

الفصل الثالث

سوق الرهونات

The Mortgage Market

وبعد ما تناولنا من قراءات هذا الفصل سيق الفهم :

- لماذا سوق الرهونات له هذه الأهمية
- لماذا قد تطورت سوق الرهونات في الولايات المتحدة وكيف تعمل
- ما هي شرائح الرهن ، وكيف يمكنها أن تسبب خسارة لشركات الأوراق المالية تصل إلى مئات الملايين من الدولارات
- لماذا أسواق الرهونات مختلفة جداً في بلدان أخرى

تأمين القرض بضمان يخفض من مخاطر المقرض . التخفيض من المخاطر يقلل من التكاليف بالنسبة للمقترض ، ويجعل القروض أكثر سهولة في الحصول عليها . الشكل الأكثر شيوعاً في القروض المؤمنة يتمثل في الرهونات - قرض مؤمن بعقارات قائمة مثل المباني أو الأراضي . رهونات أماكن الإقامة ذات أهمية خاصة - قروض رهنية لتمويل الإسكان . الإسكان يمثل المكون الأكبر الوحيد في احتياطي رأس المال في أي بلد ، وبالتالي الحاجة إلى تمويله كبيرة . ومن ثم ، فإنه في كثير من البلدان سوق الرهونات أحد أكبر أسواق الدين .

في U.S. ، في نهاية عام 2000 ، كان يوجد ما يقرب من 7 تريليون دولار ديون غير مسددة ، من بين هذه 5.2 تريليون دولار كانت رهونات إسكان . كان صافي الاقتراض برهونات إسكان في عام 2000 مبلغ 455 بليون دولار ، وكان هناك 137 بليون دولار أخرى اقتراض برهونات تجاري وزراعي . مقارنة ، صافي الاقتراض في سوق سندات الشركات كان 175 بليون دولار .

سوق الرهونات مثير ، ليس فقط بسبب حجمه ، ولكن أيضاً بسبب التغيرات الدرامية التي قد شهدتها ، وخاصة في U.S. . بينما منذ 20 سنة مضت لم يكن هناك سوق ثانوية في الرهونات ، فإنه في عام 2000 حوالي نصف الرهونات المنزلية المكتوبة كان يعاد بيعها في السوق الثانوية . فهم لماذا قد حدث هذا ، سوف يعلمنا الكثير عن مكونات النظام المالي وكيف يعمل .

لقد كانت التغيرات التي حدثت في سوق رهونات U.S. ، استجابة لعدد من المشكلات المزمنة . لكي تفهم طبيعة هذه المشكلات ، نبدأ بمراجعة الخلفية التاريخية ، وبفحص الطبيعة الخاصة لأداة الرهن ، ثم ندرس بعد ذلك المشكلات التي تعرضت لها الصناعة وكيف عالجت السوق الثانوية هذه المشكلات . ننتهي إلي إلقاء نظرة على أسواق الرهونات في البلدان الأخرى ، فحص الاختلافات ، وننتساعل حول لماذا كانت التغيرات بها أقل كثيراً منها في سوق الرهونات في U.S. .

الخلفية التاريخية

The Historical Background

الجزور

تاريخياً ، قد لعب الاقتراض برهونات أدواراً متعددة . لقد كان دائماً الشكل السائد للاقتراض في الاقتصاديات الزراعية ، حيث كانت الأرض الأصل الأكثر أهمية . اقتراض ملاك الأرض مقابل ربح محاصيلهم المستقبلية لتمويل استهلاكاتهم القائمة أو لتطوير ممتلكاتهم (في الزراعة ، المناجم ، التشغيل) . اقتراض الفلاحون لتمويل التوسع ، التحسين ، والاستثمار في معدات جديدة . مع التحضر والتصنيع ، استخدم أفراد التنمية الحضرية الاقتراض برهونات لتمويل التشييد ؛ والشركات الصناعية استخدمته لتمويل مصانعها الجديدة ، واستخدمته القطاعات الأسرية لتمويل مشتريات المنازل . الشكل الأولى للإقراض برهونات الذي بدأ في العصور الوسطى كان قرضاً مباشراً من شخص إلى آخر - كلاهما عادة أثرياء . كان عقد القرض يكتبه محام الذي كان يعمل كسمسار يجمع بين المقرضين والمقرضين . عندما تطورت الاقتصاديات هذه الترتيبات التقليدية تحولت واكتملت بأخرى.

الإقراض برهن المبكر في U.S.

في الولايات المتحدة الأمريكية ، خلق التوسع ناحية الغرب طلباً متواصلاً على الائتمان الزراعي طويل الأجل . كانت البنوك مترددة لإشباع هذا الطلب : كانت التجارب مع الإقراض طويل الأجل في فترات الاستعمار تنتهي بصورة سيئة . تدعم تردد البنوك في كثير من الولايات باللوائح التنظيمية التي منعت البنوك من الإقراض برهونات . " قاتون المصارف لعام

1863 " نسخ هذه القيود التي جاءت في لوائح الولايات ومنع البنوك القومية من الإقراض برهونات (ظل هذا الخطر سارياً حتى عام 1913) .

اشبعت الحاجة المتزايدة للائتمان برهونات بواسطة " سمسرة الرهونات " ، الذين طوروا شبكات كثيفة للتوفيق بين المقترضين برهونات في الغرب مع المستثمرين في الشرق . كانت بنوك الادخار وشركات التأمين النامية في تلك الفترة تمثل المستثمرين الأساسيين . شارك بعض سمسرة الرهونات في مباني وحتى إدارة البنوك القومية .

تحت ضغوط المنافسة ، بدأ بعض سمسرة الرهونات يضمنون الرهونات التي يبيعونها ، وفي عقد الثمانينيات (1880) أصبح بعضهم وسطاء ماليون . بنوك الرهونات ، كما كانت تسمى أصدرت سندات واستخدمت الإيرادات لتمويل المحافظ المالية للرهنات . في عام 1890 ، نروة شعبيتها كان هناك 167 شركة من ذلك النوع . في الكساد الزراعي الذي حدث في عقد التسعينات أدى إلى الكثير من حالات عدم تسديد الديون ، وحبس الرهونات ، ومع الهبوط في أسعار الأراضي ، أغلق الكثير من بنوك الرهونات أبوابه .

مؤسسات الادخار والقروض

S&L Savings and loans (S&Ls) وأول أزمة S&L

لقد شهدت نهاية القرن التاسع عشر دخول عدد متزايد من مؤسسات الادخار والقروض في القروض برهونات* . ومع ذلك ، ظل الائتمان برهونات متمسكاً بقوة حتى الحرب العالمية الأولى . بعد الحرب سمح للبنوك بأن تجري قروضاً برهونات ، وأصبح من السهل الاقتراض . جزئياً ، كنتيجة

* النظم المالية والتمويلية ، الفصل المعاصر [دار النشر للنشر والتوزيع ، القاهرة | 2007 .

لذلك ، حدث ازدهار ضخم في المنشآت العقارية في عقد العشرينيات (1920) . توسعت كل أنواع الإقراض برهونات بسرعة . وصلت قروض مؤسسات S&LS إلى أكثر من ثلث رهونات المساكن الجديدة . بحلول عام 1929 ، كانت تحتجز أكثر من 24 في المائة من كل رهونات الإسكان غير الزراعي ، أكثر من أي نوع آخر من المؤسسات . وصلت قروض الرهونات إلى ما بين 80 إلى 90 في المائة من أصولها .

أثبت هذا التخصص الدقيق في الإقراض برهونات أنه كارثة في أثناء الكساد الكبير . القي بالكثير من المقترضين في الشوارع بلا عمل ، وأصبحوا عاجزين عن الوفاء بتسديداتهم ، تضاعفت حالات حبس الرهن . بحلول عام 1935 وصلت حالات حبس الرهن خمس أصول مؤسسات S&L . فقد الكثير من S&LS احتياطاتها النقدية التي أودعوها في البنوك التي أفلست . سحب المودعون أموالهم من S&LS ، بسبب أولاً ، لأنهم يحتاجون إليها ، وثانياً ، لأن ثقتهم في المؤسسات المالية اهتزت . في نهاية عام 1935 تراجعت أصول S&LS إلى الثلث .

ساعت المشكلة أكثر بظهور قروض برهونات أطلق عليها " قرض البالون " - نمطياً أنشء هذا القرض شبيهاً بالسندات 3 - 5 سنوات . حتى تاريخ الاستحقاق ، كانت الفوائد فقط هي المستحقة ، وليس هناك استرداد لأصل المبلغ . عندما يحين ميعاد سداد أصل القرض ، عادة كان المقرض يجدد القرض ومعه الرهان . في الأزمة ، مع ذلك ، كان المقرضون غير مستعدين للتجديد والمقرضون غير مستعدين للسداد .

تدخل الحكومة

خطت الحكومة الفيدرالية خطوة إلى إعادة هيكلة سوق الرهونات ، وصناعة الادخار والقروض S&Ls . تمشياً مع تشريعات فترة الكساد الكبيرة لمقاومة المنافسة بصفة عامة ، خضعت مؤسسات S&Ls إلى حظر عدم إعطاء قروض بدون رهونات . كان القصد من ذلك منع S&Ls من منافسة البنوك التجارية ومساعدة صناعة الإسكان بمنع الأموال من الذهاب إلى استخدامات أخرى . تم إحكام القيود الجغرافية بمنع الإقراض مقابل ممتلكات تبعد أكثر من 30 كيلو متراً عن المؤسسة المقرضة . كان القصد هنا مزدوجاً : تقييد المنافسة ، وضمان أن تذهب الأموال المحلية إلى المقترضين المحليين .

أنشأت الحكومة الفيدرالية أيضاً عدداً من المؤسسات لتدعيم حماس مؤسسات S&Ls من جهة ، وتقوية سوق الرهونات من جهة أخرى . أنشئت إحدى هذه المؤسسات لشراء رهونات الديون المتأخرة من المؤسسات المالية الادخارية ، والأوعية الادخارية الاستثمارية (thrifts) (سوف نتعلم عن المؤسسات الأخرى فيما بعد في هذا الفصل) . سمحت هذه المؤسسة للمقترضين أن يسددوا دون رهوناتهم على فترة من الوقت بالتقسيط . بنيت مؤسسات الادخار والقروض على هذه الفكرة لتقديم أنواع جديدة من عقود الرهونات - طويل الأجل ، سعر ثابت ، الرهونات المستهلكة . سمح هذا الترتيب للمقترضين بأن يسددوا القرض بمضي الوقت ، بدلاً من دفعة واحدة كبيرة . أثبتت الأداة الجديدة أنها مقبولة على نطاق واسع ، وساعدت شعبيتها على أن تسترد صناعة الادخار والقروض حصة كبيرة من سوق الرهونات عندما استعادت قوتها .

أداة قروض الرهن

The Mortgage Instrument

لكي تفهم التطورات الجديدة في سوق الرهونات ، تحتاج إلى فهم طبيعة أداة قروض الرهن . تبقى الإدارة الأساسية اليوم الرهن طويل الأجر ، ذو السعر الثابت الذي هيمن على السوق بعد الكساد الكبير .

هيكل التدفق النقدي

يتمثل رهن السعر الثابت المعياري في قرض الرهن المستهلك . دعنا نأخذ مثالاً . لنفرض أنك حصلت على قرض برهن 30 سنة من S&Ls فيدرالية بقيمة 100,000 دولار القرض له سعر فائدة سنوية (APR) 12 في المائة. مع فترة مركبة شهرية ، فإن سعر الفائدة للفترة المركبة عبارة عن 12 في المائة مقسوماً على 12 = 1 في المائة . الفائدة الفعلية السنوية = 12.68 في المائة.

$$(1.01)^{12} = 1.1268$$

لحساب تسديدك الشهري يجب أن نجد المبلغ الثابت لكي تساوي القيمة الحالية لتدفق التسديدات الشهرية لذلك المبلغ الثابت على مدى 30 سنة = 100.000 دولار . يعني هذا أن نجد قيمة C التي تحقق

$$\$100,000 = \frac{C}{(1.01)} + \frac{C}{(1.01)^2} + \dots + \frac{C}{(1.01)^{360}}$$

تستطيع استخدام المعادلة =

$$P = \frac{C}{1+i} + \frac{C}{(1+i)^2} + \dots + \frac{C}{(1+i)^t} = C \left[\frac{1}{i} \left(1 - \frac{1}{(1+i)^t} \right) \right]$$

لنجد أن $C = \$ 1,028.61$ أي 1,028.61 دولار
 نستطيع أن نجزي تسديداتك الشهرية إلى الفائدة وإعادة تسديد المبلغ الأصلي
 كما يظهر في اللوحة 3 - 1 . في بداية الشهر الأول ، أنت مدين بإجمالي
 المبلغ 100,000 دولار . الفائدة على هذا المبلغ بالسعر الشهري 1 في المائة
 = 1,000 دولار . الباقي من المبلغ 1,028.61 هو 28.61 تستخدم لتسديد
 المبلغ الأصلي . المبلغ الباقي في بداية الشهر
 هو = 100,000 - 28.61 = 99,971.39 دولار

