

# الأزمة المالية وسوق الأسهم المحلية

علي بن طلال الجهني

## شيئاً عن أبجديات «التأمين» والأسواق «الآجلة»

إن الأسس العلمية التي تستمد منها «صناعة» التأمين وسائل وإجراءات تحديد «مبالغ» التأمين بأنواعه المختلفة، قد يتيسر فهمها بإيضاح الفرق بين «الممكن» و«المحتمل» والمعنى المحدد لكل منهما.  
أولاً: الممكن:

فكل شيء لم يخلق الله قانوناً طبيعياً يمنع حدوثه ممكن. فحدوث حادثة اليوم أو غداً أو اليوم وغداً في طريق تسلكه عشرات آلاف السيارات يومياً ممكن. بل إن حدوثه مرجح - أي محتمل. غير أن دوران الكرة الأرضية حول «محورها» من الشرق إلى الغرب بدلاً من الغرب إلى الشرق كما هو حقيقة\*١ (وهذا هو السبب الظاهر لشروق الشمس من الشرق وغروبها من جهة الغرب كما يبدو لنا) أمر غير ممكن لأن الله خلق قوانين «طبيعية» ثابتة.  
ثانياً: المحتمل:

أما المحتمل فهو ما نرجح حدوثه ترجيحاً قوياً أو ضعيفاً أو في ما بينهما. وكل «محتمل» ممكن وليس كل «ممكن» محتملاً. فمن الممكن أن يتضرر غداً أحد السالكين لطريق في أي مكان لحادثة سيارة في أحد الطرق، بل إن ذلك أمر محتمل نرجح حدوثه بناء على تجاربنا السابقة، ونكاد نجزم أن حادثة من الحوادث ستقع. ولكن الأمر لا يقف عند هذا الحد... لأن علماء الرياضيات والإحصاء اكتشفوا قوانين علمية نستطيع عن طريقها تقدير نسبة الأشياء المحتملة، متى ما عرفنا عنها بعض المعلومات والتفاصيل.

\* الشمس لا تشرق ولا تغرب وإنما تتحرك قليلاً إلى الشمال وإلى الجنوب حسب فصول السنة. بينما الذي يغرب ويشرق، هي الجهة من الأرض التي نعيش عليها. فعلى سبيل المثال من يكون في مركبة فضائية تدور حول "القمر" يرى (١٦) شروقاً وغروباً في كل (٢٤) ساعة.

وعلى سبيل المثال نستطيع أن نقدر عدد الناس الذين سيموتون على امتداد طريق من الطرق في فترة معينة من الزمن، إذا كان قد سبق لنا مراقبة هذا الطريق في الماضي وأحصينا جميع ما وقع فيه من حوادث... وكيف يمكن لنا ذلك ونحن في الوقت ذاته نؤمن أنه لا يعلم الغيب إلا الله عز وجل؟ في البدء ينبغي أن ندرك أنه ليس باستطاعة أحد أن يحدد هوية الأشخاص الذين سيموتون على هذا الطريق لأنه لا يعلم ذلك إلا الله.

وبالنسبة إلى شخص معين لا ندري إن كان سيموت أم سيكون حياً بعد مروره من هذا الطريق في العام المقبل أو بعده أو قبله. وكل الذي نستطيعه هو تقدير عدد الوفيات على هذا الطريق في المستقبل، بناءً على الإحصاءات التي سجلناها في الماضي عن حوادث هذا أو ذاك الطريق.

وقد نصيب تماماً، وقد نخطئ قليلاً أو كثيراً في التقدير بالنسبة إلى سنة من السنين، ولكن الذي سيحدث فعلاً أن عدد الوفيات سيزيد قليلاً عما قدرنا في بعض السنين، وسيقبل عن ذلك قليلاً في بعضها الآخر، بحيث يصبح أكثر دقة في المتوسط.

ومن يشك في دقة ما ذكر في المثال السابق، فليأت بإناء ويضع فيه ألف قطعة من قطع الخشب الصغيرة المتماثلة في وزنها وحجمها وملسها وفي كل شيء آخر، ما عدا أنه طليت خمسمئة منها باللون الأسود وطليت الخمسمئة الأخرى باللون الأبيض، ثم مزجت هذه القطع الألف مزجاً جيداً، وتناول الإناء إنسان حُجبت رؤيته (بعض من حرموا نعمة «البصر» بطريقة دائمة قد يميزون بين ملمس الألوان، والحديث هنا عن حُجب

رؤيتهم بطريقة موقتة)، وطلب منه أن يسحب منها قطعة واحدة فما هو احتمال أن تكون هذه القطعة سوداء؟ قد يقال إن الاحتمال ٥٠ في المئة أنها سوداء... ولكن الحقيقة أننا لا نستطيع أن نقول ذلك، لأنه بالنسبة إلى قطعة «واحدة» قد تكون سوداء، ويصبح الاحتمال ١٠٠ في المئة وقد لا تكون سوداء، ويصبح الاحتمال صفراً.

أما الذي يمكن قوله بثقة فهو الآتي: لو أن الشخص الذي لا يرى الألوان مؤقتاً كرر سحب قطع الخشب من الإناء مئة مرة، فسنجد أن خمسين أو نحو خمسين من هذه القطع هي ذات الطلاء الأسود. وقد يقول قائل: أليس من الممكن أن تكون جميع هذه الأخشاب المئة التي سحبها ذلك الإنسان من الإناء، كلها سوداء؟ بالطبع ممكن... فليس هناك قانون طبيعي يمنع حدوث ذلك ولكنه أمر غير محتمل. أليس من الممكن أيضاً أن يكون جميع المواليد الذين يولدون لنساء العالم في عام من الأعوام كلهم ذكوراً، أو كلهم إناثاً؟ بالطبع ممكن... ومع ذلك فليس هذا ما يحدث بل إننا نجد أن نحو نصف المواليد ذكور ونحو نصفهم إناث، وإذا زاد عدد المواليد الذكور على عدد المواليد الإناث في عام واحد أو بضعة أعوام، فإن العكس يحدث في المستقبل بحيث يكون عدد المواليد الذكور مساوياً لعدد المواليد الإناث إذا ما نظرنا إلى إحصاءات عشرات السنوات. ولكن ما علاقة كل ما تقدم بالتأمين؟ هذا ما سيأتي شرحه.

