, Gillian (24/3/2006). *Financial Times*.
- 32) Stages of the 2007/2008 Global Financial Crisis: Is There a Wandering Asset-Price Bubble? Orłowski, Lucjan T. Sacred Heart University, Halle Institute for Economic Research. 10. December 2008.
- 33) United States: Credit Default Swaps: A Brief Insurance Primer. Mark Garbowski (2008-10-24): <http://www.andersonkill.com/webpdfext/CorporateCounsel-January-09.pdf>
- 34) Kirkland, Rik (2006, June 30). The real CEO pay problem. *Fortune*. Retrieved July 29, 2008: http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune_archive/2006/07/10/8380799/index.htm
- 35) Martin Neil Baily, Robert E. Litan, and Matthew S. Johnson, The Origins of the Financial Crisis, The Initiative on Business and Public Policy, The Brookings Institution Massachusetts Ave, NW, Washington, DC. FIXING FINANCE SERIES – PAPER 3 NOVEMBER 2008.
- 36) On Wall Street, bonuses, not profits, were real: Story Louise (2008, December 18). *New York Times*.
- 37) Stages of the 2007/2008 Global Financial Crisis: Is There a Wandering Asset-Price Bubble? Orłowski, Lucjan T. Sacred Heart University, Halle Institute for Economic Research. 10. December 2008.
- 38) The Role of Derivatives in Creating the Financial Crisis, Toby Birch, Managing Director Birch Assets Limited, www.birchassets.com, paper written to Al-Baraka Group in there conference in 6-7 September 2008.
- 39) The Failure of Models that Predict Default: Distance, Incentives, and Default: U.Rajun, A. Serun, and V. Vig. Chicago GSB Research Paper No. 08-19.
- 40) The Reckoning Deregulation Looks Back, Unswayed. Eric Lipton and Sephen Labaton. *New York Times*, 16/11/2008.
- 41) The U.S. foreclosure crisis: a two-pronged assault on the U.S. economy: Tatom, John, Networks Financial Institute at Indiana State University, 28 August 2007, NFI Report (Source: Mortgage Bankers Association)
- 42) We Made it Too Complicated, Lee Buchheit, international financial Law review, 3/2008.

تاريخ ورود البحث إلى مجلة جامعة دمشق 2010/12/30