اللوحة 3 - 1

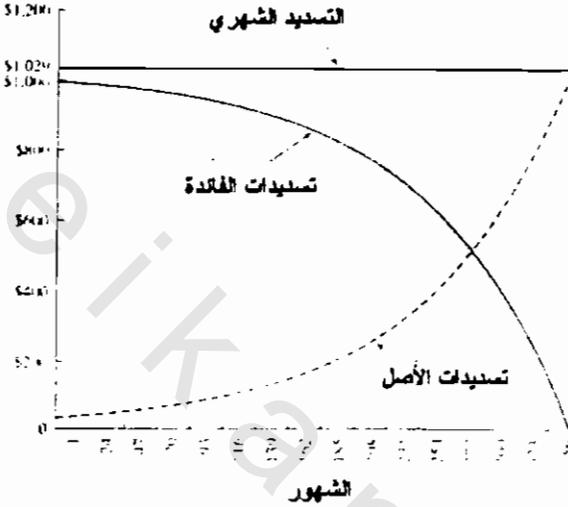
حساب تسديدات قرض الرهن

الشهور t	المبلغ الأصلي المدين في بداية الشهر	الفائدة المدفوعة (%1) من الأصل I_t	تسديد الأصل P_t	إجمالي التسديد $C = I_t + P_t$
1	\$ 100,000.00	\$ 1,000.00	\$ 28.61	\$ 1,028.61
2	99,971.39	999.71	28.90	1,028.61
3	99,942.49	999.42	29.19	1,028.61
.
.
360	1,018.43	10.18	1,018.43	1,028.61

الفائدة المستحقة في نهاية الشهر الثاني هي 1 في المائة للمبلغ أو 999.71.
 الباقي بعد التسديد = 1,028.61 - 999.71 = 28.90 دولار مرة أخرى
 يستخدم لتسديد الأصل . التجزئة المتغيرة لتسديداتك إلى تسديد فائدة وأصل
 على مدى فترة القرض تظهرها اللوحة 3 - 2 التالية

اللوحة 3 - 2

إعادة تسديد قرض الرهن : الأصل والفائدة



النقاط . المقرضون على استعداد غالباً لتقاضي سعر فائدة أكثر انخفاضاً في مقابل نقاط معينة - نسبة من مبلغ القرض على مدى فترة التسديد . على سبيل المثال ، قد تعرض عليك المؤسسة الفيدرالية سعر فائدة 11.5 في المائة في مقابل 2 نقطة (2 في المائة من المقرض) . يعني هذا عملياً ، أنك سوف تتسلم فقط 98,000 دولار من القرض برهن (يمكن أن تعوض الفرق بأن تأخذ قرضاً أكبر قليلاً) . ومع ذلك ، سوف تكون تسديداتك محسوبة على أساس المبلغ بالكامل 100,000 دولار .

هل هذه صفقة جيدة ؟ بسبب انخفاض سعر الفائدة ، فإن تسديدك سوف يكون فقط 990.29 دولار . ومع ذلك ، القرض أيضاً عملياً أصغر . لكي ترى

طبيعة هذه الصنفقة ، تحتاج إلى حساب السعر السنوي الفعلي . للوصول إلى هذا ، تحتاج إلى حل المعادلة التالية بالنسبة للعامل (i) :

$$98,000 = \frac{990.29}{(1+i)} + \frac{990.29}{(1+i)^2} + \dots + \frac{990.29}{(1+i)^{360}}$$

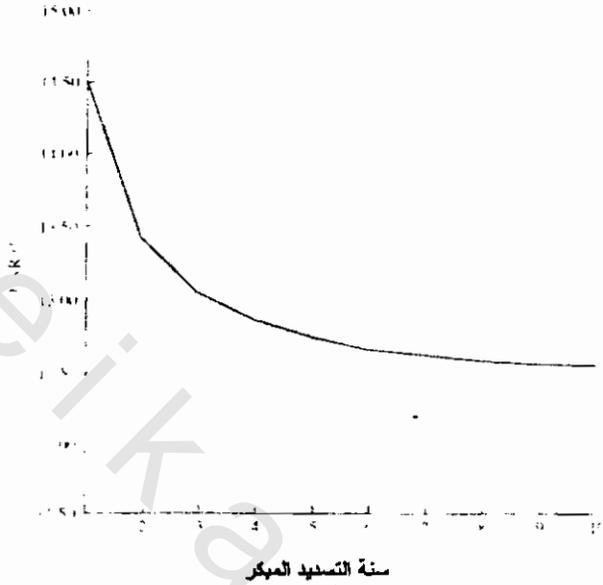
يمكن الوصول إلى الإجابة باستخدام آلة حاسبة ، وهو 98 في المائة . لتحويل هذا إلى السعر الحقيقي السنوي ، نحصل على 12.42 في المائة :

$$(1.098)^{12} = 1.1242$$

لذلك ، القيمة الإسمية لقرض الرهن مع النقاط يكون أرخص . ومع ذلك ، يفترض هذا أنك سوف تدفع قرض الرهن لمدة 30 سنة كاملة . إذا تم التسديد قبل ميعاد الاستحقاق تختلف القصة تماماً . تظهر اللوحة 3 - 3 المعدل السنوي الفعلي كدالة على التاريخ الذي تدفع مسبقاً repay فيه مبلغ الرهن . يمكنك أن ترى ، إنك كلما كنت أكثر تكبيراً في دفعه سوف يكون معدل السنوي الفعلي (EAR) أكثر ارتفاعاً . هذه النتيجة ليست صدفة ، فإن النقاط تم تصميمها لتزودك بحافز وليس بالسداد المبكر . سوف نرى لماذا حالاً .

اللوحة رقم 3 - 3

المعدل السنوي الفعلي EAR كدالة على التسديد المبكر



شروط الإقراض

عندما تحصل على قرض رهن من S&Ls " الفيدرالية " لشراء منزل ، يصبح المنزل ضامناً للقرض . إذا لم تسدد . تستطيع " الفيدرالية " أن تحبس الرهن وتبيع المنزل لاسترداد المبلغ الذي لم يسدد ؛ أي شيء تبقى من البيع من حقه . هذا هو حق الحجز على العقار - هذا شرط في وثيقة القرض يمنعك من التصرف في المنزل لحين تسديد قرض الرهن .

لتغطية نفسها في حالة عدم السداد ، تصر الشركة الفيدرالية على أن تكون قيمة المنزل أكبر من مبلغ قرض الرهن . على سبيل المثال ، إذا كان المنزل يساوي 125,000 دولار فإنها تقرضك 100,000 فقط . سوف تتوقع " الفيدرالية " أنك تدفع بنفسك 25,000 دولار كعربون لشراء المنزل . الآن إذا امتنعت عن السداد ، تستطيع " الفيدرالية " أن تكون متأكدة من استرداد

أموالها ، حتى لو هبطت قيمة المنزل في نفس الوقت ، أو أن الفيدرالية بالغت في تقدير قيمته .

قد تكون الفيدرالية على استعداد لإقراضك المزيد - لقبول عربون أصغر - إذا أجريت ترتيب " تأمين الرهن " . إنه ضمان من شركة تأمين ، لكي تدفع تعويضاً ، في حالة عدم الالتزام بالسداد ، ويتمثل التعويض في الفرق بين قيمة المنزل ومبلغ القرض . على سبيل المثال ، إذا اقترضت الفيدرالية 110,000 دولار ، وقيمة المنزل بعد أن توقفت عن السداد أصبحت فقط 105,000 دولار ، سوف تدفع شركة التأمين الفرق 5,000 دولار .

على الرغم من أن الضمان يحمي " الفيدرالية " في حالة التوقف عن التسديد ، فإن المقرض يفضل أن تدفع القرض كما هو متفق عليه . حبس الرهن مكلف ، وفي حالة غياب تأمين الرهن ، فإن المبلغ المسترد من بيع المنزل غير مؤكد . لتقليل احتمال عدم الوفاء بالتسديد سوف لا تقرضك " الفيدرالية " بأكثر مما تعتقد أنك تستطيع تسديده . تحديداً ، سوف لا تقرضك مبلغاً تزيد التسديدات عن نسبة معينة منه ، مثلاً 25 في المائة من ذلك .

على سبيل المثال ، كما أجرينا الحسابات سابقاً ، التسديد الشهري حول قرض رهنك هو 1,028.61 ، سوف ترتب الفيدرالية القرض فقط إذا لم يكن هذا أكبر من 25 في المائة من دخلك أو يساوي على الأقل أربعة أضعاف دخلك - بمعنى أن يكون دخلك 4,100 دولار شهرياً أو 49,200 دولار سنوياً . إذا لم تحقق هذه الاختبار في الدخل ، لن تكون مؤهلاً لقرض بهذا الحجم . سوف يكون عليك أن تدفع عربوناً أكبر أو تبحث عن منزل أقل تكلفة .

الدفع المسبق وإعادة التمويل

توجد أسباب متنوعة تجعلك تدفع قرض رهنك مسبقاً . قد تبيع منزلك لأنك تريد أن تشتري منزلاً أكبر ، أو لأنك سوف تنتقل إلى مدينة أخرى ، أو لأنك قد ترغب في إجلال رهنك الحالي بأخر ذي سعر فائدة أقل . يطلق على هذا " إعادة التمويل " .

دعنا ندرس إذا ما كان الموقف يستحق إعادة التمويل . لنفرض إنه قد مضى 5 سنوات منذ حصولك على قرض الرهن (12 في المائة APR ، والنقاط صفر) وأن سعر قرض الرهن هبط إلى 9.6 في المائة . هل يجب أن تعيد التمويل ؟ للإجابة على هذا نحتاج إلى أن نعرف كم أنت مدين على قرض الرهن الأصلي . الطريقة الأسهل لحساب هذا ، تتمثل في القيمة الحالية لعدد تسديدات 300 باقية مخصومة من السعر الشهري للقرض الأصلي :

$$\frac{\$1,028.61}{(1.01)} + \frac{\$1,028.61}{(1.01)^2} + \dots + \frac{\$1,028.61}{(1.01)^{300}} = \$97,662.97$$

لذلك لتسديد قرض الرهن القديم ، سوف تحتاج إلى ترتيب قرض جديد يغطي هذا المبلغ . مع سعر الفائدة الشهري الجديد الآن 9.6 في المائة على 12 = 0.8 في المائة ، فإن التسديد الشهري على قرض الرهن الجديد يأتي من قيمة (C) التي تحقق :

$$\$97,662.97 = \frac{C}{(1 + 0.008)} + \frac{C}{(1 + 0.008)^2} + \dots + \frac{C}{(1 + 0.008)^{300}}$$

قيمة (C) هنا تساوي 860.08 دولار . بمقارنة هذا التسديد الأصلي ، تستطيع أن ترى أن إعادة التمويل توفر لك مبلغ 168.53 دولار شهرياً .

لكي ترى إذا ما كانت إعادة التمويل تستحق فإن عليك أن تزن هذا المكسب مقابل تكاليف عمليات إعادة التمويل . يطلق على هذا " تكاليف

الإغلاق " . في حالتك تكاليف الإغلاق 2.000 دولار . لإجراء المقارنة ، تحتاج إلى حساب القيمة الحالية لقيمة المدخرات الشهرية التي توفرها . إذا خططت لدفع قرض الرهن حتى تاريخ الاستحقاق ، يترجم هذا إلى 19,137.19 دولار . لذلك ، إعادة التمويل تبدو جذابة .

قدرتك على إعادة تمويل قرض الرهن بهذه الطريقة تشبه تماماً حق الخيار في شراء سند . تستطيع أن تطالب بمقدار رهن الدين في أي وقت (يطلق على هذا Call) . إذا فعلت هذا فإن مكسبك يتحقق من الفرق بين سعر سوق قرض الرهن وسعر Call . قيمة سعر سوق قرض الرهن هي بالضبط القيمة الحالية للتسديدات الآجلة على أساس سعر السوق 8 في المائة . هذه تساوي 116,800.16 دولار . سعر Call هو بالضبط الرصيد غير المسدد 97,662.97 دولار . مكسب هو الفرق : 116,800.16 - 97,662.97 = 19,137.19 دولار . كما يمكنك أن ترى هذا بالضبط هو القيمة الحالية لقيمة التسديدات التي توفرها .

بالطبع مكسبك هو خسارة " الفيدرالية " . خيار Call حول قرض الرهن يمثل قيمة وتكلفة على البنك . سوف تبذل الفيدرالية كل ما في وسعها لتثبيك عن ممارسة الخيار . إحدى الطرق المطالبة بالنقاط ؛ تقاضي تكاليف إغلاق عالية طريقة أخرى . ومع ذلك ، سوف تكون قدرة الفيدرالية على تثبيك مقيدة بالمنافسة . إذا جاء عرضها بشروط أسوأ من مقرضين آخرين ، فإنك سوف تذهب بمشروعك إلى مكان آخر .

حالات ضعف الاستهلاك الآجل للتمويل برهن

The Weakness Of Post – Depression Mortgage Finance

طريقة التمويل برهونات التي انبثقت بعد الكساد الكبير - قروض برهن مستهلكة ذات سعر ثابت ، والتي تبنتها على نطاق واسع شركات الأوعية الادخارية الوسيطة - عانت من حالي ضعف بارزتين . كانت الأولى تحول سوق الرهونات إلى شظايا . كانت الثانية : قابلية التعرض لخطر لمؤسسات الإقراض إلى مخاطر سعر الفائدة .

تحول سوق الرهونات إلى شظايا

ترتب على تركيز الإقراض برهونات في أيدي شركات الأوعية الادخارية والبنوك إلى تحويل سوق الرهونات إلى شظايا متناثرة . لأن قيود التفريع حد من التوسع الجغرافي للمؤسسات الفردية ، فإن الأموال كانت تجمع محلياً وتقرض محلياً . استطاعت مؤسسات S&Ls الوصول إلى سوق رأس المال القومي من خلال " البنوك الفيدرالية لقروض المنازل " . أصدرت هذه المؤسسات سندات وأقرضت إيراداتها إلى المؤسسات أعضاء هذه البنوك . ومع ذلك جاءت معظم أموال قروض الرهن من الإيداعات المحلية . كان الإقراض محلياً أيضاً : حددته اللوائح التنظيمية في " نطاق إقراض عادي " داخل 50 ميلاً للمؤسسة المقرضة (زادت الحدود فيما بعد إلى 100 ميل ، ثم ألغيت في عام 1980) .

