

Lebanese American University

From the SelectedWorks of Ghassan Dibeh

2011

أسواق العقارات: فقااعات، ابتكارات مالية وأيديولوجيا

Ghassan Dibeh, *Lebanese American University*



SELECTEDWORKS™

Available at: http://works.bepress.com/ghassan_dibeh/62/

أسواق العقارات: فقاات، ابتكارات مالية وأيدولوجيا

بقلم الدكتور غسان ديبية

رئيس قسم الاقتصاد في الجامعة اللبنانية الاميركية

في شهادته أمام لجنة التحقيق حول الأزمة المالية في الولايات المتحدة في 2 يونيو/ حزيران 2010، قال وارن بافيت "إن الجمهور الأميركي اعتقد أن أسعار المنازل لن تهبط بشكل دراماتيكي: فاني ماي (Fannie Mae) اعتقدت ذلك. فريدي ماك اعتقدت ذلك ايضاً. كذلك الكونغرس اعتقد ذلك. وأنا اعتقدتُ ذلك. كلنا اعتقدنا ذلك!".

هذه شهادة قدّمها أكبر الاثرياء الأميركيين الذي عرفت عنه حنكته الواسعة في تقدير اتجاه الأسواق المالية، وأيضاً حذره الشديد من الابتكارات المالية كالمشتقات Derivatives التي سمّاها في عام 2003 «أسلحة الدمار الشامل المالية»... وتعكس هذه الشهادة مدى سيطرة الفكرة السائدة في الولايات المتحدة وفي أنحاء العالم، عن إن أسعار العقارات دائماً تتجه صعوداً.

وقد عدّد روبرت شيلر، الاقتصادي المعروف، والذي كان من الأوائل الذين حذروا من وقوع الأزمة المالية الأخيرة، الأسباب التي تجعل الجمهور، وحتى الكثير من الخبراء وصنّاع القرار، يعتقدون أن وجهة الأسعار هي دائماً صعوداً، ومن ابرز هذه الاسباب: زيادة السكان، ضيق المساحات في المدن، شح الأراضي وندرة موارد البناء... وهذه الأسباب تجعل الناس يبنون توقعاتهم المستقبلية على استمرارية وديمومة ارتفاع الأسعار على الرغم من أن التاريخ مليء بالأمثلة حول الانهيارات في الأسواق العقارية في الولايات المتحدة وغيرها.

لا شك ان هذه التوقعات تلعب دوراً كبيراً في توليد الفقاعات العقارية التي تنتهي بالانهيار، الا ان هذه الأزمة اظهرت ثلاثة عوامل اضافية لعبت دوراً كبيراً في تدعيم هذه التوقعات وفي إطلاق وحفز ديناميكية الفقاعة العقارية، وهي:

أولاً، الاعتقاد بفعالية الأسواق العقارية وتمائلها وتماھيها في هذا الإطار مع الأسواق المالية. فكما حدث في التسعينيات من القرن الماضي في فقاعة ال "دوت- كوم"، اذ اعتقد الكثيرون بأن ذلك العقد هو عقد النمو الذهبي للـرأسمالية وانتهاء عصر تواتر الركود الاقتصادي، وكذلك اعتقد الأميركيون أن ارتفاع أسعار العقارات الحقيقي بين عامي 1997 و2006 بنسبة 85%، هو بداية عصر جديد لتحقيق الربح والاستثمار وخلق الثروة، وظنوا ان ذلك سيستمر إلى ما لا نهاية، وإن من يتخلف عن هذا الركب سيفوته ليس فقط تحقيق الحلم الأميركي بامتلاك منزل بل سيفوته الحلم الأميركي الجديد بامتلاك منازل عدة.

ثانياً، تغلغل فكرة وأيديولوجيا «مجتمع الملكية» التي أطلقها جورج بوش الابن في الولايات المتحدة وقبله مارغريت تاتشر في بريطانيا وهي الفكرة القائلة بتحوّل كل فرد في المجتمع الرأسمالي إلى «مالك — مستثمر» مما يضيف طابع الرأسمالية الشعبية على الحقبة الجديدة من الرأسمالية النيوليبرالية التي فكّكت دولة الرعاية الاجتماعية والتنظيم الاقتصادي الكينزي.

