

## اقتصاد حباب‌های بازار مسکن

بحران مسکن آمریکا: یک مورد از شکست دولت

مارک تورنتون

ویرایش از بنجامین پاول و هول کومب

ترجمه: محمدرضا فرهادی پور (<http://www.Farhady.com>)، عطیه همدانی

هیچ چیز به اندازه حباب بازار مسکن، شکست دولت و بحران مسکن را توضیح نمی‌دهد. سیاست‌های دولت قمیت مسکن را بسیار فراتر از دسترسی اقتصادی خریدارانی قرارداده است که می‌خواهند برای اولین بار خانه بخرند. اما همانطور که نرخ‌های بهره افزایش یافت و قیمت‌های مسکن کاهش، خریداران متوجه سرمایه‌گذاری بد خود شدند که نمی‌توانستند برای مدت طولانی آن را تحمل کنند. آنچه با تلاش دولت برای بهبود چشم‌انداز مالکیت مسکن از طریق اجرای سیاست "پول آسان" شروع شد نتایج پیشبینی نشده و ناخواسته‌ای داشت که باعث می‌شود خیلی از آمریکایی‌ها برای بقیه دوران زندگی‌شان از لحاظ اقتصادی دچار مشکل شوند. (سیاست پول آسان توسط بانک مرکزی- فدرال رزرو- اجرا می‌شود که براساس آن نرخ‌های بهره کاهش و عرضه پول افزایش یافته است و آخذ اعتبار (یعنی وام) آسانتر شده و شامل سازمان‌های اعتباری دولتی مانند فانی می (Fannie Mae) و فردی مک (Freddie Mac) می‌باشد که گرفتن وام‌های رهنی مسکن را آسان‌تر می‌کنند.)

در زمان تشکیل حباب بازار مسکن، مالکان مسکن به ویژه مالکان جدید که در مرحله اوج حباب بازار مسکن، اقدام به خرید مسکن می‌کنند؛ متضرر می‌شوند. این زیان به دلیل وجود بیکاری به نیروی کار و باعث کاهش ارزش سرمایه صاحبان سرمایه، به‌ویژه در صنایع مربوط به مسکن می‌شود. حباب بازار مسکن در سطح اقتصاد کلان، باعث ایجاد رکود و کساد در کل اقتصاد می‌شود. تاثیر حباب بازار مسکن بر روی ساخت‌وساز، مصالح و مبلمان نمودن مسکن، خرید و فروش املاک و تجارت‌های رهنی پدیدار می‌شود.

علاوه بر موارد فوق، مردم از آثار روانی این موضوع نیز آسیب می‌بینند. قبل از ایجاد حباب در بازار مسکن، اکثر افراد ناشی از تصمیم موفقیت آمیزشان مطمئن، شاد و دارای اعتماد به نفس بودند اما وقتی حباب در بازار مسکن ظاهر می‌شود، ناامید می‌شوند و اعتماد به نفسشان را در تصمیم‌گیری از دست می‌دهند. در واقع، آنها اعتماد خود به سیستم را از دست می‌دهند یعنی اعتماد خود به سیستم سرمایه‌داری را از دست می‌دهند و نسبت به سیاست‌های اصلاحات جدید که ساختار و امنیت استقلال و آزادی سیاسی آنها را تغییر می‌دهد بدبین و مظنون می‌شوند.

به همین دلیل، ملت‌های زیادی آزادی‌هایشان را در تغییر برای امنیت از دست می‌دهند. به دلیل آشوب اقتصادی، روسیه تسلیم کمونیسم و آلمان تسلیم سوسیالیسم ملی شدند. در امریکای قرن بیستم، بحران‌های اقتصادی

توجهی برای پذیرش اصلاحاتی مانند ایجاد بانک مرکزی (یعنی فدرال رزرو)، برنامه اقتصاد "منشور جدید" فرانکلین روزولت، جنگ سرد و حتی اسکناس بی‌پشتوانه در اوایل دهه هفتاد بود. ترس از تروریسم بعد از حادثه ۱۱ سپتامبر نیز منجر به انتقال بیش از اندازه قدرت به دولت به قیمت محدودیت آزادی‌های فردی شد.

دلیل اینکه بحران‌های اقتصادی باعث ترس و ازدست‌دادن آزادی می‌شوند این است که مردم عموماً نمی‌دانند چه چیزی باعث ورشکستگی و بروز بحران اقتصادی می‌شود و معمولاً نمی‌دانند که از ابتدا یک حباب در بازار وجود داشته است. در واقع زمانیکه حباب در بازار اتفاق می‌افتد مردم تکذیب می‌کنند که مشکلی وجود دارد و معتقدند که شرایط به حالت عادی برخواهد گشت. اغلب شهروندان خیلی کم در مورد اینکه چه چیزی باعث عملکرد خوب اقتصاد می‌شود فکر می‌کنند اما به‌سادگی سیستمی موجود را می‌پذیرند و برای بهتر شدن آن تلاش می‌کنند.

هدف این مقاله این است که نشان دهد که "سیستم" چگونه کار می‌کند، چرا حباب در بازار ایجاد می‌شود، چرا نهایتاً این حباب‌ها می‌ترکند و پیامدهای اقتصاد کلان این حباب‌ها چیست؟ در اینجا از فهم اقتصادی حباب‌ها برگرفته از تئوری سیکل تجاری اتریشی (ABC) (Austrian business cycle theory) <sup>۱</sup> برای تشریح وضعیت جاری حباب بازار استفاده می‌کنیم و نشان می‌دهیم که بحران مسکن نتیجه شکست سیاست‌های دولت است - شکست غیر قابل اجتناب بوروکراسی دولتی (یعنی فدرال رزرو) به منظور مدیریت عرضه پول و نرخ‌های بهره در شرایط وجود رفتار عقلانی اقتصادی. اگرچه مشابه این استدلال را می‌توان برای حباب‌های تاریخی از جنون گل لاله (Tulip mania) در هلند قرن ۱۷ گرفته (مراجعه شود به French ۲۰۰۶) تا حباب دات کام تک (dot.com) در اواخر دهه ۱۹۹۰ (مراجعه شود به کالاهان و گریسون ۲۰۰۳) و همی‌نطور حباب‌های آینده نیز مورد استفاده قرار داد.