نتيجة لهذه الشظايا المتناثرة ، كان يمكن أن تختلف ظروف سوق الرهونات كثير من منطقة إلى أخرى . في منطقة SunBelt حيث كان سوق

الإسكان مزدهراً ، فإن أموال قروض الرهونات كانت نادرة وأسعار قروض الرهونات عالية . في منطقة Rust Belt حيث سوق الإسكان كان كاسداً ، فقد كانت قروض الرهونات بكثرة والأسعار منخفضة . وكما يقول الاقتصاديون مثل هذه الشظايا المتناثرة تضر الاقتصاد .

بالإضافة إلى الضرر الذي يتعرض له الاقتصاد ، فإن تحول سوق الرهونات إلى شظايا في U.S. ، جعل المقرضون أكثر تعرضاً لخسائر عدم الوفاء بسداد القروض . المقرض الذي لديه آلاف القروض برهونات غير مسددة ، قد يبدو أنه متنوعاً ، ولكن في الواقع لم يكن كذلك . لأن كل هذه القروض أجريت في نفس المنطقة ، لذلك لم تكن مخاطر مستقلة . إن الكساد في الاقتصاد المحلي سوف يدفع الكثير من المقرضين إلى التوقف عن السداد وفي وقت واحد .

مخاطر سعر الفائدة بالنسبة للمؤسسات المالية الوسيطة

ربما التهديد الأكثر خطورة للمؤسسات المالية الوسيطة يتمثل في خطر سعر الفائدة . اعتمد سوق قروض الرهونات الذي انبثق بعد الكساد الكبير بكثافة على مقرضي الرهونات المتخصصين كانت أصولهم الأساسية متمثلة في قرض الرهونات ذي السعر الثابت وطويل الأجل ، وخصوصهم الأساسية متمثلة في الإيداع الوتقي قصير الأجل . مثل هذا الكشف للميزانية كان يعاني كثيراً من خطورة عدم مواعمة تواريخ الاستحقاق .

لفهم هذه الخطورة ، لندرس المثال التالي . لدي مؤسسة الادخار والقروض S&L الفيدرالية 100 مليون دولار غير مسددة عن قروض رهونات على مدي 30 سنة ، تكسب 9 في المائة في المتوسط . إنها تمول

هذه القروض الرهنية بحوالي 95 مليون دولار ودائع وقتية تدفع عنها 5 في المائة كمتوسط . حقوق ملكيتها 5 مليون دولار . دخل فوائدها :
(القيمة بالمليون دولار)

$$= 100 \times 0.09 - 95 \times 0.05 = 4.25 \text{ مليون دولار .}$$

لنفرض الآن أن أسعار الفائدة في السوق قد ارتفعت ، وأنه على الفيدرالية أن تدفع 12 في المائة مقابل ودائعها . سعر فائدة قرض الرهان ثابت ، لذلك استمرت في تقاضي 9 في المائة . دخل الفائدة الآن . القيمة بالمليون دولار

$$= 100 \times 0.09 - 95 \times 0.12 = - 2.4 \text{ مليون دولار}$$

يكفي سنتان على هذه الخسائر ، وحقوق ملكية الفيدرالية ، سوف تتلاشى ، وسوف تخفق .

أزمة S&L الثانية

تمثلت حالات الضعف اللافتة لسوق قروض الرهونات في الأزمة الكبيرة الثانية التي تعرضت لها الفيدرالية في عقد الثمانينيات (1980) .

اللائحة Q وتخطي الوساطة المالية disintermediation

على مدى سنوات كثيرة بعد الحرب العالمية الثانية ، عدم الموائمة في استحقاقات مؤسسات S&L كمخاطر حقيقية بقيت مخبأة . بقيت أسعار فائدة السوق نسبياً ثابتة . وأبقت لائحة Q المتعلقة بالسقوف أسعار الودائع أكثر استقراراً .

بسبب لائحة Q ، عندما كانت ترتفع أسعار الفائدة ، بدلاً من أن تتعرض S&Ls إلى خسائر كبيرة ، فإنها فقدت الإيداعات ذاتها . لأن

اللائحة Q منعت مؤسسات S&Ls من رفع أسعار إيداعاتها ، لمواصلة أسعار السوق المرتفعة ، لذلك سحب المودعون من القطاع الأسري إيداعاتهم واشتروا سندات خزائنة ، وأصول أخرى في السوق المالية . يطلق على هذا الإحلال للإقراض المباشر بدلاً من الاقتراض غير المباشر تخطي الوساطة المالية .

ترتيب على سحب الأموال من S&Ls مشكلة سيولة خطيرة لهذه المؤسسات .

كانت أصولها الأساسية قروض رهونات غير سائلة ولا يمكن بيعها بسهولة لجمع النقدية المطلوبة . انقذت مؤسسات S&Ls من الانهيار فقط بسبب أنها كانت تستطيع الاقتراض مقابل هذه الأصول من بنوك قروض الإسكان الفيدرالية .

أمام هذا التدفق للأموال إلى الخارج لم تستطيع S&Ls أن تحصل على قروض رهونات جديدة . لذلك ، عندما كانت ترتفع أسعار الفائدة تصبح قروض الرهونات غير متاحة ، وتجف حالات الطلب على الإسكان ، بل وتدخل هذه الصناعة في حالة كساد . بهذه الطريقة ، ساهم تخطي الوساطة المالية في عدد من حالات ركود ما بعد الحرب .

على الرغم من أن تخطي المؤسسات الوسيطة المالية كان مشكلة للاقتصاد ، فإنه لم يحدث ضرراً ملحوظاً لمؤسسات S&L ذاتها . بدأ الضرر الحقيقي بعد زوال لائحة Q . بدون الحماية ، تعرضت مؤسسات S&L إلى هجوم كامل من خطر أسعار الفائدة وظهر فعلياً في كشوف ميزانياتها .

زوال لائحة Q وتداعياته

كانت قيود لائحة Q على أسعار الفائدة قد أصبحت غير فعالة بصورة متزايدة في أواخر عقد السبعينيات (1970) . وجدت البنوك وشركات الأوعية الإيداعية العديد من الطرق للالتفاف حولها والمنافسة على الودائع . لذلك ، عندما ارتفعت الأسعار بشدة . في بداية عام 1979 ، كان تخطي مؤسسات الوساطة المالية قليل جداً . احتفظت S&Ls بودائعها ، ولكن كان عليها أن تدفع الكثير مقابل ذلك .

ارتكبت مؤسسات S&L رذيلة . على الرغم من أنها جمعت الأسعار التي تقاضتها على قروض الرهونات الجديدة ، فإنها لم تستطع أن تجمع الأسعار على قروض الرهونات التي لم تسدد التي كانت قد كتبتها منذ سنوات مضت . لقد اضطرت إلى تمويل هذه القروض برهونات القديمة ذات الأسعار المنخفضة بخسارة : تدفع الكثير على الإيداعات الضرورية أكثر من دخلها من القروض . إذا دفعت أقل من الأسعار التنافسية على الإيداعات ، سوف تفقد الأموال .

كانت الخسائر الناتجة مثيرة . فقدت الصناعة 6 بليون في عام 1981 ، 5 بليون في عام 1982 . الأرباح الصغيرة التي حققتها الصناعة ككل في عام 1983 حتى 1986 أخفت الخسائر المتواصلة والتي تحملت مؤسسات S&L أكثر من ثلثها . لقد تفهقر عدد مؤسسات S&L من 5,050 مؤسسة في عام 1980 إلى 4,100 في عام 1983 ، وبعد ذلك إلى 3,200 بحلول عام 1986 . إنقاذ مؤسسات S&L في عقد التسعينيات (1990) له جذوره في الخسائر التي لحقتها منذ بداية عقد الثمانينيات (1980) .

المناهج البديلة لتمويل القروض برهونات *Alternative Approaches To Mortgage Finance*

من الواضح أن تمويل قروض الرهونات طويلة الأجل ذات السعر الثابت عن طريق الإيداعات قصيرة الأجل ليست فكرة جيدة . ما هي البدائل ؟ أحد هذه البدائل تغيير أداة الرهونات . الطريقة الأخرى أن تغير طريقة تمويل الإقراض برهونات .

القروض برهونات ذات السعر القابل للتعديل

Adjustable – Rate Mortgage (ARM)

إحدى الطرق أمام المؤسسات الوسيطة الإيداعية ، شركات أوعية الادخار أو البنوك ، لترتيب قروض الرهونات بأمان تتمثل في تغيير طبيعة القروض برهونات لتلائم بصورة أفضل مصادر التمويل . مع قروض برهونات ذات سعر قابل للتعديل ARM ، فإن سعر الفائدة بدلاً من أن يكون ثابتاً طوال حياة قرض الرهن ، فإنه يرتبط بسعر السوق لفترة قصيرة .

كيف يعمل هذا البديل . لكي نرى كيف يعمل ARM ، دعنا نحول

قرضك برهونات 100,000 دولار ذي السعر الثابت من المؤسسة الفيدرالية إلى قرض برهن ذي سعر معدل . لأسباب سوف نعرفها لاحقاً ، سعر الفائدة منخفض مثلاً 9.5 في المائة بدلاً من 12 في المائة . ومن ثم تسديدك منخفض أيضاً – 840.85 بدلاً من 1,028.61 (بافتراض لا نقاط).

سوف تستمر في دفع هذا المبلغ على مدى سنة . في نهاية السنة ، سوف يعدل السعر إلى 2.5 في المائة فوق كميالة الخزانة 6 أشهر في ذلك الوقت . لنفرض أن سعر كميالة الخزانة كان 9 في المائة . ومن ثم ، السعر

على قرضك برهن سوف يرتفع إلى $9 + 2.5 = 11.5$ في المائة المبلغ الأصلي المتبقى في نهاية السنة الأولى هو 99,383 دولار ، لذلك ، بالسعر الجديد ، فإن تسديدك الشهري سوف يرتفع إلى 988.18 دولار ، سوف تدفع هذا المبلغ لمدة سنة أخرى ، عندما يتم تعديل السعر مرة أخرى . بالطبع إذا خفض سعر كمبيالة الخزانة إلى 7 في المائة ، فإن تسديدك سوف ينخفض بدلاً من أن يرتفع إلى أعلى .

الشعبية النسبية لأسعار قروض رهونات ذات الأسعار القابلة للتعديل والأسعار الثابتة . تتأرجح الشعبية النسبية لأسعار قروض الرهونات ذات الأسعار القابلة للتعديل وتلك الأسعار الثابتة مع المقترضين فيما يتعلق بالفرق بين الأسعار القابلة للتعديل والأسعار الثابتة ومع المستوى الشامل للأسعار . عندما يزداد الفرق ، فإن نسبة القروض برهن الجديدة ARM تزيد معها . أيضاً ، عندما تكون أسعار النوعين من القروض برهونات مرتفعة نسبياً ، فإنه قد لا يكون لدى المقترضين الكثير من الاختيار إلا أخذ ARM .

بينما الإلتان لم يلبي متطلبات الدخل لقروض الرهن عند الأسعار الثابتة المرتفعة ، فإنهما لبياه بالفعل بالنسبة للسعر المنخفض على ARM . عندما تكون الأسعار لكلا النوعين منخفضة ، فإن المقترضون يفضلون قرض الرهن ذي السعر الثابت حتى عندما يكون الفرق بين السعرين مرتفعاً . في الواقع ، كثير من المقترضين مع ARM القائم يعيدون التمويل من خلال قروض الرهن ذات السعر الثابت لإنهاء السعر المنخفض . من الواضح أن الكثير من المقترضين على استعداد أن يدفعوا علاوة لقرض الرهن ذي السعر الثابت الذي يجنبهم القلق حول تقلبات أسعار الفائدة . يتخلص قرض الرهن ذو السعر الثابت من مخاطر زيادة السعر ، ويترك المقترض مع اختيار إعادة التمويل عندما تهبط أسعار الفائدة .

ماذا يحدث لمخاطر سعر الفائدة ؟ يخفض ARM إلى حد كبير مخاطر سعر الفائدة بالنسبة للمقرض. عندما ترتفع أسعار الفائدة ، وعليه أن يدفع المزيد على ايداعاته ، فإنه يستطيع أيضاً أن يرفع السعر الذي يتقاضاه على القروض برهن التي لم تسدد . بهذه الطريقة صافي دخل الفائدة يبقى إلى حد ما كما هو .

بالطبع مخاطر سعر الفائدة لم يختفي . إنها انتقلت من المقرض إلى المقرض . هذا هو السبب في أن السعر المبدئي يكون منخفضاً . بسبب انخفاض السعر المبدئي ، فإن تسديداتك إلى الفيدرالية سوف تكون منخفضة منها في حالة أن يكون قرض الرهن بالسعر الثابت ، حتى لو ارتفعت أسعار الفائدة قليلاً . ماذا يحدث حينئذ لو ارتفعت الأسعار كثيراً ؟ لنفرض أن أسعار كمبيالة الخزنة قفز إلى 16.5 في المائة ، بما يرفع هذا من سعر قرض رهنك إلى $16.5 + 2.5 = 19$ في المائة . يزيد تسديدك الشهري إلى 1,459.82 . نتيجة لذلك أنت مجبر على التوقف على الدفع . إذا عرفنا إنك كنت تدبر بالكاد المبلغ الأصلي 840.85 دولار ، وإنه لا توجد طريقة لإدارة 1,459.82 دولار شهرياً . تبيع الفيدرالية المنزل لتغطية القرض ، ولكنها تجد أن أسعار الإسكان متدنية - الكثير من المنازل معروضة للبيع لأسباب مماثلة ، يجب أن يتم البيع بخسارة .