ثالثاً، الابتكارات المالية في أسواق الإقراض العقاري التي تمثّلت بتسنيّد القروض العقارية وتقسيم هذه السندات إلى شطور ذات مخاطر مفترضة ومكّمة ومختلفة ومن ثم توزّع هذه الشطور السندية في صناديق الاستثمار والمصارف حول العالم. هذه الابتكارات المالية حفّزت المصارف والسماصرة العقاريين على عرض هذه القروض على العامّة وتحويلها إلى جزء من الأسواق المالية تتحكّم الاستدانة والسيولة بحركتها.

فعالية الأسواق العقارية وبروز الفقاعات

ساد الاعتقاد في الأسواق العقارية بعد عام 1997 بأن هذا الارتفاع سيستمر إلى ما لا نهاية في أفضل الأحوال، امّا في أسوأها، سيصل إلى درجة إشباع تستقر الأسعار فيه بما يعكس الإيمان المطلق بفعالية الأسواق، اي ان إن الأسعار تعكس القيم الأساسية للأصول المتداولة وتتبع ديناميكيتها قوانين النظم

العشوائية، وبالتالي ليس هناك أي مجال لحصول الفقاعات التي تتبع ديناميكياتها قوانين مختلفة من حيث حصول سياق تنبؤي للأسعار عبر الوقت (trending) تحفزه توقعات المشاركين في الأسواق من دون أية قاعدة حقيقية لهذه التوقعات، وينتهي هذا السياق بانتهاء للأسعار.

قدم الرياضي الأميركي بينوا ماندلبروت أفضل تشريح لهذه الديناميكية للفقاعات، إذ قال أن الأسواق لا تتبع «نظرية فعالية الأسواق» والنظم العشوائية، بل إنها معرضة دائماً للتقلبات الحادة في ما سماه «تأثير نوح» و«تأثير يوسف». ف«تأثير نوح» يتجلى في الأسواق عبر حدوث انهيارات في الأسعار أكثر تواتراً (أي بأرجحية إحصائية أكبر) مما يرجحه النموذج العشوائي، فمثلاً انهيار أسواق الأسهم في الولايات المتحدة في أكتوبر 1987 والذي سجل انخفاضاً في مؤشر داو جونز بلغ 23% في يوم واحد لا يمكن أن يحدث خلال عمر الكون البالغ 15 مليار سنة حسب النموذج العشوائي لحركة الأسعار. وقد أدى هذا الهبوط إلى القضاء على ما أنتجته الأسواق العالمية من ثروة في خلال عامين! أما «تأثير يوسف»، وهو المستعار من حلم النبي يوسف حول السبع سنين السمان التي تليها سبع سنين عجاف، فإنه يتجلى في الأسواق عبر اختبارها لتتابع زمني دوري بحيث تشتت الأسعار عن القيم الأساسية لمدة طويلة وبشكل مستمر. ويؤدي الترابط بين هذين التأثيرين إلى حدوث الفقاعات بشكل دوري في الأسواق المالية.

طبعاً الأسواق العقارية مختلفة عن الأسواق المالية وحدث انهيارات فيها هو أقل احتمالاً حيث غالباً ما يكون المنحى بعد انتهاء فورة الأسعار هو جمود الأسعار الإسمية لفترة مع هبوط في معدلها نسبة إلى التضخم والمداخيل. لكن خلال الأزمة الحالية في الولايات المتحدة حدث هبوط كبير للأسعار على المستوى الوطني وكان السبب الرئيسي باندلاع الأزمة المالية التي كانت الأعنف في النظام الرأسمالي العالمي منذ أزمة الركود العظيم (1929-1933) وهو حدث لم يتوقعه حتى أكثر المحللين الذين يؤمنون بهشاشة الأسواق المالية والعقارية الرأسمالية. ففي عام 2003، في خضم الفقاعة، قال كارل كيس وروبرت شيلر "إذا أخذنا بالاعتبار التاريخ فإن هبوطاً على المستوى الوطني (الأميركي) لأسعار المنازل هو ذا أرجحية منخفضة... إن عدم حصول هذا سيُطل التأثير على الاقتصاد الوطني لانفجار الفقاعات العقارية".