ثالثاً: المدلول الاقتصادي للتأمين:

لقد أثبتت التجربة الميدانية أننا نستطيع تقدير عدد حوادث السيارات، ونستطيع تقدير عدد ضحاياها ونستطيع أيضاً

تقدير عدد الناس الذين يموتون في كل عام في مكان محدد يسكنه ملايين الناس لأي سبب من الأسباب، ونستطيع تقدير كل هذه الأشياء من دون أن ندعي معرفة الغيب لأنها كلها تتبع لقوانين رياضية معروفة.

والذي يدعو إلى ضرورة وجود التأمين من الناحية الاقتصادية البحتة هو أن الخسائر المادية التي تسببها الحوادث من الضخامة بحيث لا يستطيع كل فرد من أفراد المجتمع بمفرده تحملها، بينما يسهل على غالبية الأفراد دفع مبلغ صغير يخسره كل منهم كله في حال عدم تعرضه للحوادث، ويحصل على أكثر منه بكثير لو قدر الله عليه أن يكون طرفاً في حادث من الحوادث.

فالمبدأ بسيط جداً: يُقدر عدد الذين يُرجح أنهم يشترون التأمين إجمالاً وتفصيلاً. ويُقدر المبلغ الذي يلتزم بدفعه ضد الحوادث أو لعلاج الأمراض أو غيرها مما يراد التأمين ضد حدوثه، كالحرائق وغرق السفن، ثم يُقدر تكاليف إدارة مؤسسة أو شركة التأمين، بما في ذلك متوسط الأرباح التي يتوقع المساهمون أو ملاك الشركة أو المؤسسة ثم يُحدد ثمن شراء «بوالس» التأمين المناسب بحسب الظروف المكانية والاقتصادية التي تحدها «السوق».

وهل حصل فعلاً أن شركات التأمين خسرت في أي عام من الأعوام؟ بكل تأكيد... والأرقام والسجلات التجارية تثبت ذلك، والمبدأ نفسه الذي يحكم التأمين عن الخسائر المرورية يحكم التأمين عن أضرار المرض والحرائق والوفيات المفاجئة وغير المفاجئة.

فشركات التأمين بجميع أنواعها تقدر نفقاتها ودخلها وتخطئ أحياناً وتصيب في أحيان أخرى مثلها في ذلك مثل أي منشأة تجارية أخرى. وحتى في غرب وشمال أميركا فإن ما يسمى بـ«تأمين الحياة» ليس القصد منه منع الموت ولكن تعويض الورثة بمبلغ يماثل مجموع ما كانوا سيحصلون عليه من «دخل» المؤمن عليه أو عليها لو عاش إلى أن وصل إلى العمر «المحتمل».

ويتم تقدير «العمر المحتمل» عن طريق الوسائل الإحصائية والظروف المكانية والزمانية ومستوى العناية الطبية وغيرها مما يعرفه المختصون. وكأي تقدير آخر قد يزيد وقد ينقص بسنوات كثيرة أو قليلة لفرد واحد، ويقترّب كثيراً من الرقم «المقدر» في المتوسط لملايين من الناس.

وماذا يحصل لو دفع المؤمن عليهم أكثر أو أقل من مجموع التكاليف في سنة من السنوات لأي نوع من أنواع التأمين؟

يحدث تماماً كما يحدث في أي عمل تجاري آخر، فإما أن تزيد الأرباح بأكثر من «المتوقع» أو تقل عن «المتوقع»، بل قد تُعلن الشركة عن إفلاسها تماماً. أما كيف تُحسن أو تسيء شركات التأمين استثمار دخولها فتلك قضية أخرى لا علاقة لها بجوهر ما يراد إيضاحه.

## الأسواق الآجلة

إن المبدأ الذي يحكم الأسعار في «الأسواق الآجلة»، بمعنى أسعار ما يباع من خلالها ويشترى، هو المبدأ ذاته الذي يحكم أسعار بيع وشراء «بواليص» التأمين.

والمبدأ المراد إيضاحه هو أن تحديد سعر القمح - مثلاً - في أسواقه «الآجلة»، يتم وفقاً لعلم «الاحتمالات». وهو أحد فروع علم «الرياضيات». وأكبر وأهم المتاجرين في جميع أنواع «الأسواق الآجلة»، يمثلون شركات كبيرة غالبها شركات مساهمة. أي أنهم يحافظون على مصالح موظفيهم، لأن دخولهم (أي الأفراد)، تحكمه قدرتهم على تحقيق الأرباح لشركاتهم. وإذا زادت الأرباح على المعدل الذي يغطي تكاليف المعلومات وتكاليف المخاطر، فإن ارتفاع الأرباح بحد ذاته، كما يحدث في بقية الأسواق، يغري الآخرين بتعاطي التجارة نفسها. وبعد فترة وجيزة قد تطول قليلاً وقد تقصر قليلاً، وفقاً لمعطيات طبيعة الأسواق، تتضاءل نسبة الأرباح فيها حتى تعود إلى مستواها المعتاد.

وقد يخسر الباعة تارة وقد يربحون تارة أخرى. وكذلك بالنسبة إلى المشتريين. تماماً كما يحدث بالنسبة إلى شركات التأمين المعروفة، أو لشركات التأمين التي تشتري من الشركات الأصلية ما سبق بيعه من عقود التأمين، مع المستفيدين من قبل شركات تأمين أخرى. والذي يمنع غالبية الأفراد من أن يكونوا من تجار الأسواق الآجلة، هو التكاليف الضخمة للمعلومات التي ينبغي جمعها، قبل اتخاذ

قرار تقدير نسبة «احتمال» ارتفاع أو «انخفاض» أسعار أي سلعة في المستقبل.

فعلى سبيل المثال، يحتاج تجار أسواق الحبوب «الآجلة» إلى معلومات كثيرة ضخمة متغيرة، بالنسبة إلى كمية نزول الأمطار ودرجات الحرارة والرطوبة، واحتمال وجود الحشرات أو غيابها، وتكاليف الأسمدة في المستقبل، وأمن طرق نقل الحبوب، وتأمين طرق تصديرها، واستقرار أو عدم استقرار أسواق المستهلكين النهائيين، وغيرها كثير مما لا يخطر على بال غير تاجر الأسواق الآجلة للحبوب.

وهي أجزاء من كل أكبر، وكل منها تتم محاولة «تقديره» عن طريق التحديث المستمر لكل المعلومات المتوافرة، ومن المعلومات الماضية و«المتوقعة»، يتم تقدير «احتمال» ارتفاع الأسعار أو انخفاضها في المستقبل. وكل هذه التقديرات تخضع لتوظيف «علم الاحتمالات»، وفقاً لإجراءات مجربة ومستمرة محاولة إتقانها يعرفها المتخصصون.