### چه چیزی باعث ایجاد حباب در بازار مسکن می‌شود؟

اقتصاددانان و افکار عمومی سه دیدگاه در مورد حباب‌ها مطرح می‌کنند. اندیشه غالب افکار عمومی و اقتصاددانان مدرن، شامل مدرسه شیکاگو و طرفداران اقتصاد طرف عرضه، تکذیب وجود هرگونه حباب است و معتقدند آنچه به عنوان "حباب" مطرح می‌شود در واقع نتیجه عوامل "واقعی" (Real) است. دیدگاه دوم که از سوی کینزین‌ها و طرفداران فایننس رفتاری (Behavioral Finance) حمایت می‌شود بیانگر این مطلب است که حباب‌ها به دلیل عوامل روانی‌ای که در عبارت "بسیار غیرعقلانی بودن (irrational exuberance) - خلاصه می‌شود، ایجاد می‌شوند. دیدگاه سوم متعلق به مکتب اتریشی است، که معتقد است حباب‌ها متشکل از تغییرات واقعی و روانی‌ای هستند که ناشی از دستکاری سیاست‌های پولی ایجاد می‌شوند. این دیدگاه مزیت‌های پیشرفته‌ای دارد و دلیل

---

1. Austrian business cycle theory (ABC theory)

اقتصادی حساب‌ها را مشخص می‌کند. با آگاهی از دلایل اقتصادی ایجاد حساب‌ها می‌توان سیاست‌هایی اتخاذ کرد که مانع از ایجاد حساب‌ها در آینده شوند.

اکثر مردم با اکثریت اقتصاددانان موافقند که چیزی به نام حساب در بازار مسکن وجود ندارد - آنها معتقدند که قیمت‌های مسکن "هرگز کاهش نخواهند یافت". به‌نظر میرسد اقتصاددانان طرف عرضه و مدرسه شیکاگو (Supply Siders and Chicago school) معتقدند که اعلان وجود حساب در بازار یک نوع توهین به انسان اقتصادی (homo economicus) - انسان عاقل اقتصادی - است چراکه آنها این موضوع را به‌عنوان بیان یک سری نقایص روانی در افراد می‌دانند که نیاز به دخالت دولت دارد. همچنین یادآوری می‌کنند که اگر علت یا علل عقلانی برای بروز حساب‌ها در بازار مسکن یا هر نوع حساب دیگری وجود داشته باشد تا آنجا که به این موضوع مربوط است، حتی اگر باور کنند که آن یک حساب بوده، می‌توانند از طریق فروش خانه‌هایشان در قیمت‌های متورم (افزایش یافته) سود ببرند و حساب را از بین ببرند قبل از اینکه قیمت‌ها بیش از حد متورم شده و منفجر شود. به علاوه اگر حساب‌های بازار مسکن، بنیادهای غیر عقلانی داشته باشند، در نتیجه بدون شک انسان اقتصادی عاقل می‌تواند از طریق مشخص کردن انگیزه‌های نادرست روانی که باعث ایجاد حساب شده‌اند، سود ببرد.

اگرچه اختلافات زیادی میان اعضای این گروه وجود دارد، اما این موضوع به خوبی توسط دو اقتصاددان بانک فدرال رزرو نیویورک (Federal Reserve Bank of New York) توضیح داده شده است، که اخیراً مسائل مربوط به وجود یک حساب سفته‌بازی (speculativ bubble) در بازار مسکن آمریکا را مورد بررسی قرار دادند. هنگامی که مک‌کارتی و پیچ (۲۰۰۴, ۲) (McCarty and Peach) متوجه شدند که حساب بازار مسکن - اگر این حساب وجود داشته و تمایل به انفجار داشته باشد - اثر زیان‌باری بر روی اقتصاد دارد، اما نهایتاً به این نتیجه رسیدند که چنین ترس‌هایی بی‌پایه و اساس هستند:

نتیجه اصلی ما این است که شواهد گسترده‌ای ارائه شده در مورد وجود یک حساب، قانع‌کننده نیست چراکه پیشرفت‌های بازار مسکن در دهه گذشته را نادیده می‌گیرد. به ویژه کاهش‌های چشمگیر نرخ‌های بهره رهنی (mortgage interest rates) اسمی و نیروهای جمعیتی باعث ایجاد تقاضای مسکن، ساخت‌وساز و افزایش ارزش مسکن در طول این دوره شد. (۲۰۰۴, ۲)

علاوه بر این آنها هیچ بنیانی برای نگرانی درباره هرگونه سقوط شدید قیمت‌های مسکن نیافتند. در گذشته وقتی آمریکا وارد به رکود می‌شد یا دوره‌های نرخ‌های بهره اسمی بالا را تجربه می‌کرد، متوجه شدند که هر کاهش قیمتی تعدیل می‌شود و آن کاهش‌های مهم که فقط به صورت منطقه‌ای اتفاق می‌افتند پیامدهای زیان‌باری بر روی اقتصاد ملی ندارند.

این در اصل دیدگاه آلن گریناسپین (رییس سابق هیئت مدیره بانک فدرال رزرو) و بن برنانکی (رییس فعلی بانک فدرال رزرو) است. به ویژه، گرین اسپین از احتمال وقوع حساب در بازار مسکن مطلع بود، اما دلایل زیادی داشت که نشان میداد حساب در بازار مسکن وجود ندارد و اگر هم حساب وجود داشته باشد مشکل عمده‌ای تلقی نمی‌شود. وی معتقد بود که:

"پیشرفت بازار مسکن نگرانی‌ها را در مورد امکان ایجاد یک حباب در قیمت‌های مسکن را افزایش داده است. با این حال، این مقایسه که این امر موجب افزایش قیمت‌ها و ترکیدن حباب قیمتی سهام می‌شود، صحیح نبوده و ناقص است. اول، برخلاف بازار سهام، خرید و فروش در بازار مسکن باعث تحمیل هزینه‌های مبادله پایه می‌شود و هنگامی که اکثر مسکن‌ها فروخته شدند، فروشنده باید از لحاظ فیزیکی تغییر مکان دهد. چنین عملی اغلب مستلزم هزینه‌های روانی و مالی مهمی است و همین امر مانع آشکار برای تحریک حباب قیمتی از طریق سفته‌بازی در مسکن است. بنابراین، درحالی که گردش مالی بازار سهام بیش از ۱۰۰ درصد در سال است، گردش مالی مالکیت مسکن کمتر از ۱۰ درصد در سال است - تقریباً هیچوقت فندکی برای به آتش کشیدن بازار وجود ندارد. دوم، فرصت‌های اربیتراژ در بازارهای مسکن محدودتر از بازارهای اوراق بهادار است. همانطور که یک خانه در پورتلند، اورگان جانشین کاملی باری مسکنی در پورتلند، مین محسوب نمی‌شود، بازار ملی مسکن به عنوان مجموعه‌ای از بازارهای مسکن کوچک محلی درک می‌شود. حتی اگر یک حباب در بازار محلی رو به گسترش باشد، لزوماً استنباط‌هایی برای ظهور حباب در سطح ملی و به شکل عمومی وجود ندارد (۲۰۰۲).

همانطور که حباب در حال رسیدن به اوج (پیک) خودش است، گرین‌اسپن پذیرفت که یک سری "سر و صداها" موازی در بعضی از بازارهای محلی مسکن وجود دارد، اما در کل وی متوجه شد که شرایط در بازار مسکن "محرک" است. وی در اولین سخنرانی خود بعد از ترک فدرال رزرو اعلام کرد که "وضعیت رونق فوق‌العاده" در بازار مسکن تمام شده است، اما خطری وجود ندارد و قیمت مسکن کاهش نخواهد یافت (برونو، ۲۰۰۶). رییس جدید فدرال رزرو، بن برنانکی احتمال "رشد کاهشی در قیمت‌های مسکن" را پذیرفت، اما قاطعانه اعلام کرد که اگر این اتفاق بیافتد او نیز نرخ‌های بهره را کاهش می‌دهد. برنانک معتقد است که بازار رهنی با ثبات‌تر از گذشته هستند.

دومین دیدگاه در مورد حباب‌های بازار مسکن و به‌طور کلی حباب‌ها این است که حباب‌ها وجود دارند، اما اساساً توسط عوامل روانی به وجود آمده‌اند. طرفداران این ایده عبارتند از اقتصاددانان کینزی و طرفداران فایننس رفتاری مانند رابرت شیلر (Robert Shiller). براساس این دیدگاه چرخه‌های تجاری در واقع جزو مدی ناشی از هوشیاری و احساسات فوق‌العاده زیاد انسانها هستند. اگرچه عوامل واقعی نقشی را در ایجاد حباب‌ها ایفا می‌کنند، اما عوامل علیتی مهم برای تغییر مسیر چرخه‌های تجاری عوامل روانی هستند. رونق‌ها گسترش پیدا می‌کنند به دلیل اینکه افراد نسبت به شرایط موجود مطمئن میشوند و پس از آن نیز اعتماد آنها به اقتصاد تشدید می‌شود. علاوه بر این اعتماد سرمایه‌گذاران بیشتر شده و تحملشان برای ریسک بیشتر افزایش می‌یابد. افزایش سود و قیمت دارایی‌ها منجر به رفتار "سفته‌بازی (speculative)" می‌شود که در آن تصمیمات اقتصادی براساس قوانین و قواعد گذشته اتخاذ نمی‌شود، اما با شجاعت و بهرور وارد "یک قلمرو" جدید می‌شوند. در وضعیت گسترش حباب هیجان سرمایه‌گذاری تشدید می‌شود. در نتیجه به هر دلیلی مردم اعتمادشان را به بازار از دست می‌دهند و سرمایه‌گذاران جدید ناامید میشوند. در این شرایط گزارشها و آمارهای اقتصادی ناخوشایند خواهند بود و اخبار مربوط به فسادهای مالی به کرات در رسانه‌ها شنیده میشوند. بسیاری از سرمایه‌گذاران فکر می‌کنند که چنین

تغییری موقتی است اما هر چه می‌گذرد نتایج بدتر می‌شود و قیمت‌ها کاهش می‌یابند و پروژه‌های سرمایه‌گذاری به‌تویق افتاده، متوقف و یا لغو میشوند. رفتار بازار حاکی از یک سرنوشت بد است و اقتصاد وارد دوران-رکود می‌شود.

### پروفسور شیلر و حباب بازار سهام

پروفسور رابرت شیلر، در ابتدا به‌درستی ایجاد حباب در بازار سهام و سپس حباب در بازار سرمایه را پیشبینی کرد و معتقد بود که علل نهایی وقوع آن اغلب روانی است. وی مانند کینزین‌ها وجود عوامل واقعی را در ایجاد حباب تکذیب نمی‌کند؛ اما به منظور تمرکز بر عوامل روانی آنها را کم اهمیت‌تر جلوه می‌دهد. وی سه عامل مهم را در ایجاد حباب در بازار مسکن نام می‌برد. اول، افزایش ریسک و آشوب و آشفتگی در دنیا از زمان وقوع حباب در بازار تکنولوژی و حملات تروریستی ۱۱ سپتامبر باعث انتقال سرمایه‌ها به سمت سرمایه‌گذاریهای با کیفیت و با امنیت شد- مثلا منزل شخصی. دوم، رشد ناگهانی ارتباطات جهانی باعث افزایش تقاضای هیجان‌انگیز برای زندگی در یکی از شهرهای مدرن مانند پاریس، لندن، نیویورک و سان فرانسیسکو شده است. سومین عامل روانشناسانه، سرایت سفته‌بازی است که در پشت هر حبابی نهفته است. یک افزایش قیمت باعث افزایش قیمت بعدی خواهد شد و این واقعه از یک شهر به شهر دیگر منتقل می‌شود و فرایند افزایش قیمت‌ها از خود تغذیه می‌کند. شیلر معتقد است که دو عامل اول اثرشان باقی می‌ماند، اما عامل سوم برای همیشه دوام نمی‌آورد. یک بار قیمت‌ها کاهش می‌یابد و همین امر باعث سرایت این سرایت نزولی قیمت‌ها و یک ایجاد مسیر نزولی می‌شود که سال‌ها ادامه خواهد قبل از اینکه این فرآیند دوباره معکوس بشود.