لذلك نقل مخاطر سعر الفائدة إلى المقرض له مشاكله ، ليس فقط بالنسبة لك ولكن للفيدرالية أيضاً . تخفيض مخاطر سعر الفائدة يأتي على حساب الزيادة في مخاطر الائتمان . لتخفيض مخاطر الائتمان هذه ، الكثير من حالات ARM أثارت موضوعات حساسة حول الحد الذي يمكن أن يرفع إليه سعر الفائدة سنوياً ، وحول الحد الأقصى الذي يمكن أن يصل إليه السعر على مدى حياة قرض الرهن . بينما إثارة هذه الموضوعات تهدف إلى

تخفض مخاطر الائتمان ، فإنها أيضاً تخفض حماية المقرض في مقابل مخاطر أسعار الفائدة .

التمويل بدون إيداعات

يقدم قرض الرهن ذو السعر القابل للتعديل ARM حلاً جزئياً فقط لواحدة من المشكلات الأساسية لسوق الرهونات التقليدية - مخاطر أسعار الفائدة . ولا يساعد مع المشكلات الأخرى - الشظايا المتناثرة .

يقدم المنهج المختلف و الأكثر تقدمية حدلاً لكلا المشكلتين . دع قروض الرهن ذات الأسعار الثابتة كما هي ، ولكن جعل تمويلها ليس عن طريق المؤسسات الوسيطة الإيداعية ، بل عن طريق المؤسسات المالية طويلة الأجل مثل صناديق المعاشات ، وشركات التأمين على الحياة . لأن خصوم مثل هؤلاء المقرضين طويلة الأجل فإن الإقراض برهونات لا يعرضها إلى مخاطر أسعار الفائدة . يضاف إلى ذلك ، إذا كانت هذه المؤسسات تستطيع تمويل الإقراض برهونات على المستوى القومي ، فسوف يخلق هذا سوقاً قومية تتكامل فيه أسواق قروض الرهونات المحلية ، وتنتهي بذلك شظاياها المتناثرة . في الواقع تم تبني هذا المنهج من خلال خلق سوق ثانوية في القروض برهونات في U.S. وقد حقق نجاحاً ملحوظاً .

تبنى منهجية الأوراق المالية والسوق الثانوية للقروض برهونات *Securitization And The Secondary For Mortgages*

قبل إمكانية تحويل تمويل القروض برهونات ذات سعر ثابت من المؤسسات الوسيطة الإيداعية إلى شركات التأمين وصناديق المعاشات ، يجب التغلب على عدد من العقبات .

- العقبات أمام تمويل القروض برهونات طويل الأجل يوجد عدد من الأشياء حول قروض الإسكان برهونات التي جعلتها استثماراً غير جذاب بالنسبة للمؤسسات الوسيطة طويلة الأجل مثل صندوق المعاشات:
- مبلغ القرض صغير نسبياً مقارنة بالقروض التجارية النمطية . يعني هذا تكاليف عمليات عالية .
- متطلبات المعلومات - وخاصة بالنسبة للمبلغ موضوع القرض - كبيرة . يحتاج المقرض إلى معلومات حول كل من المقرض وطبيعة الرهن . هل من المحتمل ألا يفِي المقرض بالتزاماته ؟ كم يساوي الرهن بالفعل ؟ لتقييم قيمة العقار ، يجب أن يعرف المقرض سوق العقار المحلي . على سبيل المثال ، سوف تكون لدى المقرض في شيكاغو القليل من المعلومات المباشرة عن قيم العقار في لوس أنجلوس .
- خدمة قرض الرهن مكلفة . يجب تجميع التسديدات الشهرية وتشغيلها . أحياناً تتأخر التسديدات ، ويجب الاتصال بالمقرض وعمل

ترتيبات السداد . إذا توقف المقرض عن الدفع يجب حبس الرهن وبيعه .

- قروض الرهونات غير متجانسة إلى حد كبير . ليس فقط المقرض والضمان يختلفان في كل حالة ، ولكن أيضاً الشروط قد تختلف . على سبيل المثال ، قد يشترط عقد قرض الرهن غرامة في حالة التسديد المبكر للقرض ككل . قد يتطلب عقد آخر أن يتعاقد المقرض مع شركة تأمين لضمان تسديد القرض في حالة وفاته . يضيف عدم التجانس إلى أعباء الاستثمار في قروض الرهن ، لأنه يضيف إلى تكاليف المعلومات والتشغيل .

- السوق الثانوية بالنسبة لقروض الرهن الفردية ببساطة خارجة عن الموضوع . من الذي يرغب في إنشاء مثل هذه السوق ذات تكاليف المبالغ الصغيرة والمعلومات الضخمة ؟ في غياب السوق الثانوية تصبح قروض الرهونات غير سائلة بصورة لافتة .

- بالنسبة للمستثمرين مثل صناديق المعاشات وشركات التأمين على الحياة التي تريد أن تساير أصولها خصومها طويلة الأجل ، فإن إمكانية الدفع مقدماً تعتبر نقيصة خطيرة . لأن هذه المؤسسات ملتزمة بسداد أسعار طويلة الأجل ثابتة على خصومها ، فإنها تريد أن تتفادي مخاطر إعادة الاستثمار .

كل هذه الخصائص تجعل قروض الرهن استثماراً غير جذاب . على سبيل المثال ، المقارنة بسندات الشركة : تصدر السندات بمبالغ كبيرة . تكاليف المعلومات منخفضة . شروط السندات المختلفة متشابهة جداً . المبلغ الكبير للسندات القابلة للتبادل أساساً يدعم السوق الثانوية الملائمة ، والتي تجعلها

سائلة إلى حد كبير . السندات عادة غير قابلة للاسترداد قبل تاريخ الاستحقاق، لذلك التسديد المبكر لا يمثل مشكلة خطيرة .

لقد طورت سوق قروض الرهن طرقاً للتغلب على مشكلات أداة قروض الرهن . تبني منهج الأوراق المالية يحول عدم سيولة قروض الرهن إلى أوراق مالية قابلة للتداول في السوق الثانوية . يسمح وجود مثل هذه السوق الثانوية بإنشاء وخدمة قروض الرهن لفصلها عن تمويلها . لا تزال البنوك وشركات الأوعية الادخارية تستطيع مباشرة قروض الرهن - أشياء تجيد القيام بها . إنها تستطيع حينئذ بيع قروض الرهن إلى مستثمر طويل الأجل قادر بصورة أفضل على تحمل مخاطر سعر الفائدة . يدفع المستثمر إلى منشيء القروض برهن أتعاباً لكي يستمر في خدمة عملياتها . قد وجد السوق أيضاً طرقاً للتعامل مع مخاطر التسديد مقدماً . دعنا نرى كيف تطورت هذه السوق الثانوية .

جذور السوق الثانوية

تعتبر السوق الثانوية لقروض الرهن إلى حد كبير ابتكار الحكومة الفيدرالية. أنشأت الحكومة هذه السوق مع ذلك ، لأسباب غير مرتبطة بصورة مباشرة بتلك التي قد ناقشناها . لم تكن مهمته حقيقة حول تحمل مخاطر سعر الفائدة. كانت الحكومة مهتمة ، بدلاً من ذلك ، حول مدى توافر قروض الرهونات في مناطق جغرافية معينة ، وبطبقات معينة من المقترضين (الفقراء ، الفلاحين ، المحاربين العائدين) .

اتخراط الحكومة في سوق قروض الرهونات . كما قد رأينا ، أصبحت الحكومة الفيدرالية منخرطة أولاً في سوق قروض الرهونات أثناء " الكساد الكبير " . قد أصبح تمويل الإسكان جزءاً من الانهيار العام . كانت عدد

حالات التوقف عن السداد وحبس الرهونات لا يحصى ، كما أن عدداً ضخماً من شركات الأوعية الادخارية قد فشل . كجزء من برنامجها لإعادة البناء ، أنشأت الحكومة هيئات عديدة للمساعدة في إحياء سوق قروض الرهونات .

أنشئت " شركة قروض الرهن الفيدرالية القومية " The Federal National Mortgage Association (FNMA) ، والمشهورة تحت مسمى " Fannie Mae " لشراء قروض الرهونات القائمة من شركات الأوعية الادخارية . لقد باعت سندات لجمع الأموال اللازمة . قدرتها على بيع القروض برهونات القائمة نقداً زود شركات الأوعية الادخارية thrifts بالسيولة . سمح أيضاً " لإدارة الإسكان الفيدرالية " بأن تضمن قروض الرهونات التي يتم ترتيبها لفئات معينة من المقترضين . جعل مثل هذا التأمين من السهل بيع هذه القروض برهونات في السوق الثانوية ، لأنها خفضت تكاليف المعلومات بالنسبة للمشتري . لأن قروض الرهن مؤمنة ، فليس هناك حاجة لكي يفحص المشتري الضمان . إذا توقف المقترض عن الدفع ، وكان العقار المرهون يساوي أقل من القيمة الاسمية غير المسددة ، سوف تتحمل شركة التأمين الفرق . بعد الحرب العالمية الثانية أمتد تأمين الحكومة من خلال " إدارة المحاربين العائدين " إلى القروض برهونات التي ترتب للجنود العائدين من الحرب .

تبنى منهج التوحيد القياسي . القروض برهن التي تؤمنها الحكومة كان عليها أن تستخدم عقد قرض معياري . تغلب استخدام عقد القرض المعياري على عقبتين عند إعادة بيع قروض الرهن - عدم التجانس وصغر الحجم . لأن قروض الرهونات كانت كلها متشابهة ، كان من السهل تجميعها في حزم كبيرة يمكن بيعها للمؤسسات المستثمرة .

من عقد الأربعينيات (1940) وإلى عقد الستينيات (1960) ،
المحاربون القدامى والمقترضون الآخرون استفادوا تماماً من هذه البرامج .
كان المشتريون الأساسيون لهذه العقود هم بنوك الادخارات التبادلية ،
وشركات التأمين على قيد الحياة .

إحياء الأعمال المصرفية لقروض الرهونات

على الرغم من أن الكثير من بنوك قروض الرهونات قد انهارت أثناء الكساد
الكبير ، قد نجا البعض واستمر في مزاولة العمل . أعطتهم السوق الجديدة
في قروض الرهونات المؤمنة حكومياً زخماً جديداً في العمل . عندما
تطورت السوق انبثقت بنوك قروض رهونات جديدة - الكثير منها وحدات
تابعة لأنواع أخرى من المؤسسات المالية . من بين بنوك قروض الرهونات
الأكبر اليوم توجد وحدات تابعة للبنوك (Citicorp , Chase , Fleet) ،
شركات مالية (GMAC, Sears , GEO) وشركات تأمين (Firemans
Fund, Prudential) وأيضاً مقرضي رهونات متخصصين
(Countrywide , Loma) .

كيف يعمل بنك قروض الرهونات . يعمل كالآتي : إنه نشئ قروضاً
تستند إلى الرهونات ، أساساً يمولها بنفسه . عندما تتراكم لديه قروضاً كافية،
يضعها معاً في حزم ، ويبيع الحزمة إلى مستثمر . لذلك ، يحتاج بنك الرهن
إلى تمويل قروض الرهن لمدة فترة قصيرة فقط ، التي يأخذها لوضع الحزم
معاً - على الأكثر ، القليل من الأشهر .

تحصل بنوك الرهونات على دخل من أتعاب الإنشاء ومن أتعاب
الخدمات التي يحصلون عليها من المستثمر مقابل تحصيل التسديدات
والتعامل مع المقترض . قد يكسبون أيضاً " ناقل إيجابي " على قوائم

مخزونهم من قروض الرهونات . يعني منحى العائد الطبيعي المتجه إلى أعلى أن السعر طويل الأجل الذي يكسبونه على قوائم مخزونهم من قروض الرهونات أعلى من السعر قصير الأجل الذي يدفعونه لتمويل تلك المخزون . عندما تهبط الأسعار طويلة الأجل بين وقت إنشاء قرض الرهن ووقت إعادة بيعه ، فإن البنوك تستطيع أن تبيع قرض الرهن محققة أرباحاً . بالطبع ، إذا ارتفعت الأسعار طويلة الأجل ، فإنها سوف تحقق خسارة ، إذا أرادت أن تتفادى هذه المخاطر ، فإنها تستطيع أن تبيع قروض الرهونات كعمليات آجلة إلى مستثمر أو التغطية بطرق متعددة (مثلاً ، إصدار سندات قابلة للاسترداد عند الطلب callable bonds) سوق قروض الرهن الموازية . هذه الطريقة للإقراض برهونات - تنشئها بنوك قروض الرهونات وتمولها المؤسسات المستثمرة - بما يوفر بديلاً للجمع بين وظيفتين متميزتين : شركات الأوعية الادخارية والبنوك . هذا الهيكل التنظيمي المتوازي له بعض المزايا الكبيرة . من الواضح ، أنه أفضل في تناول مخاطر سعر الفائدة . أيضاً ، لأن بنوك قروض الرهونات لا تأخذ أية ودائع ، فإنها لا تواجه أية قيود جغرافية : إنها تستطيع وتعمل بالفعل على المستوى القومي . يسمح لها هذا بالنمو إلى حجم ضخم إلى حد اقتصاديات الحجم . يعطيها هذا الحجم أيضاً سهولة الدخول إلى أسواق الأوراق المالية . يسمح لها العمل على المستوى القومي أن تجمع معاً حزمًا من قروض الرهونات جيدة التنوع .