أي ليس في الأسواق الآجلة بأنواعها المتطورة المعروفة كافة، في لندن ونيويورك وشيكاغو وغيرها في أوروبا وآسيا علاوة بالقمار ولا بغير القمار، إلا إذا كان يمكن أداء بعض ألعاب القمار ذاتها وفقاً لقوانين «علم الاحتمالات».

وعلم الاحتمالات علم مشتق من علوم الرياضيات، ولا علاقة له بمعرفة «الغيب» الذي لا يعرفه إلا خالق الكون، وهو الذي خلق سننه الثابتة التي يمكن توظيف

وسائل العلم لاكتشافها. وهذا هو المبدأ الذي يحدد أسعار النفط في أسواقه الآجلة، كما يحدد أسعار «بواليص» التأمين التي يشتريها من يريدون تخفيف خسائرهم، أو تحمل تكاليف ما يتعرضون له من حوادث وأمراض في المستقبل.

يتلخص الأمر في أن جميع أنواع الأسواق الآجلة المتطورة، وهي موجودة منذ بضعة عقود، لتداول الأغذية للإنسان، ولتغذية ما يستفاد منه من حيوان، وموجودة لجميع أنواع المعادن، ولجميع أنواع التأمين، وللفواكه والعصيرات وغيرها مما يؤكل، وما لا يؤكل، من كل ما خلق الله من مواد يستفاد منها، لها كلها أسواق آجلة، كما لها بالطبع أسواق آنية.

وما يسمى في الأعمال المصرفية بـ«المشتقات»، التي لها أسواق عالمية ضخمة، يتجاوز ما يتم تداوله من خلالها يومياً مئات البلايين بالين والدولار والجنيه الاسترليني واليورو، وغيرها من العملات الصعبة، ما هي إلا «سندات» تباع وتشتري وفقاً لتقدير «احتمالات» ارتفاع أسعار ما تمثله من أسهم أو «أذونات» أو انخفاضها.

وأكبر متداولي العملات الأجنبية وتجارها المتخصصين فقط في تداولها، يتعاونون ويشترون «المشتقات» النقدية للعملات الأجنبية. وهي في العادة تمثل تقدير المشتريين أو البائعين «لاحتمال» ارتفاع قيمة العملة بالنسبة إلى المشتريين، أو «احتمال» انخفاض قيمة العملة بالنسبة إلى البائعين، تماماً كما يقدر احتمال ارتفاع أو انخفاض قيمة الأسهم أو الأذونات. وترتكز

مبادئ المشتقات على نسبة الزيادة في ما يتزايد، أو نسبة الانخفاض في ما ينخفض. أي نسبة الاطراد إن وجدت، أو نسبة التباطؤ أو الثبات في نسبة الزيادة.

وقد يكتنف موضوع «المشتقات» شيء من الغموض، غير أن المراد قوله، انه لا علاقة لجميع الأسواق «الآجلة» بمعرفة «الغيب» الذي لا يعلمه غير خالق الأشياء سبحانه وتعالى. الموضوع يركز على مبادئ علمية مشتقة من علوم الرياضيات. وكما يمكن الإساءة إلى علم الرياضيات أو علوم الطبيعة، بتوظيفها لصنع المتفجرات والقنابل، يمكن بالطبع إساءة استخدام علوم «الاحتمالات» للقمار أو بيع وشراء المكروه والمضر والمحرم.

قد تبدو "الأسواق الآجلة" نوعاً متقدماً من النواحي التقنية لأحد ردهات "القمار". ولكنها في حقيقة الأمر، وبصرف النظر عما يقال عنها، أسواق تحكمها قوانين السوق المعهودة المألوفة من عرض وطلب، ويشرف على تنظيمها ومراقبة كل تداولاتها هيئات حكومية رسمية.

غير أن المعروض والمطلوب في هذه الأسواق، ليس الكميات المعروضة في أي لحظة "آنية"، وليست الكميات المطلوبة في أي لحظة "آنية" أيضاً. أي أن الذي يحكم "أسعار" كل ما يباع ويشتري في الأسواق "الآجلة" هو ما يسميه الاقتصاديون "التوقعات". أي تقدير "احتمالات" تؤثر في المعروض والمطلوب في المستقبل. وعبارة "احتمالات"، بمعناها المحدد في مبادئ علم "الإحصاء الرياضي". وليست مجرد "احتمالات" بالمعنى العام المرسل.

أما تقدير الاحتمالات المقصودة عما سيعرض أو سيطلب في المستقبل فأمر معقد. ولذلك يبرز متخصصون مهنيون يحكم مستوى دخلهم قدرتهم أولاً على معرفة ما قد يؤثر في المعروض أو المطلوب، أو كليهما؛ في المستقبل. وثانياً مدى "تفوقهم" على منافسيهم في دقة تقدير مستوى الأسعار، ليس أنياً، وإنما في المستقبل، تأسيساً على قدرتهم على "تقدير" ما سيتوفر وما سيطلب في المستقبل.

ويباع ويشترى في الأسواق الآجلة أشياء كثيرة يصعب حصرها كجميع المعادن، بما فيها البترول الخام وأكثر مشتقاته. وأكثر العملات الصعبة يمكن دفع قيمتها الحالية للحصول عليها في المستقبل بصرف النظر عما سيحدث لقيمتها الشرائية من صعود أو هبوط. وكذلك يتم تداول أكثر المحصولات الزراعية بما فيها عصير البرتقال والقناة الهضمية للخنازير. ولماذا؟

بإيجاز لأن التغيرات الجوية قد تؤثر فيما سيتوفر في المستقبل من جميع المحصولات الزراعية التي لها أسواق عالمية. وحتى البترول ومشتقاته يؤثر فيها هذه التغيرات لأنها تؤثر في مواني الشحن ومواني التفريغ كما تؤثر في "منصات" الإنتاج من أعماق المياه. ولكن المؤثرات الأهم في تحديد "أسعار" النفط الآجلة، هي بالدرجة الأولى، سياسية وأمنية.

وكثيراً ما تعجب المتعجبون من أعضاء الكونجرس الأمريكي والبرلمانات الأوروبية وحتى في الدول المصدرة للبترول، لماذا ترتفع أسعار النفط "الآجلة".