کراگمن (Paul Krugman) (نماینده کینزین‌ها) وقوع حباب در بازار مسکن را پیشبینی نکرد اما در نهایت متوجه شد و پذیرفت که اقتصاد در چنین وضعیتی قرار دارد و همین امر باعث ایجاد یک مشکل بزرگ در اقتصاد آمریکا می‌شود. نظریه کراگمن در مورد تب ساختمان‌سازی و قیمت‌های نامعقول مسکن این است که تب سفته‌بازی در بین کسانی رواج یافته است که سفته‌باز نیستند اما کاملا با حباب‌های ایجاد شده قبلی در بازار آشنا نیستند. همچنین درست است که پدیده بازرگانان روز سهام تکنولوژی اواخر دهه نود را به حباب‌های فعلی بازار مسکن ربط دهیم. سوال واقعی این است که: علل بروز رفتار غیرعقلانی چیست؟ کراگمن معتقد است که در وضعیت ایجاد حباب در بازار مسکن، این حباب ناشی از انتظارات بازگشت (سود) سرمایه است.

وقتی که افراد تمایل دارند به دلیل کاهش در نرخ‌های رهن، مبلغ بیشتری را برای مسکن هزینه کنند، تعدادی مسکن ساخته می‌شود، اما قیمت مسکن‌های موجود نیز افزایش می‌یابد. و اگر مردم فکر کنند که قیمت‌ها دوباره افزایش می‌یابند، تمایل بیشتری برای صرف هزینه در بازار مسکن دارند، دوباره قیمت‌ها بالاتر می‌روند و ... در نهایت افزایش سریع قیمت‌ها باعث ایجاد سودهای بزرگ سرمایه‌ای می‌شود. این یک تعبیر زیبا از حباب بازار مسکن است.

تاکید کراگمن بر روی تغییرات بی‌اساس و ناگهانی در سلیقه و تقاضا است- هنگامی که افراد تمایل بیشتری برای صرف هزینه بر روی مسکن دارند، اما عامل واقعی تغییر تقاضا برای مسکن- که به دلیل کاهش نرخ‌های رهن

اتفاق افتاده است - نسبت به هر چیزی که باعث شکل‌گیری این حباب شده کمتر مورد توجه قرار می‌گیرد. کراگمن هر چه بیشتر تلاش می‌کند که واکنش اقتصاد را در مورد حباب‌ها عقلانی‌تر جلوه دهد بیشتر شبیه اقتصاددانان - اتریشی - طرفدار - نظریه - سوم - و - آخر - می‌شود - در - واقع - کراگمن - دنباله‌رو - پل مک‌کالی - (Paul McCulley) (یک اقتصاددان کینزی) است که معتقد است کاهش نرخ بهره منجر به قیمت‌های بالاتر مسکن و ترقی ساختمان و هزینه بیشتر مصرف‌کنندگان برای ساختمان با اخذ وام و استقراض بیشتر می‌شود - و صریحاً بانک فدرال رزرو را مقصر می‌داند. مشکل راه‌حل درمانی کینزین‌هایی مانند کراگمن و مک‌کالی این است که سیاست‌های پولی و مالی احتیاطی آنها اوضاع را بدتر می‌کند و حتی اگر این سیاست‌ها به خوبی کار کنند یک معما برای اقتصاددانان کینزی به وجود می‌آید چرا که یک اقتصاد با ثبات بالا، سرمایه‌گذاران را نسبت به ریسک بی‌حساسیت می‌کند و باعث می‌شود آنها غیرعقلایی رفتار کنند و در نتیجه یک پیش‌شرط برای شکل‌گیری حباب‌ها ایجاد می‌شود. حتی آلن گرین‌اسپن با آن روش پیچیده‌اش بیان می‌کند که "تاریخ با عواقب دوره‌های طولانی با پوشش ریسک پایین سر و کار ندارد."

### دیدگاه مکتب شیکاگو و کینزین‌ها

دیدگاه اول (مکتب شیکاگو) به دنبال حذف عوامل روانی ایجاد حباب به منظور تمرکز صرف بر روی عوامل واقعی است و دیدگاه دوم (کینزینها) برعکس دیدگاه اول است. دیدگاه سوم معتقد است که تغییراتی در عوامل واقعی و روانی بازار در طول دوره حباب‌ها وجود دارد که هر دو ناشی از چرخه‌های تجاری هستند - یعنی دخالت فدرال رزرو در سیاست‌گذاری‌های اقتصادی. این دیدگاه نسبت به حباب‌ها بر پایه تئوری چرخه‌های تجاری اتریشی است (از این به بعد به آن تئوری چرخه‌های تجاری اتریشی می‌گوییم). این بینش، دیدگاه اقلیت اقتصاددانان مدرسه اتریشی و بعضی از طرفداران این مدرسه است.

براساس تئوری چرخه‌های تجاری اتریشی، اگر بانک مرکزی سیاست‌های پولی انبساطی را اجرا نکند، حباب‌هایی مانند حباب سهام تکنولوژی در اواخر دهه ۹۰ یا حباب بازار مسکن که هم اکنون آن را تجربه می‌کنیم، گسترش نخواهند یافت. اگر فدرال رزرو سیاست انبساطی پولی اجرا کند، حباب در اقتصاد اتفاق می‌افتد. اگر پول جدیدی که بر اثر سیاست انبساطی پولی وارد بازار می‌شود به سمت مسکن سرازیر شود، حباب در بازار مسکن تشکیل می‌شود. اقتصاددانان اتریشی معتقدند که منابع اضافی که در بازار مسکن توزیع می‌شوند، منابعی هستند که در جای دیگری در اقتصاد قابل دسترس نیستند و در نتیجه درحالی‌که منابع بیشتری نسبت به حالت عادی در بازار ساختمان - سازی - توزیع - می‌شوند، منابع - کمتری - در - دسترس - سایر - بخش‌های - اقتصادی - مانند تولید است - که هزینه‌های بیشتری را برای تولید به همراه دارد مانند نیروی کار و مواد اولیه و به همان اندازه تولید کمتر. این عدم توزیع سازگار منابع می‌ان صنایع و سایر بخش‌های اقتصادی است که سبب می‌شود در برخی بخش‌ها ورشکستگی را اعلام و یا ناگزیر از انجام اصلاحاتی هستند.