سمحت هذه الميزات لبنوك قروض الرهونات أن تعرض أسعاراً تنافسية تتحدى مؤسسات الإيداع ، وأن تقتنص معظم أعمال كتابة عقود قروض الرهونات المؤمنة . عموماً ، قد تركت مؤسسات الإيداع مع قروض الرهونات غير المؤمنة . لأن المستثمرين كانوا مترددين في شرائها ، فإن الخوف من الخسائر المحتملة في حالة التوقف عن السداد ، كان من الصعب

بيعها في السوق الثانوية . حينئذ كانت ذات فائدة قليلة لبنوك قروض الرهونات .

كانت سوق قروض الرهونات الموازية أكثر كفاءة بصفة عامة من السوق التقليدية . بينما كانت السوق التقليدية مفتتة على هيئة شظايا متناثرة ، مع أسعار مختلفة من منطقة إلى أخرى على المستوى القومي ، كانت السوق الموازية أكثر تكاملاً . كانت أسعار قروض الرهونات المؤمنة واحدة على المستوى القومي . لأن بنوك قروض الرهونات كانت تتنافس كل منها مع الآخر ، فإن التسعير كان تنافسياً ، والتكاليف في حدها الأدنى .

الأوراق المالية التي تدعمها قروض برهونات

بالرغم من نجاحها بدأت الأسواق الموازية تنكمش في عقد الستينيات (1960) ، حيث أن عدد الجنود العائدين الذين يأخذون قروض الرهونات تراجع كثيراً . هبطت حصة قروض الرهونات المؤمنة إلى حوالي 30 في المائة في عام 1970 . للإبقاء على حيوية السوق ، اتخذت الحكومة خطوات ما بين عامي 1968 ، و 1970 لمد السوق الثانوية إلى سوق القروض الرهنية غير المؤمنة ولتوسيع نطاقها .

من الإبداعات الخاصة إلى الإصدار العام . كانت السوق الثانوية تمثل سوقاً كبيرة " للأوضاع الخاصة " . قد وضعت " بنوك قروض الرهونات " معظم هذه القروض مع شركات التأمين على الحياة ، وبنوك الادخارات المتبادلة . عملت الحكومة الآن على تطوير سوق للإصدارات العامة - سوق " للأوراق المالية التي تدعمها قروض برهونات (MBSs) "

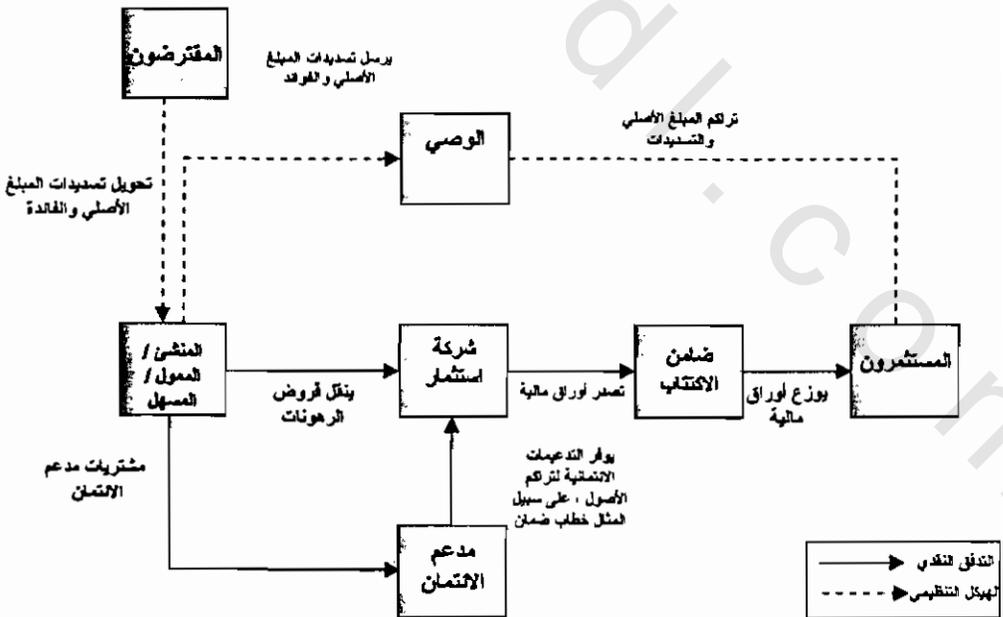
أعدت الحكومة تنظيم (Fannie Mae) ، والتي لم تكن نشيطة بصفة خاصة حتى ذلك الوقت ، وأنشأت هيئتين جديدتين - شركة قروض

الرهنات القومية الحكومية (GNMA) Government National Mortgage Association والمشهورة بأنها (Ginnie Mae) ، " وشركة قروض الرهنات للإسكان الفيدرالية " والمشهورة بأنها (Freddie Mac) .
 سمح للهيئات الثلاث بإصدار وضمن العديد من الأوراق المالية التي تدعمها قروض برهنات مؤمنة ولأول مرة غير مؤمنة .

حصة ملكية في تجميع تراكمي قروض رهنات (يطلق عليه Pass-through) .
 ورقة مالية أساسية مرئية بقروض رهنات . إنه يشبه حصة في صندوق الأموال التبادلية مغلق النهاية ، مستثمره في تجميع تراكمي Pool .
 المستثمر الذي يشتري مثلاً 1 في المائة حصة في التجميع التراكمي يتسلم 1 في المائة من كل التسديدات على قروض الرهنات في التجمع التراكمي .
 توضح اللوحة 3 - 4 هيكل عملية التجميع التراكمي

اللوحة 3 - 4

الهيكل وتدفق النقدية لعملية التجميع التراكمي (pass - through)



يقترض المقرض بالطريقة العادية من منشيء القرض (مثلاً S&L) الذي يمول القرض إلي أن يتم تكون التجميع التراكمي لقروض الرهونات في شركة استثمار يديرها وصي trustee . بعد أن يتم تدعيم الائتمان التجميع التراكمي بشراء وثيقة تأمين أو خطاب ضمان ، تصدر الأوراق المالية . تباع الأوراق المالية عن طريق شركة أو شخص " ضامن اكتتاب " إلى " المستثمرين " . تذهب الإيرادات من هذا البيع إلى منشيء قروض الرهونات. يسدد المقرض إلى المنشيء الذي يمرر التسديدات إلى الوصي . يمرر الوصي التسديدات من خلاله إلى المستثمرين بعد خصم أتعابه الخاصة ، و أتعاب المنشيء ، و أتعاب مدعم الائتمان .

أول عملية تجميع تراكمي pass – through قدمتها شركة Ginnie Mae في عام 1970 ؛ لقد قامت على تجميع تراكمي من قروض برهونات مؤمنة من شركات تأمين . في عام 1971 بدأت Freddie Mac تصدر أوراقاً مالية Pass – through استناداً إلى قروض رهونات تقليدية . في عام 1977 باع " بنك أمريكا " حصصاً Pass – through خاصة بدون ضمان حكومي . حققت طريقة التجميع التراكمي للقروض برهونات وإصدار حصص للمستثمرين عليها نجاحاً ضخماً . في الفترة ما بين عامي 1971 – 1992 نما المبلغ غير المسدد إلى معدل متوسط يزيد على 30 في المائة سنوياً ليصل إلى 1.5 تريليون دولار . قد وجدت نسبة متزايدة من كل قروض الرهونات الجديدة ذات السعر الثابت قد وجدت طريقها إلى pass – throughs .

مزياي حصص التجميع التراكمي لقروض الرهونات (pass – through) بالنسبة للهيئات الحكومية . كما رأينا سابقاً ، الطريقة التقليدية التي تمول بها الهيئات قروض الرهونات تمثلت في إصدار سندات باسمها ، واستخدام الإيرادات لشراء قروض الرهونات من المنشئين . المشكلة وراء هذه

الطريقة في مخاطر سعر الفائدة - أكثر تحديداً ، مخاطر إعادة الاستثمار . إذا هبطت أسعار الفائدة ، وقروض الرهونات التي اشترتها الهيئات دفعت مقدماً قبل تاريخ استحقاقها ، سوف يكون على الهيئات أن تعيد استثمار الأموال في قروض برهونات جديدة بسعر أقل من الذي سوف يدفعونه على السندات التي أصدروها . مع نظام pass - through ، على العكس مخاطر سعر الفائدة سوف يمرر مع تدفق النقدية إلى المشتريين .

ومع ذلك ، لا تقدم الوساطة المالية مخاطر فقط ، ولكن أيضاً أرباحاً. تستمر الهيئات في إصدار السندات (كما رأينا في الفصل الثاني) ، ولكنها الآن تستثمر الإيرادات في أوراق مالية مدعمة بقروض برهونات ، بدلاً من قروض برهونات مباشرة . توجد الآن طرق جديدة لمخاطبة مخاطر أسعار الفائدة ، التي سوف نكتشفها في الفصل الثامن . في نهاية عام 1999 ، امتلكت الهيئات تقريباً 500 بليون دولار أوراقاً مالية مدعمة بقروض رهونات ، وحققت الشركات الوسيطة تقريباً 60 في المائة من أرباحها من هذا النوع من الاستثمار .

CMO ، REMIC ، والشرائح Strips

المبالغ الضخمة من pass - throughs التي صدرت جعلت سريعاً المضاربين في الأوراق المالية الحكومية يدركون مدى ربحيتها ، ومن ثم ينظمون سوقاً ثانوية (سوف نعرف الكثير عنها لاحقاً) . تكاثر التعامل في هذه السوق بسرعة ، وبحلول عام 1985 ، زاد حجمها عن بورصة أوراق مالية نيويورك NYSE . دعم كثيراً وجود هذه السوق من سيولة pass - throughs وجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين . أنها أصبحت سريعاً استثماراً مقبولاً لدي شركات الأوعية الادخارية والبنوك التجارية . بسبب ضمان

الحكومة ، أصبح استثماراً أكثر أمناً كما هو الحال مع أوراق مالية "الخرانة".
وبسبب حيوية السوق الثانوية أصبح استثماراً على نفس المستوى من السيولة
تقريباً .

ومع ذلك ، كانت pass – throughs أقل شعبية مع شركات
الاستثمار طويل الأجل مثل شركات التأمين على الحياة ، وصناديق
المعاشات ، وذلك بسبب مخاطر التسديد المسبق . يتسلم المشترون لهذا النوع
من الاستثمار حصة من كل إيصالات قروض الرهونات الأساسية في
التجميع التراكمي ، بما في ذلك حصة في التسديدات المسبقة . بسبب مخاطر
التسديد المسبق ، فإن pass – throughs عادة تحمل عائداً أعلى من أوراق
مالية الخزانة المماثلة . لتوسيع الأسواق أمام الأوراق المالية المدعومة
بقروض رهونات ، فقد تحولت الهيئات المصدرة ، وشركات الأوراق المالية
إلى هندسة التمويل financial engineering . تمثلت الفكرة في تجزئة
التدفق النقدي لهذا النوع من الاستثمار ، حتى تكون بعض الأجزاء أقل
تعرضاً لمخاطر التسديد المبكر من الأخرى .

التزام قرض الرهن المضمون (CMO) Collateralized Obligation Mortgage .
في هذه الورقة المالية تجزئ Freddie Mac التدفق النقدي
من حافظة التجميع التراكمي لقروض الرهونات بين أنواع عديدة من
الأوراق المالية التي أصدرتها تسمى " شرائح tranches " . للتبسيط ،
لنفرض أن هناك شريحتين أ ، ب . تحصل الشريحة (أ) على ثلث
تسديدات الفائدة من التجميع التراكمي ، والشريحة (ب) الثلثين . لذلك ، إذا
دفع التجميع التراكمي 12 في المائة فائدة فإن الشريحة (أ) تحصل على 4
في المائة والشريحة (ب) على 8 في المائة . التسديد المسبق للمبلغ
الأصلي والتسديد المسبق من التجميع التراكمي ، بدلاً من يصرف إلى

المستحقين في الحال يذهب إلى صندوق أموال الاسترداد . كل ستة أشهر ، تستخدم Freddie Mac المبالغ المتجمعة في صندوق الاسترداد لإعادة شراء Call بعض أوراق مالية CMO بقيمتها الاسمية . تلك الأوراق المالية المطلوب إعادة شرائها. تسحب. " بالقرعة " ، تبدأ أولاً بالشريحة (أ) . عندما تطلب كل أوراق الشريحة (أ) تبدأ الهيئة الفيدرالية في الشريحة (ب) . لذلك ، الشريحة (أ) مدتها قصيرة ، وتتحمل الكثير من مخاطر السداد المسبق (إعادة الشراء) ؛ الشريحة (ب) مدتها أطول ومخاطر تسديدها المسبق أقل . في الواقع ، يوجد عدد من الشرائح ، لكل منها مدة أطول ، ومخاطر إعادة الشراء أقل .