في الوقت الذي نجد فيه أن البترول الخام متوفر لكل من يطلبه بأسعار أنية أقل من الأسعار الآجلة؟\* هل الأمر مجرد "تلاعب" أو "مؤامرة" نسجها المضاربون لإحراق الأضرار بالدول المصدرة أو بالمستهلكين في الدول المستوردة؟

من الواضح أن المضاربين يتنافسون في شراء "اتفاقيات" استلام أو تسليم النفط في موعد "آجل" محدد. وربما أن "فقاعة" أو "بالوناً" قد تكونت في عام (٢٠٠٨) حتى ارتفعت الأسعار الآجلة إلى مستويات قد تكون أقل مما تبرره المخاطر المعقولة التي قد تؤثر في تدفق البترول في المستقبل. والسبب أن هناك سيولة شبه مفبركة لتمكين المضاربين من رفع الطلب على تسليم كميات نفط في المستقبل لأنهم لا يدفعون إلا نسبة صغيرة من مبالغ الشراء.

وهذا أمرٌ لا يختلف كثيراً عما حدث لأسهم "الانترنت" وأخواتها في عام (٢٠٠٠)، أو ما حدث في أسواق الأسهم السعودية في عام (٢٠٠٦). ومع أن الأسواق الآجلة فيها كثرة من المتنافسين من بائعين ومشتريين، ولذلك فيها منافسة تؤدي في نهاية المطاف إلى عودة الأسعار إلى مستوياتها التي تقضى بها كميات المعروض وكميات المطلوب فعلاً، لا كما كانت "متوقعة"، فإن الذي يقلل من كفاءتها مؤقتاً، بين فترة وأخرى، هي مصيبة السيولة المفبركة.

\* ارتفعت أسعار الذرة الصفراء (الكورن) بنسبة أعلى من النسبة التي ارتفعت بها أسعار النفط منذ مستهل (٢٠٠٦) وحتى صيف (٢٠٠٨)!

والسعر الأجل هو السعر الذي لأبد من التزام الطرفين به حينما يحل أجل التسليم أو الاستلام. ومما يعقد فهم ميكانيكية تداولات الأسواق الآجلة، أن المشتري قد يكون له "الخيار" أو "لا يكون" وفقاً لشروط "الاتفاقية" هل "يستلم" ما أتفق على "الاختيار" في استلامه أو "لا يستلم".

والاتفاقيات التي يشمل أحد شروطها "الخيار" ليست متطابقة تماماً مع مجرد "اتفاقيات" البيع والشراء التي لا بد من تنفيذها حين يحل الأجل المحدد المتفق عليه. والذي يحدث في أغلب الأحيان، وليس فيها "كلها"، أن البائع يعرض المشتري نقداً إذا كان السعر لـ "السلعة ذاتها" في موعد تسليمها للمشتري أعلى مما أتفق على التسليم بموجبه. ولكن في بعض الأحيان يكون المشتري لهذه "الاتفاقيات" وهي أقرب ما تكون للأوراق التجارية الموحدة، مستخدماً حقيقياً لسلعة، بما في ذلك العملات، اشتراها من قبيل ما يسمى بالعربية "التحوط" أو "الهدج Hedge" بلغات أجنبية، ومعناه، محاولة تفادي خطر ارتفاع أسعار سلعة من أهم عناصر تكاليف مستخدم حقيقي للسلعة.

فعلى سبيل المثال اشترت إحدى شركات الطيران الأمريكية وقوداً لطائراتها في صيف (٢٠٠٦) وتسلمته في صيف (٢٠٠٨)، على أساس (٨٠) دولاراً للبرميل من النفط الخام. ومع أنه كان شراءً اختيارياً لا يلزم شركة الطيران بتنفيذه، فإنها وجدت من المفيد "اختيار" الشراء، وليس لمن باعوها في عام (٢٠٠٦) اختيار إلا أن يشتروا نفطاً حقيقياً بأسعاره السائدة في صيف (٢٠٠٨) ويسلموه لمن ألزمتهم شركة الطيران بتسليمه لهم.

وكذلك اشترت شركات صناعية وتجارية عملات تحتاجها كاليورو بالسعر الذي ساد وقت شرائها لتسليمها للمشتريين في موعد محدد في المستقبل.

ومحصلة القول، أن الأسعار "الآجلة" للنفط منذ (٢٠٠٤) أعلى مما تقضي به الكميات المعروضة والمطلوبة "أنياً" لأن المتداولين يرجحون، أياً كانت أسباب ترجيحهم، أن ما سيكون متوفراً من مادة البترول في المستقبل، وليس حالياً، ستكون أقل من المطلوب في المستقبل. أما لماذا يرجحون ما يرجحون تحديداً، فله علاقة بتقديرهم لأخطار كثيرة كسلامة أمن الممرات، وسلامة أماكن مواني الشحن أو التسليم، واحتمالات العواصف، أو حتى تقدير نسبة النمو الاقتصادي، وغيرها الكثير.

والسؤال: هل يخطئ المضاربون فيرفعون الأسعار إلى مستويات لا تصل إليها إلا إذا تكونت بالونات (فقاعات) رفعتها؟

الطبع وكما أثبتت الأسواق الآنية أن هذا قد يحدث في وجود أي مستوى عالٍ من السيولة المفبركة. ولكن يجب أن نتذكر أنه حتى في الأسواق الآجلة يقابل كل مشترٍ بائع. فإن أساء المشترون التقدير، أياً كانت الأسباب، فذلك من صالح البائعين. والخسارة في الأسواق الآجلة مدمرة، لأن المشتريين الذين راهنوا على ارتفاع الأسعار لا يدفعون أكثر من جزء من السعر، ويقترضون الباقي. فإن خسروا يدفعون تكاليف التمويل ويدفعون كامل الأسعار. وهذا ما حدث في سوق المال السعودية في عام (٢٠٠٦) مع أنها أسواق آنية.



والسبب أن رهن الأسهم لشراء مزيدٍ منها خلق سيولة شبه مفبركة، وبمجرد أن انخفضت الأسعار تدنت مستويات السيولة، فخرس كل من اقترض الأسهم وأضطر إلى دفع الديون التي التزم بدفعها، ولذلك تتابع انخفاض مؤشر الأسهم من نحو واحد وعشرين ألف إلى نحو سبعة آلاف قبل أن يصعد إلى مستواه الحالي (في منتصف ٢٠٠٨) إلى أكثر قليلاً من تسعة آلاف.

والاختلاف في "التقدير" بين الباعة والمشتريين لـ"احتمالات" حدوث شيئاً من المخاطر، هو الذي يخلق تداولات الأسواق الآجلة. فمن الواضح أن المشتريين يقدرون أن الأسعار ستكون أعلى حسب أدوات تقديرهم من الأسعار التي التزموا بالشراء بها والعكس صحيح بالنسبة إلى من باعوا.