وكما سنرى، فإن العامل الثالث هو الذي جعل هذه المرة الفقاعة العقارية تشهد انهيارات أسعار كبيرة وأيضاً يكون لها وقع كارثي على الاقتصاد الحقيقي في الولايات المتحدة وفي أنحاء العالم.

مجتمع الملكية أم مجتمع الاستهلاك؟

في عام 2004، وخلال حملته الانتخابية للولاية الثانية، روج جورج بوش الابن لفكرة مجتمع الملكية حيث تمتلك كل عائلة أميركية منزلاً وحساب أسهم، وبالتالي تصبح الولايات المتحدة مجتمعاً تسوده الديمقراطية الرأسمالية من خلال ملكية الأصول من قبل جميع قطاعات الشعب. ومن أجل تحقيق هذا الحلم الأميركي المتجدد خفضت شروط الإقراض العقاري بأشكال عدة (وهذا حصل أيضاً في بريطانيا منذ عهد تاتشر واستمر في عهد حزب العمال البريطاني). وقد شجع هذا الدفع الأيديولوجي على تحويل فكرة المواطنة إلى فكرة «المواطن — المستثمر»، وقد دفع هذا بالأميركيين، خصوصاً بعد خيبة الأمل في انهيار أسواق الأسهم في عامي 2000-2001 إلى تحويل أنظارهم وتوقعاتهم وآمالهم إلى أسواق العقارات، وعملت السيولة وانخفاض الفوائد وزيادة عرض القروض والابتكارات المالية على تحفيز هذا التوجه. وكما قال المحلل دانيال غروس «لن يقرضك أحد 500000 ألف دولار لشراء أسهم... ولكن إذا كان لديك نبض ومستعد لدفع بعض الفوائد فإن هناك على الأرجح 40 رأساً على الأقل مستعدين لإعطائك شيئاً من أجل رهن عقاري»، وبالتالي أعطيت قروض عقارية للجميع وبلغ دين الرهن العقاري 11 تريليون دولار في عام 2006، وبلغت نسبة قروض الـ subprime في عام 2006 حوالي ثلث القروض المعطاة في الولايات المتحدة، وتحوّلت مقولة لكل أميركي منزل إلى مقولة "لكل مضارب منزل"، بحسب ما قاله الكاتب الأميركي زاخاري كارابل.

ولكن ما فاقم الأمور أيضاً، ان جورج بوش دفع الأميركيين أيضاً إلى الاستهلاك خصوصاً بعد هجمات 11 أيلول، اذ طالب الأميركيين بالخروج إلى مجتمعات الأسواق والشراء وأصبح هذا العمل واجباً وطنياً من أجل منع الاقتصاد الأميركي، الذي كان يواجه ركوداً في تلك الفترة، من الانزلاق أكثر نحو كساد كبير. وبسبب هذا التوجه زاد الاستهلاك الأميركي وارتفعت نسبة الدين الخاص بشكل كبير غير مسبوق واستعمل كثير من الأميركيين ارتفاع

أسعار منازلهم لإعادة التمويل واستعمال السيولة المحققة في الاستهلاك. فبين عامي 1997 و2007 سحب الأميركيون أكثر من 9 تريليونات دولار من أصولهم المنزلية. بسبب كل هذا تحول «مجتمع الملكية» المزعوم إلى «مجتمع المضاربة والاستهلاك»، وظن الأميركيون مرة أخرى أنهم وجدوا الكأس المقدسة للرأسمالية وأنهم يستطيعون أن ينعموا بالاستهلاك وملكية المنازل والأسهم من دون نهاية. لكن الانهيار أتى سريعاً وقضى على هذا الحلم، وربما جميع الأحلام الأميركية. فقال باراك أوباما خلال حملته الانتخابية «في واشنطن يسمون هذا مجتمع الملكية، ما تعنيه هذه الكلمة بالفعل إنك متروك لوحدك». أما روبرت رايش وزير العمل الأميركي السابق فقال في عام 2004 قبل حدوث الأزمة بكثير إن مجتمع الملكية مع تصاعد الدين أدى إلى «ملكية أقل وليس أكثر».