قناة استثمار فروض برهونات عقارية (REMIC) Real Estate Mortgage Investment . اصطدمت جهود المزيد من تطوير CMO بقوانين الضرائب . تعرض قانون الإصلاح الضريبي 1986 لهذه الصعوبات ، والذي أدى إلى إنشاء آلية جديدة لإعادة هيكلة التدفق النقدي في التجميع التراكمي هي REMIC . لقد وسعت هذه الآلية بصورة ضخمة في الطرق التي تتدفق بها النقدية من وإلى التجميع التراكمي دون تعقيدات ضريبية وأصبح من السهل على مؤسسات مالية عديدة أن تستقر في الأدوات الناتجة. شرائح قرض الرهن . مثال لنوع الأداة التي جعلتها REMIC متاحة . تقسم هذه الأداة التسديدات الواردة إلى محفظة pass – throughs إلى تسديدات الفائدة ، وتسديدات المبلغ الأصلي (بما في ذلك إعادة الشراء) . يتسلم المستثمرون في شرائح الفائدة فقط (10 شرائح) كل تسديدات الفائدة ؛ يتسلم المستثمرون في شرائح المبلغ الأصلي فقط (PO) principal – only strips) كل تسديدات المبلغ الأصلي ، بما في ذلك التسديدات المسبقة .

دعنا نرى كيف نحسب قيمة الشريحة وكيف تتغير هذه القيمة مع أسعار الفائدة .

قيمة الشريحة . أوضحت اللوحة 3 - 1 كيف يتم تقسيم التسديدات على قرض الرهن بين التسديدات لاسترداد المبلغ الأصلي وتسديدات الفائدة . لنفرض أننا جزأنا هذا القرض برهن إلى interest - only (IO) strips شرائح بما يمثل حقوق تسديدات الفائدة ، وأن شريحة PO تمثل حق استرداد المبلغ الأصلي .

إذا لم يكن هناك تسديد مسبق فإن قيمة (V) شريحة PO هي :

$$V_{PO} = \frac{28.61}{(1.01)} + \frac{28.90}{(1.01)^2} + \dots + \frac{1,018.43}{(1.01)^{360}} = \$ 10,197.62$$

وأن قيمة (V) شريحة IO هي

$$V_{IO} = \frac{1,000}{(1.01)} + \frac{997.91}{(1.01)^2} + \dots + \frac{10.18}{(1.01)^{360}} = \$ 89,802.38$$

لاحظ أن تسديدات الفائدة تبدأ كبيرة ثم تتراجع ، بينما تسديدات المبلغ الأصلي تبدأ صغيرة ثم تكبر . نتيجة لذلك ، قيمة شريحة IO أكبر بشكل ملحوظ عن شريحة PO . بالطبع ، يجب أن يساوي إجمالي القيمتين مبلغ قرض الرهن الأساسي 100,000 دولار . حيث أجريت التسديدات ، وتبقى التسديدات الأقل ، فإن قيمة كل شريحة تتناقص . قيمة كل شريحة هي بالضبط القيمة الحالية للتسديدات الباقية .

نتيجة لاختلاف توقيتات تدفق حالتي التسديدات ، فإن الفترة الزمنية لشريحة IO أقصر كثيراً من تلك الخاصة بشريحة PO . تتحول الأولى إلى أقل من 7 سنوات ، والأخيرة 15 سنة .

كيف يؤثر التسديد المسبق على قيم الشريحتين ؟ لنفرض أن قرض الرهن يسدد مسبقاً بعد 60 شهراً . يتوقف تدفق تسديدات الفائدة . ومن ثم ، فإن قيمة شرائح IO ، التي هي القيمة الحالية لتسديدات الفائدة الباقية - لا

يوجد شيء منها الآن - تتراجع إلى الصفر . شريحة PO التي تمثل حقاً على تسديدات المبلغ الأصلي الباقية ، وعلى أي تسديدات مسبقة باقية . لذلك لا يؤثر التسديد المسبق على إجمالي المبلغ الذي يتسلمه مالك شريحة PO . لتسديد قرص الرهن ، يدفع المقترض الرصيد الباقي . يساوي هذا بالضبط إجمالي تسديدات المبلغ الأصلي الباقية . بينما المبلغ لم يتغير ، يدفع الآن مبركراً . بالطبع التبكير هنا أكثر قيمة . لذلك ، نجد أن قيمة شريحة PO ترتفع نتيجة للتسديد المسبق .

تؤسس شرائح IO ، PO الفعلية على التجميع التراكمي - pass throughs ، والذي يتضمن آلاف القروض برهونات . بالتأكيد سوف تدفع نسبة من قروض الرهونات بصورة روتينية مسبقاً شهرياً عندما يبيع الأفراد منازلهم . هذه التسديدات الروتينية المسبقة على مدى حياة قرض الرهن سوف تجعل شريحة PO الواقعية أكثر قيمة من القيمة الحالية البسيطة للتسديدات المسبقة للمبلغ الأصلي التي حسبناها سابقاً ، وسوف تجعل شريحة IO أقل قيمة . في الواقع عادة شرائح IO تصل إلى ثلثي إجمالي القيمة ، وشرائح PO الثلث .

تأثير التغيير في أسعار الفائدة المسبق . قيمة شرائح قرض الرهن تعتبر حساسة لتغيرات أسعار الفائدة . عندما ترتفع أسعار الفائدة ، تهبط قيمة شرائح PO بشدة ، وترتفع قيمة شرائح IO بشدة . دعنا نفترض أن ارتفاع أسعار الفائدة ليس له تأثير على أنماط التسديد المسبق ، وبالتالي ليس له تأثير على تدفق التسديدات المستقبلية . يخفض ارتفاع الأسعار القيمة الحالية لكل التسديدات المتوقعة ، ومن ثم ، تخفيض كلا النوعين من الشرائح . سوف ندعو هذا التأثير تأثير التخفيض .

بالطبع ، افتراضنا بأن التسديد المسبق لا يتأثر بارتفاع أسعار الفائدة افتراض غير واقعي . كما قد رأينا سابقاً ، الارتفاع في أسعار فائدة السوق سوف تجعل المقترضين يبذلون أقصى ما لديهم لتفادي التسديد المسبق . قرض الرهن ذو سعر الفائدة المنخفض ذو قيمة : لماذا تتنازل عنه ؟ ومن ثم سوف تتناقص حالات التسديد المسبق.

بالنسبة لشريحة PO ، يعني ذلك أن تسديدات المبلغ الأصلي سوف يتم استلامها أكثر تأخيراً مما هو متوقع . يخفض هذا مع قيمة شريحة PO . بالنسبة لشرائح IO ، لأن القليل من قروض الرهونات سوف تدفع مسبقاً ، فإن تسديدات الفائدة المستقبلية سوف تكون أعلى مما هو متوقع . يزيد هذا من قيمة شرائح IO . نطلق على هذا تأثير التسديد المسبق نتيجة التغير في سعر الفائدة . عندما يرتفع سعر الفائدة ، فإن تأثير التسديد المسبق يخفض قيمة شرائح PO ، ويرفع قيمة شرائح IO .

الآن لنأخذ التأثيرين معاً . بالنسبة لشريحة PO ، تأثير التسديد المسبق " يدعم " تأثير التخفيض ، وتهبط قيمته بشدة . ارتفاع 1 في المائة في أسعار فائدة السوق ، يمكن أن يخفض قيمة شريحة PO بما يقرب من 60 في المائة . يجعل هذا حساسية قيمة شريحة PO إلى أسعار الفائدة تقريباً نفس التأثير على ورقة مالية تقليدية ذات فترة استحقاق 60 سنة .

بالنسبة لشريحة IO يعوض تأثير التسديد المسبق تأثير التخفيض . في الواقع ، يكون التعويض كبيراً إلى حد أن قيمة شريحة IO ترتفع فعلياً مع ارتفاع أسعار الفائدة . إن ارتفاع 1 في المائة في أسعار فائدة السوق ، يمكن أن يزيد في قيمة شريحة IO بما يقرب من 30 في المائة . يجعل هذا حساسية قيمة شريحة IO إلى أسعار الفائدة على نفس مستوى حساسية تلك الورقة المالية مع فترة زمنية سلبية - 30 سنة ؛ أن مثل هذا الشيء ممكناً .

هبوط أسعار فائدة السوق له تأثير عكسي . يرفع " تأثير التخفيض " قيمة كلا النوعين . يرفع " تأثير التسديد المسبق " قيمة شرائح PO ، ويخفض قيمة شرائح IO . إجمالاً ، قيمة شرائح PO ترتفع ، وقيمة شرائح IO تخفض .

أقصى درجات الحساسية لأسعار الفائدة تجعل الشرائح آلية تغطية جذابة . تستطيع الشركات الاستثمارية طويلة الأجل ، مثل صناديق المعاشات تغطية تملك الأصول قصيرة الأجل الجذابة باحتجاز شرائح PO ؛ والمستثمرون ذوو الأجل القصير مثل البنوك تستطيع تملك أصول طويلة الأجل وتغطيها باحتجاز بعض شرائح IO .

أيضاً تجعل درجات حساسية الشرائح المفرطة لأسعار الفائدة ، منها خطورة في حالة احتجازها دون تغطية . اكتشفت هذا شركة Merrill Lynch ، المضاربة بنشاط في الشرائح . في أبريل 1987 ، كانت تحتجز Merrill كمية ضخمة من شرائح PO غير المغطاة ، عندما ارتفعت فجأة الأسعار طويلة الأجل . على الرغم من أن الشركة لم تعترف أبداً بحجم خسارتها ، قدرها البعض بأنها تزيد على 300 مليون دولار . مع الشرائح من السهل أن تخسر عند الهبوط في أسعار الفائدة . في مارس 1993 ، أعلنت شركة Salomon أنها خسرت 250 مليون دولار على شرائح IO غير مغطاة ، عندما ارتفعت أسعار الفائدة بشدة . خسائر بهذا الحجم تدعو إلى الدوار ، حتى بمعايير Wall Street .

على الرغم من هذه المشكلات ، فإن شرائح قروض الرهونات ، قد كانت ناجحة بدرجة كبيرة . قد أوصل نجاحها شركات الأوراق المالية إلى حالة الازدهار ، بل وابتكار أدوات مثيلة تستند إلى أنواع أخرى من الأوراق المالية ، كما سوف نرى في الفصل الرابع .

تنظيم السوق من أجل الأوراق المالية

التي تدعمها قروض الرهونات

الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية التي تدعمها قروض الرهونات تباع عادة آجلة ، شهور عديدة قبل أن تسلم بالفعل . إنها تباع على أساس الإعلان عنها . بينما يكون سعر الكوبون ، نوع الورقة المالية ، وشهر التسوية محدداً ، فإن التفاصيل التقنية مثل عدد التجمعات التراكمية تترك دون تحديد . تستوفي هذه التفاصيل فيما بعد عندما تصبح المعلومات متاحة .

يشبه تنظيم السوق الثانوية إلى حد كبير ذلك الخاص بالأوراق المالية الحكومية ، بل ويرتبط به عن قرب . يشارك الكثير من نفس السماسرة والمضاربين في كلتا السوقين . كما هو الحال في سوق الأوراق المالية الحكومية ، يوجد سوق داخلي بواسطة سماسرة ما بين المضاربين . حجم التعامل ليس بالضخامة التي في الأسواق الحكومية ، ولكنه لا يزال ضخماً . في عام 2000 ، كان متوسط حجم التعامل اليومي 25 بليون دولار في سوق ما بين المضاربين ، وحوالي 44 بليون دولار أخرى مع آخرين .

يوجد أيضاً RP وعكس RP - pass ، بالضبط كما هي في أوراق مالية بالخزانة . توجد مشكلة محتملة مع RP التجميعات التراكمية ، لأنه على خلاف أوراق مالية الخزانة ، فإنها غير متجانسة إلى حد بعيد : تختلف الإصدارات في حجمها ، خصائص التسديد المسبق ، والتوزيع الجغرافي . للتغلب على هذه المشكلة ، فإن RP مع التجميعات التراكمية لقروض الرهونات ، لا تتطلب كما هو الحال مع RP العادية - إعادة الورقة المالية الأصلية . بدلاً من ذلك يسمح الاتفاق إعادة أوراق مالية أقرب ما تكون في طبيعتها إلى الأوراق الأصلية .

توضع الخطوط الإرشادية للتعامل ، للتسوية ، وللمقاصة عن طريق " الجمعية العامة للأوراق المالية " ، تتشكل الجمعية من 300 عضو تمثلون البنوك ، المضاربين ، والسامسة المتعاملين في أسواق الأوراق المالية الفيدرالية ، و البلديات ، والمدعمة بقروض الرهونات . أوراق مالية Fannie Mae , Freddie Mac في شكل إدخال في سجلات إلكترونية عبر Fedwire . لذلك تتم التسويات عن طريق Fedwire كما هو الحال مع أوراق مالية الخزانة .

فوائد تبني منهج الأوراق المالية

من الواضح أن تبني منهج أوراق مالية قروض الرهونات قد كان له فوائد لافتة . إن ممارسة الفصل بين تمويل قروض الرهونات ، وبين إنشائها وخدمتها قد قلل من إمكانية تعرض النظام إلى مخاطر أسعار الفائدة .

قد خفض منهج الأوراق المالية أيضاً من عدم الكفاءة التي تنتج من تجزئة النظام المالي إلى شظايا متناثرة . قد أوجدت السوق الثانوية للرهونات تكاملاً في الإقراض برهونات في نفس طريقة التكامل التي أوجدتها سوق المال في الإقراض التجاري . يستطيع الآن المقرضون بالرهونات المحتملون ، بالأموال الإضافية شراء pass - thoughts ، استناداً إلى قروض برهونات على المستوى القومي . تحسن pass - throughs أيضاً من سيولة المقرضين ، إذا كانت هناك حاجة إلى النقدية ، فإن الحصص في التجميع التراكمي لقروض الرهونات على خلاف قروض الرهونات العادية قد تباع أو تخضع لعملية RP .