## أزمة الرهن العقاري

إن الأزمة التي مرت بها أسواق المال ابتداءً من نيويورك ثم شملت بقية أسواق المال في آسيا وأوروبا، لها تأثيرات غير مباشرة، ولكنها حقيقية على مستويات النمو والازدهار أو التراجع في النشاطات الاقتصادية اليومية الأخرى التي يشعر بتأثيرها الأفراد، كما تتأثر بها المنشآت الاقتصادية.

فماذا حدث؟ وماذا سيترتب على ما حدث؟ إن الذي سار عليه وتعود جميع الأطراف في الأسواق العقارية في الولايات المتحدة، على الأقل بالنسبة إلى الإسكان، أن يدفع الفرد والأسرة دفعة أولى لشراء مسكن، ثم يدفع المشتري أقساطاً شهرية محددة «ثابتة» تستمر ٣٠ سنة أو أكثر من ذلك بقليل.

المهم أن أقساطاً ثابتة لا تتغير على مدى لا يقل عن ثلاثة عقود. وكانت مصادر التمويل العقاري، التجاري والسكني، شركات أو مصارف ادخار معروفة ومحددات عددها، ثم حدثت تطورات بدأت في أسواق العقار الملتهبة في ولايات غرب وشرق أميركا، وفي ما بعد شملت بقية الولايات الأخرى وأجزاء أخرى من أوروبا الغربية.

وأهم التطورات التي حدثت، أن سماسرة العقار أغروا الأسر والأفراد بشراء المساكن من دون دفعة أولى، والأهم على أساس أقساط ثابتة لمدة قصيرة جداً، (سنة أو سنتين أو ثلاثة...)، ثم يخضع مبلغ الأقساط الشهرية بعد مرور الأشهر القليلة الأولى التي كانت ثابتة خلالها لتكاليف القروض في أسواق المال في نيويورك وشيكاغو،

وإذا تردد المشتري فيقال له إن قيمة المنزل سترتفع وبالتالي يمكن إعادة وسائل تمويله. هذا هو التطور السلبي الأول.

والتطور السلبي الثاني، أن الشركات المتخصصة في تمويل العقار، تبيع سندات الرهن أو القروض التي منحتها لمشتري المساكن بالذات، إلى منشآت أخرى، تخصصت بـ«المضاربة» في شراء وبيع سندات التمويل أو تعهدات القروض. وهذه السوق التي تشبه صالات «القمار» المتطورة من حيث استخدام النماذج الرياضية المعقدة التي تسهل على المستخدم «التخمين» ولا نقول: «التحديد» تطور برامج الكمبيوتر المتخصصة.

ثم حدث تطور «سلبي» ثالث. وهو دخول ما يسمى بـ«محافظ» تفادي الأخطار، وبلغه القوم «هيدج فيندينز». وهذه المحافظ لا تشتري وتبيع سندات القروض ذاتها، وإنما تبيع أو تشتري ما يسمى «مشتقات السندات». وهذا يعني دفع أو قبض جزء صغير من مبلغ السند «أنياً» أو مستقبلاً.... أملاً أن يرتفع ثمن البيع في المستقبل، إن تم الشراء أنياً، أو أملاً أن ينخفض مبلغ الشراء في المستقبل إن كان الشراء مستقبلاً حين يحل أجل الدفع كاملاً فيكلف مبلغاً أقل لمن وعد بدفع المبلغ في المستقبل.

وقد يبدو الموضوع كما أنه أحد برامج الألعاب المتطورة، ولكنه في الحقيقة بمنتهى الجدية. وقد خسرت جامعة «هارفارد» نحو ربع بليون دولار حينما غامر مكتب من مكاتب محافظ تفادي الأخطار، أو الـ «هيدج فيندينز» بالمضاربة في مشتقات الرهون العقارية، وفقاً لبرنامج رياضي معقد، أوهم مدير المحفظة أنه تحليل

علمي دقيق بمعنى أن نسبة خطئه تتدنى إلى درجة صغيرة من عدد مرات التداول، بحيث إذا أخطأ التحليل ١٠ أو ١٥ مرة أو أقل أو أكثر بقليل، من كل ١٠٠ من ملايين مرات التداول التي تتم خلال ثوان محددة إلكترونياً، فإن النتيجة النهائية هي ربح مضمون! ومع أن التداول في المشتقات يخضع لمبادئ علوم الاحتمالات، ولعله من قدر البشرية أنه كلما أتت حقيقة علمية أتى من يسيء استخدامها كما حدث في مجالات كيمياء المفرقات وعلوم الذرة، وأخيراً العلوم الطبية، كما فعل أطباء الرعب والترويع أخيراً.

وبعد ذكر هذه التعقيدات التي يفقد هذا الموضوع معناه من دون محاولة تيسير فهمها، بقدر ما تسمح به طبيعة الموضوع من تبسيط، نعود إلى ما استطاعت وسائل الإعلام العامة تناقله، وهو الذعر الذي سببه تناقص السيولة في أسواق المال حينما اكتشفت بيوت التمويل الضخمة ما لحق بمحافظها من خسائر بسبب مضارب في مشتقات الشهورن العقارية، حينما عجز الأفراد عن الوفاء بالأقساط الشهرية المتصاعدة، وتبع ذلك تراجع أسعار العقار السكني كافة، وهذا بدوره أدى إلى تصاعد الأقساط بحيث تزايد عدد العاجزين عن الوفاء بتعهداتهم.

والسؤال، ما دام الأمر في جوهره هو تناقص السيولة، أو ارتفاع تكاليف التمويل... فأين كانت البنوك المركزية، خصوصاً بنك الاحتياط الفيدرالي، كما يعرف البنك المركزي في أميركا؟ هل كان المسؤولون النقديون لا يعلمون عما كان يحدث؟

الجواب: لا ونعم. فهم كانوا يعلمون أن هناك مشكلة، ولكنهم لا يعلمون مداها وشموليتها، لأنهم يستقون

معلوماتهم مما تزودهم به بصورة روتينية بيوت التمويل. وبيوت التمويل ذاتها لم تكن تعلم عن مستوى الخسائر التي مُنيت بها محافظها الاستثمارية، على أساس أن هذه المحافظ من الضخامة وتعدد واختلاف نوعيات وكميات استثماراتها، بحيث أن القائمين على إدارتها لن يضعوا كل «البيض» أو معظمه في سلة واحدة، وهذا صحيح إلى حد ما. ولكن لأن الموضوع متعلق بـ«المشتقات»، فالمدفع ليس كثيراً، غير أن الذي لا بد من الوفاء به، إذا حدثت خسارة، هو دفع المبلغ كاملاً.