در وضعیت ایجاد حباب در بازار دارایی‌های واقعی، قیمت مسکن‌های موجود افزایش می‌یابد. این حباب، هزینه ساختمان‌سازی‌های جدید را تامین می‌کند و در نتیجه دستمزد کارگران ساختمانی افزایش می‌یابد و نیروی کار

مجددا بین ساختمان‌سازی و صنایع وابسته توزیع می‌شود. این حباب، قیمت مواد ساختمانی و زمین را نیز افزایش می‌دهد. ساختمان‌سازی و صنایع وابسته به ساختمان‌سازی بخش‌هایی از اقتصاد هستند که بیشترین بیکاری و بزرگترین کاهش دستمزد و قیمت در زمان ورشکستگی غیرقابل اجتناب در آنها رخ می‌دهد.

خصوصیت ویژه روش اتریشی این است که نیازی نیست که قیمت‌ها به شکل یکسان در کل بازار افزایش یابند، یا اینکه لازم نیست قیمت‌ها تا حد نهایی در همه بازارها افزایش یابند. خیلی از مشکوکین به حباب در بازار مسکن به افزایش کمتر قیمت‌ها در بخش مرکزی کشور نسبت به نواحی ساحلی اشاره می‌کنند، اما قیمت فقط یک بُعد از قضیه حباب‌ها است - کمیت نیز می‌تواند در ماورای سطوح بادوام افزایش یابد. در واقع، می‌شود حباب را در جایکه قیمت‌ها یکسان هستند، مفهوم‌سازی کرد و بنابراین کل تعدیل حباب در کمیت آن پدیدار می‌شود. اگر تعداد مسکن را دو برابر کنیم و قیمت‌ها نیز آشکارا تغییر کنند، با تعداد زیادی مسکن برای مردم روبرو می‌شویم و کل نیروی کار و مصالحی که برای تولید این کالاها (یعنی مسکن‌ها) به کار رفته‌اند محدود می‌شوند و برای به کار رفتن در نیازهای ضروری‌تر بعد از انفجار حباب در دسترس نیستند و همین موضوع نشان می‌دهد که ساخت مسکن‌های غیر ضروری سرمایه‌گذاری مناسبی نبوده است.

فرانک شوستاک (Frank Shostak) معتقد است که حباب، ناشی از سیاست پولی انبساطی است. "به عبارت دیگر در غیاب تزریق پول، اینگونه اتفاقات حادث نمی‌شوند." نتیجه تزریق پول به اقتصاد این است که توزیع نادرست منابع گسترش می‌یابد و بدینوسیله فعالیتهای غیرتولیدی و نامولد نسبت به فعالیت‌های تولیدی افزایش می‌یابند و از آنها پیشی می‌گیرند.

یک سال بعد شوستاک بیان کرد که به احتمال قوی حباب بازار مسکن آمریکا تقریباً به ابعاد خطرناکی نزدیک شده است. "درحالیکه این هشدار زودهنگام یک مشکل برای سرمایه‌گذاران در بازار سهام ساختمان‌سازی بود، مشکلات پیشبینی‌زمان وقوع و بزرگی حباب‌ها و چرخه‌های تجاری بر روی پیشبینی همه پیشبینی‌کنندگان تأثیر می‌گذارد و اصولاً هشدار شوستاک با هدف قضاوت در مورد سیاست‌های دولت بود. در واقع او معتقد است که سیاست‌گذاران اشتباه می‌کنند که می‌خواهند هر مشکلی را سریعاً تصحیح کنند و گمان می‌کنند که وضعیت در بازار مسکن را بدتر نمی‌کنند.

کریستوفر مییر (Christopher Meyer) (بانکدار طرفدار اقتصاددانان اتریشی) معتقد است که همیشه یک حباب در ساختن دنیایی شامل بانکداری ذخیره‌های و پول بدون پشتوانه (fiat currency) وجود دارد و در نتیجه این امر بازار مسکن با تشکیل حباب در آمریکا و هر جای دیگر تحت فشار قرار می‌گیرد.

من در اوایل سال ۲۰۰۴ از تشکیل یک حباب در حال پیشرفت را به سرمایه‌گذاران خبر دادم و مخصوصاً گفتم که این ایده خوبی نیست که رهن‌ها را افزایش بدهید: "زمان خوبی برای دستیابی به وام برابر با سرمایه‌گذاری در بازار داغ سهام تکنولوژی نیست. ما در حال روبرو شدن با یک حباب در بازار مسکن هستیم." من این موضوع را بعداً هم در همان سال دنبال کردم (تورنتون، ۲۰۰۴) همراه با یک سری بررسی‌های جزئیتر از حباب در بازار مسکن و متوجه شدم که:

"علائم دور جدید بازار مسکن در همه جا وجود دارد. ساختمان سازی در نرخ های بی سابقه در حال وقوع است. رکوردهای جدیدی برای قیمت دارایی های واقعی در کل کشور به وجود آمده، علی الخصوص در سواحل غربی و شرقی. افزایش قیمت های مسکن و نرخ های بهره پایین باعث می شود که صاحبخانه ها رهن ها و داراییها به دست آمده شان را به منظور افزایش مخارج و کاهش پرداخت ماهانه، دوباره سرمایه گذاری کنند! خیلی عالی است اگر این موضوع حقیقت داشته باشد."