قد حسن تبني منهج الأوراق المالية المدعمة بقروض رهونات التكامل بطرق أخرى أيضاً . قد أعطى هذا المنهج المقرضين برهونات

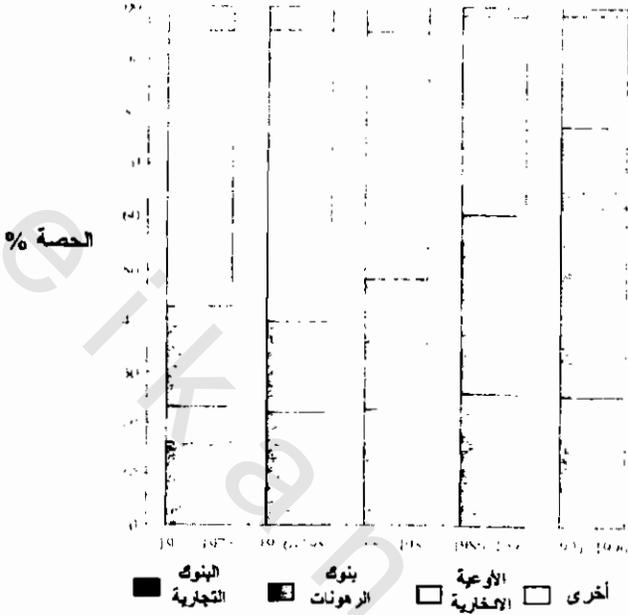
سهولة إمكانية الوصول إلى سوق رأس المال القومي . من قبل ، تم فصل سوق الرهونات من سوق رأس المال . نتيجة لذلك ، يمكن أن تكون أسعار قروض الرهونات أعلى بـ صور ملحوظة من إصدارات الدين الأخرى طويلة الأجل . اليوم ، تتحرك أسعار قروض الرهونات إلى مسافة أقرب كثيراً إلى أسعار سوق رأس المال .

سوق قروض الرهونات اليوم *The Mortgage Market Today*

أحدث منهج تبني الأوراق المالية تحولاً في سوق الرهونات . في نهاية عام 2000 ، ما يقرب من 60 في المائة من 5 تريليون دولار قروض برهونات منازل لم تسدد كانت في التجميع التراكمي لقروض الرهونات ، بل مع توقع نسبة أعلى في قروض الرهونات الجديدة . توضح اللوحة 3 - 5 كيف تغير نمط تنظيم قروض الرهونات . لقد نمت حصة سوق بنوك قروض الرهونات بصورة متواصلة لتحل محل حصة سوق المؤسسات الإذخارية المنهارة .

اللوحة 3 - 5

حصة منظمات قروض رهونات بناء المنازل التي تقدمها مؤسسات مالية مختلفة



سماسرة قروض الرهونات والانترنت

نتيجة لتبني منهج الأوراق المالية في قروض الرهونات ، قد تغير تنظيم السوق جذرياً . أقل من نصف قروض رهونات اليوم تتشئها البنوك وشركات الأوعية الادخارية المحلية . تتشئ الباقي بنوك الرهونات ، شركات التمويل والبنوك عن بعد . أصبح المقرضون عن بعد قادرين على إنشاء قروض رهونات بسبب إعادة ظهور سماسرة قروض الرهونات ، منذ أواخر عقد الثمانينيات (1980) . يوجد اليوم حوالي 30,000 سمسار قروض رهونات الذين يوفقون بين المقترضين والمقرضين مقابل أتعاب (عادة 1 في المائة من قيمة القرض) . الكثير منهم وكلاء عقارات ، وتنمية إسكان ،

وكثيرون آخرون سمسرة متخصصون . لا توجد إحصائيات متوفرة وموثقة، ولكن يرتب السمسرة حوالي 50 في المائة من كل قروض بناء المساكن .

نمو سمسرة قروض الرهونات قد تم تسهيلها إلى حد كبير بواسطة "الانترنت" . منذ البداية ، استغل السمسرة شاشات الكمبيوتر للوصول إلى أحسن الأسعار التي تقدمها مجموعة مختارة من منشيء قروض الرهونات . ثم في أواسط عقد التسعينيات (1990) جعلت Fannie Mae وأيضاً Freddie Mac أنظمتها الإلكترونية متاحة لضمان الاككتاب Online . بعد أن يدخل السمسار البيانات الأساسية عن المقترض والعقار ، يسحب النظام معلومات الهيئة الائتمانية ، ويستخدم نتائج الفحص لتوقع احتمالات التوقف عن التسديد . في خلال دقائق تعلن إذا ما كان قرض الرهن مقبولاً للشراء لدي هيئات قروض الرهونات . مع إتاحة النتائج للسمسار ، يصبح واقفاً على أرض صلبة في العثور على منشيء القرض وبأسعار تنافسية .

الأكثر حداثة ، يوجد الآن انفجار في أعمال السمسرة عبر الانترنت. قد ذهب الكثير من السمسرة القائمين online لتقديم خدماتهم على المستوى القومي . لقد لحق بهم عدد من مواقع Web مثل Homeshark و E-Loan ، وقد دخلت أيضاً دائرة العمل Microsoft وأيضاً Quicken . يوجد الآن أكثر من 100 موقع Web للقروض برهونات . السمسرة عبر online تنافسية جداً . تتقاضى شركتا Quicken E-Loan أتعاب سمسرة 37.5 كأساس نقاط مقابل 1 في المائة المعتادة للسمسرة التقليديين . في عام 2000، أكثر من 15 في المائة من قروض الرهونات الجديدة كانت تنشأ عبر online ، وحوالي 2 في المائة (إجمالي 20 بليون دولار) كانت تتم تسويتها عملياً online

قد أدى التغيير في تنظيم السوق من محلي إلى قومي والزيادة الناتجة في المنافسة إلى تركيز متنامي على إنشاء القروض . في عام 1999 ، وصلت حصة أكبر 25 شركة منشئة لقروض الرهونات إلى 57 في المائة من إجمالي هذه القروض ، كانت منذ عقد 26 في المائة . حققت أكبر 10 شركات 39 في المائة . يرجع بعض هذا التركيز المتزايد إلى التوحد بين كل من البنوك التجارية وبنوك قروض الرهونات حيث قد سعت إلى اقتناص اقتصاديات الحجم .

الدور المثير للجدل التي تقوم به

هيئات قروض الرهونات الحكومية

تسيطر الهيئات الممولة حكومياً والمنتقبة حكومياً ، وخاصة ، Fannie ، Freddie على السوق الثانوية . ومع ذلك ، لعبت شركات القطاع الخاص دوراً محورياً أيضاً . لقد أنشأت CMO والشرائح ، وقدمت ضماناً موازياً للضمان الحكومي pass – through . لقد قادوا الطريق أيضاً في تبني منهج الأوراق التجارية في قروض الرهونات ARM ، وقروض حقوق ملكية القطاع الأسري (قروض رهونات السوق الثانوية) . الأكثر من هذا تقبل الهيئات الحكومية قروض برهونات فقط حتى قيمة قصوى محددة - 275,000 دولار في عام 2001 . قد كانت المؤسسات الخاصة نشيطة في عرض حزم للقروض برهونات تزيد على هذا الحد - من خلال pass - through though القطاع الخاص ، أو استخدامها ضماناً لسندات القطاع الخاص المدعومة بقروض الرهونات . كانت نشيطة أيضاً في تبني منهج الأوراق المالية في قروض الرهونات التجارية وغير المنزلية . ومع ذلك ، على الرغم من كل هذا النشاط في القطاع الخاص ، لا تزال الهيئات الحكومية

تحظى بنسبة 72 في المائة من تبني الأوراق المالية في كل قروض الرهونات في عام 2000 ، ونسبة 82 في تبني الأوراق المالية في قروض الرهونات المنزلية .

أسباب هذه الهيمنة ، أن الهيئات الحكومية تتمتع بمزايا تنافسية قوية عديدة . على خلاف المؤسسات الخاصة ، إنها معفاة من الضرائب المحلية والقومية ، وغير مطلوب منها تسجيل أوراقها المالية مع SEC (لذلك وفرت 1 بليون دولار في عام 1999) . لقد خفضت النسب الرأسمالية المطلوبة من المؤسسات = العامة أكثر من المؤسسات الخاصة ، وتحصل على مزايا ائتمان بما قيمته 8.5 مليون دولار كخط طوارئ من الخزنة .

على الرغم من أن أوراقها المالية لم تكن مدعمة بالنقمة والائتمان الكاملين " من الحكومة الفيدرالية فإن السوق يفترض وجود ضمان ضمني . أسعار اقتراضهما تقترب تماماً من أسعار الخزنة . خفض هذا من تكاليف اقتراضهما بما يقدر بمبلغ 6.5 بليون دولار في عام 1995 . يستفيد المقترضون بالرهونات من نصف هذه المزايا في صورة أسعار مخفضة ، ويذهب الباقي إلى النتائج النهائية لأعمال الهيئتين .

نتيجة لهذه المزايا ، قد حقق العائد على حقوق الملكية كمتوسط في السنوات الأخيرة نسبة صحيحة جداً وصلت إلى 24 في المائة . يضاف إلى هذا أن مزايا الهيئتين قد ذهبت إلى أفراد الجمهور العام . على الرغم من أن Fannie Mae and Freddie Mac قد أنشأتها الحكومة الفيدرالية ، فإنهما شركتان تتاجران بصفة عامة ، وأسمهما يحملها مستثمرو القطاع الخاص أفراداً أو مؤسسات .

قد كانت هناك دعوات متكررة لخصصت هاتين الهيئتين ، وفصلهما بالكامل من الحكومة الفيدرالية . تتمثل الفكرة في إنهاء منافستهما

غير العادلة مع المؤسسات الخاصة ، وإنهاء تعرض دافعي الضرائب إلى خسائرهم المحتملة . لم تجد هذه الدعوات آذاناً صاغية حتى الآن بسبب " اللوبي " الناجح من هاتين الهيئتين ذاتهما .

أسواق قروض الرهونات في البلدان الأخرى *Mortgage Markets In Other Countries*

يختلف الإقراض برهونات على الممتلكات السكنية اختلافاً واسعاً عبر البلدان المختلفة . في U.S. ، قيمة هذه القروض التي لم تسدد في عام 1998 تساوي 53 من إجمالي الناتج المحلي . في الاتحاد الأوربي تساوي فقط 36 في المائة . ومع ذلك ، يوجد تباين كبير بين البلدان الأوربية . في الدانمرك النسبة أعلى ، 70 في المائة ، في فرنسا فقط 20 في المائة ، وفي كل من إيطاليا ، النمسا ، واليونان أقل من 10 في المائة .

تعزي هذه الاختلافات في أحد أسبابها إلى اختلاف في البيئة القانونية. في القارة الأوربية ، وخاصة في الجنوب ، حبس الرهونات العقارية صعب ومبدد للوقت . يجعل هذا الإقراض برهونات عقارية أقل جاذبية ، ومن ثم أقل إتاحة . المقرضون ، حماية لأنفسهم يطلبون تسديدات مقدمة تصل إلى 40 في المائة . في المقابل ، في بريطانيا ، حيث حبس العقار سهل ، فإن القروض برهونات متاحة بسهولة ، والتسديدات المسبقة تتراوح ما بين صفر - 5 في المائة .

أيضاً جاذبية تملك منزل مقارنة بتأجيره أيضاً تختلف من بلد إلى آخر . في بعض البلدان ، تجعل المزايا الضريبية السخية تملك منزل أكثر جاذبية . توفر U.S. المزايا الضريبية الأكثر سخاء . على الجانب الآخر ،

في كل من النمسا وكندا ؛ لا مزايا ضريبية . يمكن أن تجعل الضرائب على بيع العقار ، ملكية العقار أقل جاذبية من تأجيره . في U.S. الضريبة نمطياً 1.5 في المائة ، ولكنها أعلى كثيراً في القارة الأوروبية . في بلجيكا يوجد أعلى سعر ضريبي على بيع العقار ، 17 في المائة .

لذلك ، تختلف أسعار ملكية المنازل اختلافاً كبيراً من بلد إلى آخر . في U.S. ، بريطانيا ، كندا واليابان تتراوح ما بين 60 - 70 في المائة ، ولكنها ما بين 40 - 60 في المائة في القارة الأوروبية (في سويسرا فقط 30 في المائة)

في كثير من البلدان الأوروبية ، الحكومات أكبر مورد للإسكان التاجيري . في هولندا يشكل الإسكان الحكومي حوالي 40 في المائة من الإجمالي . الإسكان التاجيري الخاص أكبر في ألمانيا ، ولكنه ضخم جداً في U.S.

الإقراض برهونات عقارية عن طريق البنوك وشركات

الأوعية الإذخارية Thrifts

في معظم البلدان قد كان الإقراض برهونات عقارية يرتب دائماً عن طريق البنوك وشركات الأوعية الإذخارية . بصفة عامة ، كان أداء هذا التنظيم أفضل كثيراً عنه في U.S. بسبب غياب القيود الجغرافية على التفريع branching . لأن المؤسسات المقرضة في معظم البلدان تستطيع التفريع على المستوى القومي ، فإنها تستطيع تحريك الأموال من المناطق الأقل طلباً إلى المناطق الأعلى طلباً ، وتحفظ بالأسعار الرسمية لقروض الرهونات موحدة عبر البلد ككل . الأكثر من هذا ، حيث أنها كبيرة ،

وتتووعها أفضل ، فقد كانت هذه المؤسسات أقل تعرضها للكساد في مناطق معينة .