فعلى سبيل المثال قد يشتري أحد بيوت التمويل مشتقات قروض عقارية بمبلغ مئة أو مئتين أو ثلاثمئة مليون، وإذا حدثت خسارة في الرهن فلا بد من أن يدفع بليوناً بدل المئة، أو بليونين أو ثلاثة أو أكثر أو أقل، بحسب الخسارة.

ومع كل هذا، يبقى سؤال آخر... لماذا تردد البنك المركزي الأميركي لمدة يومين أو ثلاثة قبل أن يضح سيولة إضافية تؤدي إلى خفض تكاليف التمويل؟ لسببين رئيسيين: أولهما أنه لم يكن يوجد مَنْ يعرف لا بين المتداولين في أسواق المال ولا بين المتخصصين في البنوك المركزية كم عدد بيوت التمويل، وما هو مجموع مبالغ الخسائر التي مُنيت بها بيوت التمويل في العالم أجمع نتيجة لانهايار سوق مشتقات القروض والرهن العقاري.

والسبب الثاني في تردد البنوك المركزية هو أنها أرادت أن يتعلم المستثمرون من أخطائهم، فلا يخاطرون بأموال الناس التي يجمعونها منهم ويستثمرونها في قنوات استثمار حديثة تُعدُّ بأرباح كبيرة إن ربح الرهان وبخسائر

أكبر مرات عدة إن خسر الرهان. وهذه الخسارة الضخمة لم تحدث من قبل بهذه الضخامة منذ انهيار محفظة ضخمة من محافظ المراهنات التي كانت محفظة واحدة فقط لم تمولها إلا بضعة مصارف ضخمة، وهذا حدث كله قبل بضع عشرة سنة.

وما كانت أسواق المشتقات قد وصلت إلى هذا الحد من الانتشار وال ضخامة. وربما يتصور الكثيرون أن ما يحدث في البورصات أو أسواق المال لا يهم إلا المتداولين والسماسرة في هذه الأسواق، ولا يؤثر سلباً أو إيجاباً إلا فيهم، وهذا تصور خاطئ. والسبب، وعلى مستوى معين من التعميم، أن وسائل التمويل من طرح الأسهم إلى الاقتراض تؤثر مباشرة في مستويات الاستثمار في المنشآت التي تنتج أو تستهلك الناتج الوطني أو العالمي كله. ونسبة نمو أو تراجع الاقتصاد العالمي بمجملة تتأثر بمستويات الاستثمار.

أي هذا كله يؤثر بطرق مباشرة أو غير مباشرة، ولو بعد حين في مستويات الأجور والدخول والازدهار أو التراجع والكساد. إن الاقتصاد العالمي مترابط من جميع أطرافه إنتاجاً واستهلاكاً وبيعاً وشراءً، ولا يغير في ذلك إن كان البلد صناعياً غنياً أو نامياً فقيراً. فالفيضانات والعواصف التي لا تشمل إلا «خليج المكسيك» تؤثر في أسعار النفط، وأسعار النفط بدورها تؤثر في اقتصاديات البلدان المنتجة والبلدان المستهلكة، أي في سكان المعمورة كافة.

وختاماً، هل سينتج عمّا حدث في البورصات في بضعة عشر يوماً الماضية، أي كساد عالمي أو على الأقل تراجع كبير في نسبة النمو الاقتصادي للعالم أجمع؟ على أساس علمي، وخارج نطاق الأحاجي والتمنيات، لا أحد يعلم الجواب الواضح المؤكد. والأرجح، وليس المؤكد، أن احتمالات الكساد أمر لا يتوقعه كبار الاقتصاديين المتابعين للشؤون المصرفية. (الكساد هو انخفاض الدخل الوطنية لكبر اقتصاديات العالم لمدة ثلاثة أرباع السنة تباعاً، أي انخفاض من كل ربع أكثر من الربع الذي سبقه).

وقد يكون أهم أسباب ترجيح تفادي الكساد الذي يشمل العالم أجمع، هو تصاعد ضخامة الاقتصاد الصيني وإلى درجة أقل الاقتصاد الهندي اللذين مرّ كل منهما بنسب نمو كبيرة مستمرة في السنوات القليلة الماضية.

وسيتبين في المستقبل أن الرهن العقاري لم يكن إلا الشرارة المباشرة لمشكلة أكبر أهم مصادرها ما يسمى «الهدج فيندز» \* أو ما يمكن ترجمته بعبارة «محاظ تفادي الأخطار».

وفي الماضي غير البعيد - منذ نحو ثلاثين سنة - كان الهدف من «الهدج فيندز» حماية كبار المتداولين بالعملات الأجنبية فمثلاً إذا كانت شركة مثل «جنرال الكتريك» أو «نستليه» لا تعلم ماذا سيحصل لقيمة عملات الدول التي تصدر إليها أو تستثمر فيها.

\* كلمة «هدج» في الأصل تعني سباجا، سواء أكان سباجا معنوياً كالتخلص من الجواب المباشر أم سباجا حقيقياً لحماية شجرة أو شيء آخر مادي.

فإنها كانت بحاجة إلى «تفادي» مضاعفات تغيرات قيم العملات بشراء أو بيع العملة التي تريد عن طريق «محاظ تفادي أخطار تغيرات العملات».

ثم اكتشفت مراكز التمويل المصرفية الكبرى في نيويورك ولندن وزيورخ وفرانكفورت وغيرها تستطيع عن طريق بيع منتجات «الهدج فيندز» الحصول على «عمولات» كبيرة والأهم متزايدة،

كلما زادت صعوبة فهم هذه «المنتجات» على المستثمرين وبالطبع فالمستثمر الذي يحقق له استثماره أرباحاً مجزية لن يتذمر من ارتفاع العمولات وتدرجياً، زاد عدد محافظ «الهدج فيندز» وتبعاً لذلك زادت «المخاطرة» من جانب من يديرون هذه المحافظ وفي العقدين الماضيين أتت مراكز المال والتمويل التجارية الكبرى بأداة جديدة يتعذر على غالبية المستثمرين فهمها تسمى «المشتقات».

وزواج كبار سماسرة «الهدج فيندز» تدريجياً بين «المعقد» و«الأكثر تعقيداً» بما سموه «الأدوات المالية الجديدة» حتى أضحي اليوم لا يوجد مصرف تجاري كبير أو بيت من بيوت التمويل لا يبيع ويشترى «المشتقات» ويحاول إغراء المستثمرين بالاستثمار بـ«الهدج فيندز» وهنا ينبغي إعطاء فكرة عامة عن معنى «المشتقات».