با تشخیص دوره جدید تشکیل حباب مشکل این است که این حقیقت تاریخی که بازار مسکن و ساختمان و ساختمان سازی در حالت کلی چرخه های منظم شکوفایی و انفجار را همراه با افزایش و کاهش قیمت های خانه ها ی مسکونی، تجاری، صنعتی و کشاورزی از سر گذرانده اند، غفلت می شود. به علاوه نرخ های تصرف و اجاره املاک ، ساختمانهای جدید و سرنوشت بنگاه های ساختمانی و سفته بازان زمین ما را به یاد تاریخ حباب ها در بازار مسکن میاندازند. در واقع، از لحاظ آماری، شروع مسکن سازی، شاخص مهمی از وقوع چرخه های تجاری است و ساخت مسکن همگام با ادوار تجاری است. (یعنی ساخت مسکن مسلمانا مربوط به تغییرات در کل اقتصاد کلان است، اما ما فراتر است). حتی شاخص آسمان خراش (Skyscraper Indicator) نشان می دهد که ساخت یک آسما ن خراش بلند از پیش حاکی از تغییرات منفی بسیار بد در عرصه اقتصاد است.

### چه چیزی افزایش یافت تا حباب در بازار مسکن ایجاد شود؟

تئوری چرخه های تجاری اتریشی بیانگر این موضوع است که تورم پولی وابسته به این است که چه کسی پول جدید را دریافت نموده و چگونه آن را هزینه می کند. آیا پول جدید وارد حوزه هایی از اقتصاد مانند بانکداری و سرمایه گذاری می شود یا در قالب وام به مصرف کننده پرداخت می شود، و یا مستقیما به گروهی از مصرف کنندگان و تولید کنندگان اهدا می شود؟ آیا افرادی که پول را دریافت می کنند قصد دارند که آن را پس انداز کنند یا هزینه؟ اگر آنها پول را پس انداز کنند نرخ های بهره کاهش می یابند و اگر هزینه کنند نرخ های بهره افزایش می یابند به طوریکه کارفرمایان اقتصادی برای افزایش تولید پول قرض خواهند کرد. اگر این پول هزینه شود، وابسته به این است که چه کسی آن را هزینه می کند. اگر پول به جای ژنرالهای ارتشی به دریافت کنندگان رفاه داده شود در این شرایط اقتصاد تغییرات متفاوتی را تجربه می کند و اگر آن پول پس انداز شود اقتصاد تغییرات دیگری را تجربه خواهد کرد. اگر پول به جای بازار مسکن در بازار سهام سرمایه گذاری شود باز هم نتیجه متفاوت خواهد بود. نکته این است که در اثر تورم پولی، حباب و رونق در حوزه هایی از اقتصاد اتفاق می افتد که پول در ابتدا وارد آنها شده است. ریشه این تفکر مکتب اقتصادی اتریشی به ریچارد کانتیلون (۱۷۵۵) بر می گردد، او بنیانگذار این تئوری اقتصادی بود و بعد از حباب می سیسیپی آن را نوشت. یافتن مسیر تورم پولی در اقتصاد بسیار سخت است و بیشتر اقتصاددانان میانه رو از این مساله گریزانند و معتقدند که پول در اقتصاد خنثی است.

جهان در اواخر قرن ۱۸ از بانکداری آزاد به بانکداری مرکزی تغییر وضعیت داد و آمریکا آخرین کشور بزرگی بود که در سال ۱۹۱۳ بانک مرکزی خود را تاسیس کرد. لودویگ فون میزس در اولین مقاله خود در مورد تئوری پولی در عصر مدرن، تئوری چرخه تجاری اتریشی را پایه گذاری کرد. هنگامی که بانک های مرکزی با هدف تولید

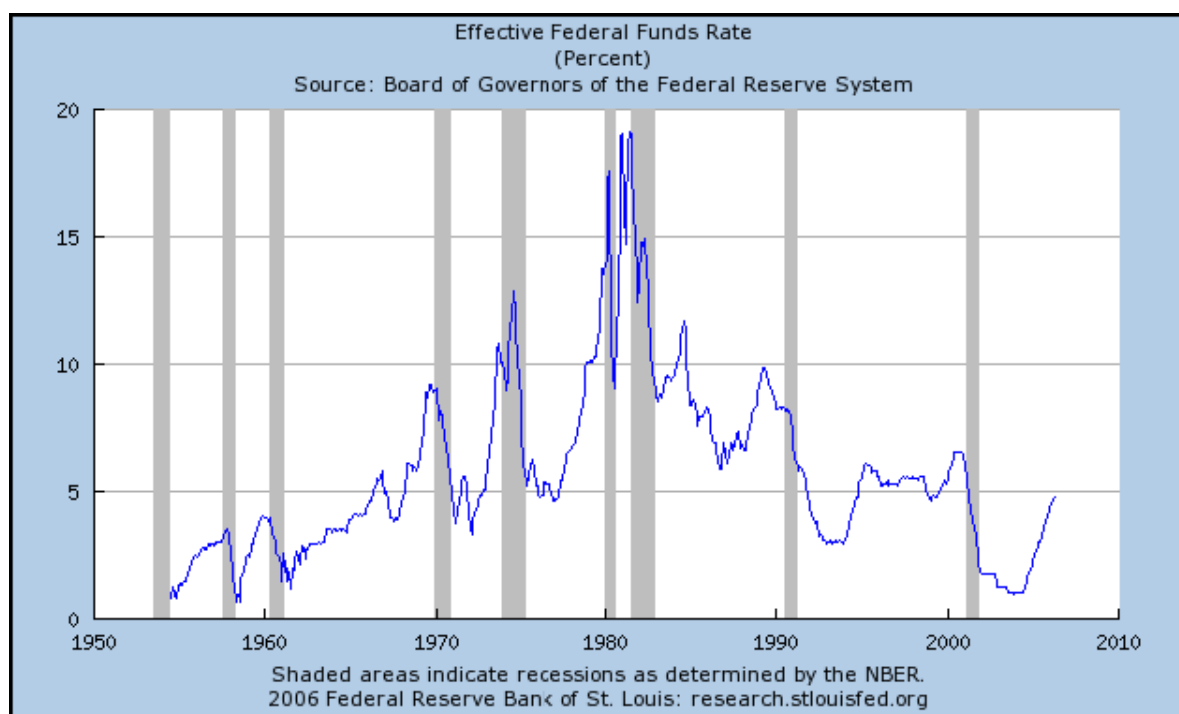
تورم ناشی از پول تاسیس شدند، میزس یک تئوری عمومی از چرخه‌های تجاری ارائه کرد در مقابل اصل مورد به مورد کانتیلون. به کمک کارل منگر، یوگن فون بوهم-باورک (Eugen von Böhm-Bawerk)، و نوت ویکسل (Knut Wicksell) او توانست نشان دهد هنگامی که بانک مرکزی (مثلا فدرال رزرو) عرضه پول را افزایش می‌دهد، این امر باعث می‌شود که نرخ بهره بازار به سطحی کمتر از نرخ بهره طبیعی که در وضعیت عدم حضور دخالت فدرال رزرو موجود بوده است، کاهش یابد. این باعث می‌شود که سرمایه‌گذاران پول بیشتری قرض کنند، تا سرمایه‌گذاری‌هایشان را افزایش دهند و پروژه‌های با ریسک بیشتر و فرآیندهای تولیدی کارا تر را به‌عهده بگیرند. از آنجایی که این وام‌گیرندگان برای دارایی‌ها، منابع و کالاها رقابت می‌کنند، ناگزیر تورم قیمتی اتفاق می‌افتد و نرخ بهره افزایش خواهد یافت. این جریان اقتصاد را به شکل نامطلوبی تحت تاثیر قرار می‌دهد و پروژه‌های با ریسک بالا یا کارا در سرمایه‌گذاری در وضعیت بد سرمایه‌گذاری قرار می‌گیرند. ورشکستگان بانکی می‌توانند سرمایه‌گذارهای موجود و فرآیندهای تولید را که در وضعیت ورشکستگی اجرا می‌شدند را تحت فشار قرار بدهند. هایک دانشجوی میزس تئوری چرخه‌های تجاری اتریشی را گسترش داد به گونه‌ای که دربرگیرنده تئوری سرمایه و یکپارچگی آن با ساختار تولید هم شود.