الابتكارات المالية والانهيار

في عام 2006 وصلت أسعار المنازل إلى أوجها وانفجرت فقاعة العقارات ومعها بدأ سوق الـ Subprime بالانهيار، وارتفعت حدة إفلاسات أصحاب المنازل في هذا السوق، واعتقد الكثيرون أن القصة ستنتهي هنا: بعض المستثمرين الذين اتخذوا مواقع ذات خطورة عالية وبعض المقترضين غير القادرين على الدفع سينتهي بهم الأمر إلى الإفلاس وتنتهي الأمور عند هذا الحد. ولكن ما حصل لم يكن في الحسبان، فانهيار الفقاعة العقارية سرعان ما امتد إلى انهيار بعض البنوك الاستثمارية بدءاً من آب 2007، وفي آذار 2008 انهيار بنك بير سترنز، لكن الانفجار العظيم حصل في أيلول 2008 مع انهيار ليمان براذرز، وبعد ذلك انطلقت الأزمة إلى الاقتصادات الحقيقية في الولايات المتحدة وأحاء العالم لتشكل أسوأ أزمة منذ ثلاثينيات القرن الماضي. وقد ساهمت الابتكارات المالية في أسواق الإقراض العقاري في حدوث وتعميق وامتداد انهيار الفقاعة العقارية إلى الاقتصاد، فظاهرة تسنيد الرهونات العقارية وبيعها من قبل المصارف في الأسواق المالية حول العالم بدلاً من أن تقلل من المخاطر، كما كان من المفترض نظرياً، زادت، إذ نُقلت هذه المخاطر من مكان محدد في الاقتصاد لتشمل الأسواق المالية والمصارف على المستوى العالمي. وساهمت في زيادة العرض للرهونات واستعمالها للمضاربة

حيث بلغت في عام 2007 نسبة المنازل المشتراة لهدف غير السكن الأساسي 40% من المشتريات. وعندما انفجرت الفقاعة العقارية أودت معها بـ1 تريليون من السندات العقارية، وهذا أدى إلى حصول سلسلة من التراكمات في الأسواق العالمية من بيع أصول لتغطية مواقع مالية مكشوفة، مما جفّف السيولة وتحوّلت الأزمة إلى أزمة اعتماد (credit crunch) ، مما أطاح بكبريات المؤسسات المالية وأدخل الاقتصاد العالمي في ما عُرف بـ«الركود الكبير». فالأسواق شهدت هذه الأزمة لأنها بُنيت على أساس استمرار ارتفاع أسعار المنازل على خلفية استنادة لاستحداث وصيانة المواقع المالية مما حوّل الوحدات المالية العاملة في الاقتصاد إلى وحدات مضاربة، بحسب مفهوم الاقتصادي هايمان منسكي، إذ إن هذه الوحدات المعتمدة على استمرار زيادة أسعار الأصول الاستثمارية تضطر إلى بيع هذه الأصول للحفاظ على مواقعها، وفي بيئة تجف فيها السيولة يؤدي هذا إلى انكماش كبير في أسعار الأصول وبالتالي إلى سلسلة الانهيارات التي شهدناها في هذه الأزمة الكبرى. ولم تفلح في هذا الإطار أنظمة الأمان المفترضة من السواب (credit default swaps) الأزمة بل أدت إلى تفاقمها حيث وجدت المؤسسات المالية نفسها في خضمّ فوضى عارمة ولم يعد معروفاً مَنْ يغطي مَنْ في هذه السوابات خصوصاً بعد انهيار ليمان براذرز الشاري الكبير لهذه الأدوات.

ذكر مقال في مجلة الإيكونوميست عام 2004 أن «القانون الأول للفقاعات هو أنها تستمر أكثر مما يعتقد الجميع. أما القانون الثاني فهو أن كل الفقاعات تنفجر عاجلاً أم آجلاً». إن تجربة السنوات الأخيرة في الولايات المتحدة وخارجها تحتم على المجتمعات وصنّاع القرار فيها إلى التنبّه إلى هذه الظواهر الملازمة للأسواق المالية والعقارية وتربطها مع الابتكارات المالية، وبالتالي التفكير ملياً بتنظيم جديد راديكالي يؤدي إلى تماهي هذه الأسواق مع الرفاه الاقتصادي والاجتماعي بدلاً من أن تكون حملاً ثقيلاً عليه.