في الأصل هذه الكلمة «دريفد» تعني نسبة التغيير في شيء يمكن قياسه. فإذا كانت أرباح شركة تزيد هذا العام بنسبة ١٢ في المئة، مقارنة بالعام الماضي، فتكون المشتقة الأولى لأرباح هذه الشركة ١٢ في المئة. وإذا وصلت الزيادة في العام المقبل ١٥ في المئة، فتكون المشتقة «الثانية» ربع واحد في

المئة! أي نسبة التغير في التغير، وهلمّ جراً، إلى أن يصل عدد المشتقات إلى عشرة أو مئة أو ألف أو مليون!

الأمر سهل جداً، إذ انه لا يتجاوز برنامج كومبيوتر. ولكن ماذا يعرف مبرمج البرنامج عن «مشتقات المستقبل»؟ والجواب ليس أكثر من التخمين أو الفرضيات التي يفرضها، ومن هنا تأتي المشكلة والمعنى المالي لهذه المشتقات أن السعر سيتصاعد لمنتجات المحفظة أو لسعر الشركة ما دامت المشتقات لم تصل إلى الصفر أو الهبوط إلى أقل من الصفر. أي ما دامت الشركة لا تحقق أرباحاً فحسب وإنما أرباح متزايدة حتى لو كانت نسبة تصاعد الأرباح متواضعة، فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع السعر بسبب تصاعد نسبة العائد.

نعود في هذه المرحلة من التحليل إلى كيفية حدوث الأزمة التي كانت شرارتها الأولى الرهن العقاري. والسبب الأساس كما تم شرحه فيما سبق أن التساهل في إقراض من لا يستطيعون الوفاء بالأقساط الشهرية التي التزموا بها، أدى إلى التدهور المالي لقيمة هذه القروض التي تم جمعها في محافظ كبيرة، ثم وزعت كسندات قروض هي متوسط قيمة القروض الأصلية التي تم توقيعها مع من اشتروا المساكن وكانت المساكن هي الرهون التي يمكن الاستيلاء عليها وبيعها إذا لم يستطع المقرض الوفاء بقيمة الأقساط.

إذاً أين المشكلة ما دام المقرضون يستطيعون بيع المساكن نفسها؟ لأسباب عدة أهمها أن قيمة المساكن نفسها تدهورت بسبب زيادة المعروض منها بسبب تزايد المفلسين. والأسباب الأخرى قانونية وتكاليف معلومات، فما الذي يعرفه مدير محفظة مالية في باريس أو في طوكيو اشترى سندات عقارية أو مشتقاتها وأضافها إلى ما

يديره من محافظ «الهدج فينذر» وكان منشأ هذه القروض صكوكاً تملك بيوتاً متواضعة في لوزيانا وكانساس وأيووا؟ وهنا لا بد من طرح سؤال: هل ستتأثر مصارف عربية بما حدث من أزمة في الرهون العقارية؟ والجواب بالطبع نعم، ولكن بقدر قيمة استثماراتها في هذه «الهدج فينذر» التي تحتفظ بسندات رهون عقارية. والأرجح أن استثمارات المصارف العربية في سندات هذه الرهون لن تكون كبيرة. للأسف الشديد يتعذر إيجاد سياج حديدي بين مصارف العالم بصرف النظر عن موقع وجودها أو قومية البنك المركزي المشرف عليها.

وجوهر الموضوع، الرهون العقارية، كانت مصدر الأزمة في آب (أغسطس) ٢٠٠٧، غير أنه يمكن أن يكون لها عشرات المصادر الأخرى في المستقبل، إذ فشلت الدول القيادية اقتصادياً كأميركا ودول الاتحاد الأوروبي والصين واليابان في الاتفاق على إلزام الجميع ببيضاح معنى ومقتضيات أدوات الاستثمار المالية المعقدة وغير المعقدة بما يجعل كل مستثمر، صغيراً كان أم كبيراً، يعرف عن المخاطر التي سيتكبدّها، عاجلاً أو آجلاً، كل من يستثمر بما لا يفهمه أو لا يفهم مدى خطورته.

وهذا ليس من قبيل الاهتمام بالطبقة المخملية المستثمرة، وإنما يعود إلى أن كل أزمة مالية تؤثر في شؤون البشر المعيشية اليومية في كل مناطق المعمورة حتى وإن كانت بنسب متفاوتة.

ليس من الواضح أن أي أزمة مالية في بلد كفرنسا ستؤثر في مستوى معيشة المهاجرين إليها من أفريقيا ودول شمال إفريقيا خصوصاً؟ وظروف المهاجرين

الاقتصادية بدورها تؤثر مباشرة في اقتصاديات الدول التي تكون من مصادر عملتها الأجنبية الصعبة تحويلات المهاجرين المتواضعة فردياً والكبيرة جماعياً.

### ماذا حدث؟

إن السبب الأساسي لهبوط البورصات العالمية له علاقة مباشرة بتشويه سوق "الرهن العقاري" الأمريكي. وقبل الخوض في موضوع "الرهن العقاري" الأمريكي، لابد من التذكير بأن الأسواق المالية وان تباعدت مراكزها من طوكيو شرقاً حتى شيكاغو غرباً، هي حقيقة لا مجازاً قرية "مالية واحدة". فلا جنسية لرأس المال السائل، أي المبالغ المالية المستثمرة في الأسهم والسندات، وربما الأهم "مشتقاتها". وسيأتي ذكر شيئاً عن معنى المشتقات في فقرات آتية.

وينبغي أيضاً، ذكر ما يعرفه المتابعون، بأن الأسواق المالية تتعامل مع المعلومات، وأحياناً حتى الشائعات، بحساسية مفرطة، بمعنى إذا كانت أرباح شركة قد انخفضت بنسبة تقل أو تزيد عن عشرة في المئة مثلاً، فإن سعر السهم في العادة يهبط بنسب تتجاوز كثيراً النسبة التي هبطت بها نسبة الأرباح. ونفس الأمر يحدث في حالة ارتفاع الأرباح إذ يكون تأثيرها في رفع أسعار الأسهم أكثر من النسب التي ارتفعت بها الأرباح.