براساس تئوری چرخه‌های تجاری اتریشی، زمانیکه بانک مرکزی وام می‌دهد یا اوراق قرضه دولتی را از بانک‌ها خریداری می‌کند، در واقع منابع بانکی را به اقتصاد تزریق می‌کند. در این شرایط بانک‌ها منابع اضافی دارند که می‌توانند وام بدهند، اما وجود منابع اضافی برای وام به این معنی است که بانک‌ها باید نرخ‌های بهره‌شان را کاهش دهند، نیازمندی‌های کیفی تعیین‌کننده اعتبار وام‌گیرندگان را کاهش دهند و یا هر دو را باهم کاهش دهند. نتیجه این فرایند وام بیشتر و سرمایه‌گذاری بیشتر است به‌ویژه در پروژه‌هایی که بدهی‌هایشان در بلندمدت پرداخت می‌شود. نرخ‌های بهره پایین مشوق پس‌انداز نیستند چراکه بازگشت پس‌انداز کمتر است. در این شرایط، فدرال رزرو نرخ بهره بازار را کمتر از نرخ بهره طبیعی قرار می‌دهد که در صورت عدم حضور و دخالت فدرال رزرو موجود بود.

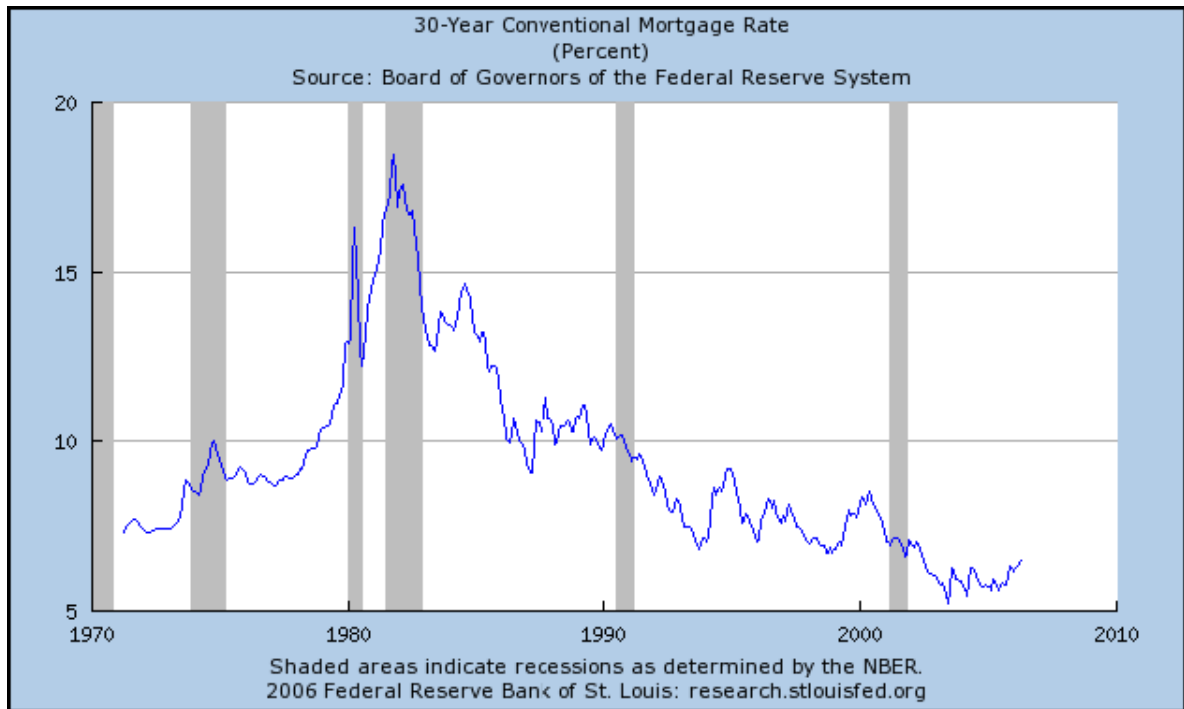
از وقتی که مقررات‌زدایی نهادهای سپرده‌گیر (Depository Institution Deregulation) و قانون کنترل پولی ۱۹۸۰ - و پل ولکر (رئیس فدرال رزرو ۱۹۷۹ تا ۱۹۸۷) در مورد تورم اوایل دهه ۱۹۸۰ - کشمکش داشتند، نرخ‌های بهره در یک مسیر نزولی قرار داشت. این موضوع با یک کاهش شدید در نرخ وجوه مالی فدرال رزرو در پی عواقب حمله تروریستی ۱۱ سپتامبر ۲۰۰۱، به اوج رسید. با توجه به عقاید و رفتار گرین‌اسپن نرخ بهره از ۶.۵ درصد در نوامبر ۲۰۰۰ به ۱ درصد در جولای ۲۰۰۳ کاهش یافت. وجوه مالی فدرال رزرو تا ژوئن ۲۰۰۴ یعنی همزمان با شروع آخرین مرحله حباب در بازار مسکن در سطح ۱ درصد باقی ماند. در این سطح پایین، نرخ‌های بهره حقیقتاً منفی بودند وقتی که تورم قیمت نیز محاسبه می‌شود.