بالطبع ، تبقى مسألة مخاطر أسعار الفائدة . في أوروبا ، تتناول البنوك هذه المسألة عادة عن طريق الإقراض بأسعار قابلة للتعديل . في الاتحاد الأوروبي تشكل أسعار قروض الرهونات القابلة للتعديل حوالي 70 في المائة من الإجمالي . بصفة عامة ، حيث الإقراض بأسعار ثابتة ، توجد جزاءات التسديد المسبق الثقيل . على سبيل المثال ، تقريباً ، مليون إيطالي ممثلين لأسرهم حصلوا على قروض برهونات عقاراتهم في أواخر الثمانينيات بسعر ما بين 12 - 14 في المائة . ولكن بسبب جزاء التسديد المسبق 20 في المائة من قيمة القرض ، قد كانوا غير قادرين على إعادة التمويل ، عندما هبطت أسعار الفائدة نتيجة لذلك .

في بعض البلدان الأوروبية ، وفي اليابان تجري البنوك إقراضها برهونات عقارية من خلال شركات تابعة خاصة للرهونات العقارية ، والتي تعتمد على خصومات طويلة الأجل . هذه الشركات التابعة كانت ذات أهمية خاصة في كل من ألمانيا ، الدانمرك ، والسويد . إنها تمول محافظها المالية الخاصة بقروض الرهونات العقارية بإصدار سندات مدعمة بقروض رهنية طويلة الأجل .

في اليابان ، تدعم الحكومة برنامج قروض الرهونات العقارية ، بنسبة تصل إلى 40 في المائة من إجمالي القروض برهونات عقارية . تشتري هيئة قرض الإسكان الحكومي القروض برهونات عقارية التي أنشأتها شركات بنك تمويل الإسكان . أنها تمول أساساً عن طريق بنوك مكاتب البريد الإذخارية .

تَبني منهج الأوراق المالية والأسواق الثانوية

كان تبني منهج الأوراق المالية بطيئاً خارج U.S. . بينما أكثر من نصف القروض برهونات على الممتلكات السكنية خضعت لمنهج الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية ، فإن النسبة كانت 1 في المائة فقط في الاتحاد الأوروبي . كانت الأسواق الحقيقية فقط في بريطانيا ، وفي هولندا ، وحتى في بريطانيا كانت النسبة 3 في المائة فقط قروض الرهونات على الممتلكات السكنية التي خضعت لمنهج الأوراق المالية .

في كثير من البلدان ، كانت الحاجة إلى تبني منهج الأوراق المالية أقل ضغطاً لأن الإقراض التقليدي القائم على الـ ١٠ هونات العقارية عن طريق البنوك وشركات الأوعية الإذخارية كانت تعمل بصورة أفضل منها في U.S. . في بلدان أخرى ، يعمل الإقراض التقليدي بكفاءة أقل ، ولكن توجد عقبات ضريبية وقانونية أمام تبني منهج الأوراق المالية . إحدى هذه العقبات تتمثل في أن قواعد الاتحاد الأوروبي تمنع الدولة العضو من إنشاء مؤسسات تدعمها الحكومة على أساس نموذج Freddie و Fannie .

يعتبر سوق السندات المدعمة بقروض رهونات على الممتلكات العقارية إلى حد ما ، بديلاً لتبني منهج الأوراق المالية . كما هو الحال مع منهج الأوراق المالية ، فإنه يوفر تمويلاً طويلاً للأجل لقروض الرهونات على الممتلكات العقارية ، وإنه يعمل على تكامل سوق قروض الرهونات العقارية مع سوق رأس المال . تمول السندات المدعمة بقروض رهونات على الممتلكات العقارية حول 19 في المائة من الإقراض برهونات عقارية في الاتحاد الأوروبي ، مع نسب مئوية أعلى في ألمانيا ، الدانمرك والسويد .

التلخيص

- أداة قروض الرهونات العقارية الأساسية في U.S. التي أنشئت في الثلاثينيات (1930) ، طويلة الأجل وذات أسعار ثابتة ، ومستهلكة على فترات دورية . يتقاضى المقرضون ، غالباً نقطاً على قروض الرهونات ، والتي تزيد EAR إذا سددت القروض مسبقاً .
- تؤمن قروض الرهونات بحق حبس الرهونات . إنها غالباً تكون ذات قيمة أعلى من القرض ؛ يجب أن يمّول المقرض جزء من شراء العقار (المنزل) من خلال المبلغ الذي يدفع مقدماً (العربون) . أحياناً تؤمن إحدى شركات التأمين العقار المرهون حماية للمقرض .
- تهيمن شركات الأوعية الإذخارية والبنوك على سوق قروض الرهونات في U.S. ، والتي كانت تعاني من مشكلتين . إنها كانت مفتتة إلى شظايا متناثرة بسبب القيود الجغرافية على المقرضين . وشركات الأوعية الإذخارية بسبب تخصصها الدقيق جداً في إقراض برهونات عقارية ، والفترة الزمنية للقرض غير الموائمة ، كانت عرضة إلى حد كبير إلى مخاطر أسعار الفائدة .
- منذ كارثة S&L ، تحولت المؤسسات الإيداعية في معظمها إلى قروض برهونات عقارية ذات أسعار قابلة للتعديل . بينما لا تزال تنشئ قروضاً برهونات عقارية ذات أسعار ثابتة ، فإنها تبيعها الآن في السوق الثانوية بدلاً من الاحتفاظ بها بأنفسها .
- بعد الحرب العالمية الثانية بدأت الحكومة الفيدرالية تأمين قروض الرهونات العقارية ، وتشتري هذه القروض بأموال تجمعها من السندات التي تصدرها لهذا الغرض . كانت القروض المؤمنة تشتري هذه أيضاً بواسطة شركات التأمين وبنوك الادخار التبادلي .

- سرعان ما هيمنت بنوك القروض برهونات عقارية على سوق هذه القروض المؤمنة حيث كانت بنوك القروض أكثر كفاءة وأقل تقييداً من المؤسسات الإيداعية .
- عندما أظهرت السوق الموازية للقروض برهونات عقارية علامات الموت البطيئ في أواخر عقد الستينيات (1960) بسبب تدهور إمكانية إتاحة الرهونات المؤمنة ، ساعدت الحكومة على إنشاء سوق للأوراق المالية المدعومة بقروض الرهونات العقارية.
- الأداة الأساسية هي pass - through والتي تمثل حصة في ملكية التجميع التراكمي لقروض الرهونات العقارية . تطورت بسرعة سوق ثانوية لهذا النوع من القروض ، وأصبحت هذه السوق واحدة من أكبر الأسواق المالية . يوازي تنظيمها سوق الأوراق المالية الحكومية .
- قد خلقت الهندسة المالية أدوات متنوعة لتجزئة التدفق النقدي من pass - throughs . ، أصدرت CMOs في شرائح مختلفة مع حساسية مختلفة لمخاطر التسديد المسبق . جزأت شرائح IO وشرائح PO تدفق التسديدات إلى مكونات الفائدة والمبلغ الأصلي .
- مع شرائح PO يجتمع تأثير التخفيض مع تأثير التسديد المسبق من تغير أسعار فائدة السوق لإعطائها فترة زمنية فعالة طويلة جداً . مع شرائح IO تعمل التأثيرات كل منهما ضد الآخر . ولكن تأثير التسديد المسبق تكون له الهيمنة . النتيجة أن قيمة شرائح IO تسير في نفس الاتجاه الذي تسير فيه أسعار الفائدة ، بدلاً من العكس كما هو الحال في الأوراق المالية .

- كان هناك بعض الدعوات حول خصخصة السوق الثانوية ، ولكن تبقى الحكومة الفيدرالية منخرطة بشدة في القروض برهونات العقارات المنزلية .
- تبني منهج الأوراق المالية ، عن طريق الفصل بين التمويل والتنظيم قد حسن تكامل النظام المالي ، وقلل من إمكانية تعرضه لمخاطر أسعار الفائدة ، لقد أحدث أيضاً تكاملاً بين الإقراض برهونات عقارية وبين سوق السندات .
- الكثير من الإقراض برهونات عقارية يرتبها الآن سمسرة قروض الرهونات العقارية ، مع مزيد من استخدام الانترنت . أدى هذا إلى التركيز المتزايد على إنشاء القروض .
- يختلف التوسع في الإقراض برهونات عقارية بصورة كبيرة عبر البلدان المختلفة طبقاً للاختلافات في قوانين حبس الرهونات ، قوانين الضرائب ، وملكية المنازل . في معظم البلدان يجري ترتيب قروض الرهونات العقارية البنوك وشركات الأوعية الادخارية ، ولكن مع مشكلات أقل مما هي موجودة في U.S. بسبب قلة حالات التفتيت إلى شظايا متناثرة ؛ أسعار القروض القابلة للتعديل هي القاعدة . في بعض البلدان تصدر المؤسسات المالية الخاصة السندات لتمويل القروض برهونات عقارية ذات السعر الثابت ، طويلة الأجل . كان تبني منهج الأوراق المالية في قروض الرهونات العقارية بطئياً في الانتشار خارج U.S. .

أسئلة للمناقشة

1- إنك تشتري منزلاً ، لتمويل الشراء ، تقدمت لطلب قرض 50,000 دولار برهن المنزل مدته 30 سنة وبسعر 10.5 في المائة سنوياً من مصرفك المحلي .

(أ) ما سعر الفائدة السنوي الفعلي ؟ ما السعر للفائدة المركبة طول الفترة ؟ وما تسديداتك الشهرية ؟

(ب) لنفرض أن البنك يتقاضى منك نقطتين على قرض الرهن . كما سوف يقرضك البنك بالفعل ؟ ماذا سوف يكون سعر الفائدة الفعلي ؟ التسديد الشهري ؟

قد مرت عشر سنوات منذ حصولك على القرض . قد هبطت أسعار الفائدة على قروض الرهونات العقارية الجديدة إلى 8 في المائة، وأنت تفكر في إعادة التمويل .

(ج) كم سوف تظل مديناً للقرض برهونات المنزل .

(د) لنفرض أن البنك يتقاضى نقطتين على القرض برهونات الجديد، وأنك تستطيع الحصول على قرض مماثل ولكن مدته 20 سنة . ماذا سوف يكون تسديدك الجديد ؟ ما مكسبك ؟ هل تفكر في إعادة التمويل ؟

2- ناقش دور التدخل الحكومي في سوق القروض برهونات عقارية . هل كان تدخل الحكومة مفيداً ؟

3- لماذا تدفع تسديدات قروض الرهونات العقارية مسبقاً ؟ ولماذا ولمن هذه مشكلة ؟ كيف تتناول سوق قروض الرهونات العقارية هذه المشكلة ؟

* - النظم المالية والتمويلية ، الفصل الثالث [دار الفجر للنشر والتوزيع ، القاهرة] ، 2007 لمعرفة المزيد عن أسباب التدخل الحكومي في الأسواق المالية عامة .

4- ما المزايا والعيوب النسبية لقروض الرهونات العقارية ذات السعر الثابت والسعر القابل للتعديل من وجهة نظر المقرض ؟ من وجهة نظر

البنك ؟ من وجهة نظر السوق الثانوية ؟

5- لتوضيح شرائح IO وشرائح PO ، ادرس قرض رهن عقاري مدته 4 سنوات ذات سعر ثابت مع تسديدات سنوية (يعني هذا أن القرض يسدد على أربعة تسديدات سنوية متساوية)

(أ) بالنسبة لسعر فائدة 10 في المائة ، ولقرض مبلغه 100,000 دولار ، احسب حجم التسديدات وجذئه إلى تسديدات فائدة وتسديدات أصل القرض .

(ب) ماذا سوف تكون عليه شريحة IO وشريحة PO استناداً إلى هذا القرض ؟

(ج) لنفرض أن لديك شرائح IO استناداً إلى تجميع تراكمي ضخم لمثل هذا النوع من القروض ، وأنه بعد إصدار الأوراق المالية الخاصة به بيوم واحد هبطت أسعار فائدة السوق إلى 9 في المائة . نصف قيمة القرض تسدد مسبقاً . ما التغيير الذي يحدث في قيمة شرائح IO ؟

(د) طبقاً للظروف السابقة في (ج) ما التغيير الذي يحدث في شرائح PO ؟

BIBLIOGRAPHY

- Beckett, Sean. "The Prepayment Risk of Mortgage-Backed Securities " *Economic Review of the Federal Reserve Bank of Kansas City*, February 1989, 43-57
- Boemo, Thomas R. and Gerald A. Edwards "Asset Securitization: A Supervisory Perspective " *Federal Reserve Bulletin*, October 1989
- Hardt, Judith, and David Manning. *European Mortgage Markets: Structure, Funding and Future Development* Paris OECD, June 2000
- Marcus, Alan J., and Arnold Kling "Interest-Only Principal-Only Mortgage-Backed Strips: A

- Valuation and Risk Analysis " Working paper no 2340, National Bureau of Economic Research, August 1987
- Roche, Ellen P. "Leans Around the World " *Secondary Mortgage Markets: A Freddie Mac Quarterly* 14 no. 1 (April 1997)
- Sellon, Gordon H. Jr. and Deana Van Nahmen "The Securitization of Housing Finance " *Economic Review of the Federal Reserve Bank of Kansas*

المراجع