نعود إلى كيفية تشويه أسواق "الرهن العقاري" الأمريكي التي أدت إلى هبوط الأسواق المالية منذ بداية هذا العام حتى تاريخ كتابة هذه الصفحات في مساء ٢٧ يناير (٢٠٠٨) بنحو (٨%) بالنسبة إلى أشهر مؤشر

(الداوجونز). وانخفضت أسواق أخرى أصغر وأقل أهمية بنسب تراوحت بين (١٠%) و (٢٥%)<sup>١\*</sup>.

إن "الرهن العقاري" معروف منذ ما يزيد على مئة عام كأفضل وسيلة لتمويل المساكن والمباني وتطوير العقار بصورة عامة في الدول الصناعية. وما اعتاد عليه الناس في هذه الدول أن المشتري يرهن "صك" العقار أو يعطي الحق في الاستيلاء عليه لمن يمنحه قرضاً، يمثل نسبة، قد تكبر، وقد تصغر، وفقاً للظروف، من قيمة العقار الكلية. ويتم عادة دفع دفعة أولى وتقسيط بقية المبلغ على أقساط "متساوية" لا تتغير حتى يتمكن المشتري من معرفة ما ألتزم بدفعه دون غرر أو غشش أو إخفاء عبئاً مالياً غير متوقع.

والذي حصل في أمريكا، أن مؤسسات التمويل العقاري القديمة وقد كانت منشآت محلية يودع فيها سكان المنطقة (بلدة أو إقليم أو ولاية) ما يستطيعون توفيره، وهي بدورها تجمع هذه التوفيرات وتقرضها فقط مقابل "الرهن العقاري" - قد ذابت في داخل البنوك الضخمة وشركات التأمين وبنوك الاستثمار.

وانتهت العلاقة المباشرة بين المقرض والمقترضين. وتخصصت شركات في شراء الرهون العقارية من كل أركان القارة الأمريكية. ودمجها وإصدار سندات مالية جديدة مقابل كل ما حازته من رهون. وبيع هذه السندات بدورها في الأسواق المالية التي قد تبدأ في شيكاغو أو نيويورك،

\* بالطبع كان هناك أيام هبطت فيها الأسواق وأيام ارتفعت، ولكن متوسط التأثير في أواخر شهر يناير (٢٠٠٨) كانت منخفضة مقارنة بمستواها في أواخر ديسمبر من العام الماضي (٢٠٠٧).

ثم تشتريها مؤسسات مالية أخرى في لندن وباريس وزيورخ وطوكيو وهونج كونج وبقية الأسواق المالية في العالم أجمع.

ثم تطورت سندات الرهن العقاري، كبقية السندات والأسهم إلى ما يسمى بـ"المشتقات". أي تمت ولادة سوق ضخم للرهن العقاري تجاوز مكان العقار وغير كل مألوف في هذا السوق الذي كان محلياً أو إقليمياً في أحسن الأحوال. ووجود الأرباح على المدى القصير أدى إلى المضاربة والمخاطرة كما حدث نوعاً ما في سوق أسهم الإنترنت وأحواتها في عام (٢٠٠).

وكما تم ذكره في مناسبة سابقة كلمة "مشتقات" لها أصل في علم الرياضيات، بمعنى أن المشتقة "الأولى" تقيس اتجاه التغيرات في شيء إيجاباً أو سلباً، والمشتقة "الثانية" تقيس اتجاه التغيير في المشتقة الأولى ذاتها وهماجرا. فمثلاً لو أن أرباح شركة زادت بنسبة عشرة في المئة في فترة زمنية معينة، ثم زادت في فترة مقابلة بنسبة سبعة في المئة، فإن المشتقة "الأولى" اتجهت صُعوداً أو إيجاباً، وعكسها المشتقة "الثانية" التي انخفضت لتعكس انخفاض زيادة الأرباح من عشرة إلى سبعة في المئة.

وأهمية "المشتقات" في أسواق الرهن العقاري، أن المؤسسات المالية العملاقة لا تبيع وتشتري سندات رهون عقارية، وإنما تبيع وتشتري نسب صغيرة من قيمة السندات على أساس مشتقات للتغيرات المتوقعة في نسب تكاليف القروض التي تؤثر إيجاباً أو سلباً، حسب الأحوال، في سعر بيع أو شراء السندات.

والمؤسسات المالية العملاقة كـ"ي.بي.اس" و"ميريل لينش" و"ساكس" و"سي تي قروب" وغيرها المئات أغرتها الأرباح العالية، فسوقت سندات الرهن العقاري ومشتقاتها بأسماء مختلفة وتداولتها، حتى لم يعد يعرف أو يتذكر كثير من المستثمرين الذين أغرتهم البنوك في الاستثمار بهذه "الأدوات"، إن أصل هذه الرهن ومشتقاتها قروض مواطنين أمريكيين أغراهم وأوهمهم مضاربين بأنهم قادرين على تمويلها وسترثع أثمانها مما سيسهل دفع الأقساط المتصاعدة في المستقبل، لأنها لم تكن "متساوية" كما كان عليه الحال في الماضي، وإنما بدأت متدنية للإغراء بالشراء، ثم تصاعدت.

إن "المضاربين" هم الذين حاولوا، ونجحوا، في خلق رهون عقارية من مديونيات مقرضين غير قادرين على الوفاء، لأنهم سيبيعونها إلى مؤسسات ضخمة بعيدة لا تعرف الظروف المحلية التي نشأ بموجبها الرهن. وهو ما يشبه ما حصل في سوق "المناخ" الكويتي في عام ١٩٨٣. لقد كان المتداولون في سوق "المناخ" يبيعون ويشترون وفقاً لشيكات "مؤجلة". وحينما عجز أحد كبار المتداولين بالوفاء بما أعطى من شيكات "مؤجلة" لأنه لم يستطع بيع ما كان يملك من أسهم نقداً، انهار جميع السوق الذي كانت تمول نشاطه سيوله مفرقة أو سرابية.

أما السبب المباشر لانخفاض الأسواق المالية في الأسبوع الماضي فيعود إلى أن المؤسسات المالية الكبرى، تعلن في فترات مختلفة عن خسائرها وأرباحها، وكلما أعلنت منشأة مالية ضخمة عن البلايين التي فقدتها بسبب أزمة سوق "الرهن العقاري" كلما زادت مخاوف المتعاملين في الأسواق المالية، وبما أن الأسواق المالية،

بطبيعتها، تتعامل بحساسية مغالى فيها مع المعلومات السيئة وما يضاعفها من شائعات قد يصدق جزء منها، فإن مصدر انخفاض الأسواق المالية، يبقى، بالدرجة الأولى، بسبب "تشويه سوق الرهون العقارية" الأمريكية تحديداً.