نمودار زیر نشان‌دهنده روند تاریخی نرخ وجوه مالی فدرال رزرو است، نرخ‌های که سایر بانک‌ها براساس آن برای پاسخگویی به نیازهای سرمایه‌هایشان که توسط فدرال رزرو تحمیل می‌شود، می‌توانند از بانک‌ها وام بگیرند. فدرال رزرو این نرخ کوتاه مدت را هدف قرار می‌دهد و از طریق خرید اوراق قرضه دولتی از بانک‌ها اقدام به تزریق منابع مالی به این بازار می‌کند، و بدین وسیله منابع مالی را در سیستم بانکی آزاد می‌کند. این امر ذاتاً موتور ایجاد تورم است بدلیل اینکه فدرال رزرو به آسانی یک ثبت در دفترداری حساب بانکی با منابع بانک فدرال را ایجاد می‌کند-

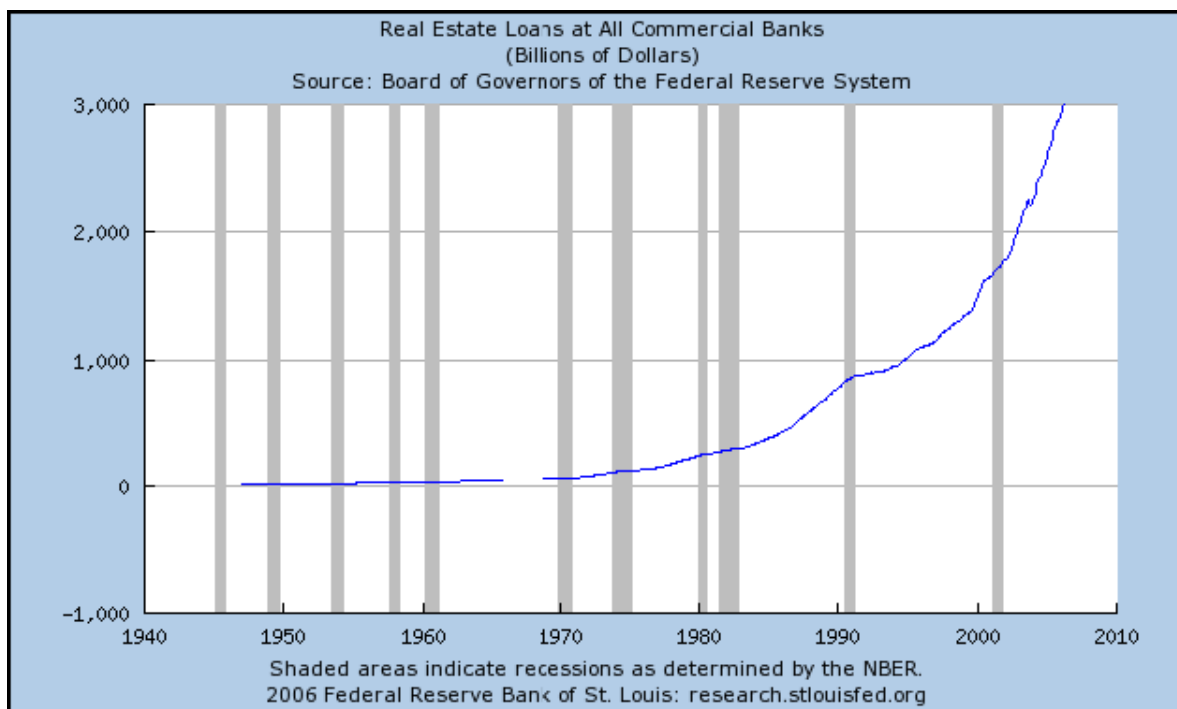
تورم مدرن، اساساً، دفترداری- به روش مثبت الکترونیکی است. در نمودار زیر، ناحیه‌های-شورزده نشان‌دهند دوره‌هایی است که رکود در اقتصاد وجود داشته است. همانطور که مشاهده می‌کنید، نرخ‌های پایین دهه ۶۰ به شرایط اقتصادی کساد و شکوفا منتهی نشده است، اما همان نرخ‌های پایین منجر به تورم رکوردی دهه ۷۰ شدند، که در آن دوره هم تورم قیمتی و هم بیکاری خیلی بالا بودند. این موضوع در کشمکش ولکر در مورد تورم در اوایل دهه ۱۹۸۰ به اوج رسید. به واسطه کاهش شدید انتظارات تورم قیمتی و مقرراتزدایی از نظام بانکی، فدرال رزرو توانست نرخ‌های بهره را کاهش دهد و باعث به وجود آمدن یک رونق عظیم در بازارهای مالی و دارایی‌ها در طول دهه ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ شد، همانند حباب بازار مسکن در اوایل دهه ۲۰۰۰، زمانیکه نرخ‌های بهره با فشار به سطح کمتر از سطوح طبیعی خودشان رسی‌دند و نرخ‌های بهره واقعی منفی بودند، و زمانیکه برای تورم تعدیل شدند.



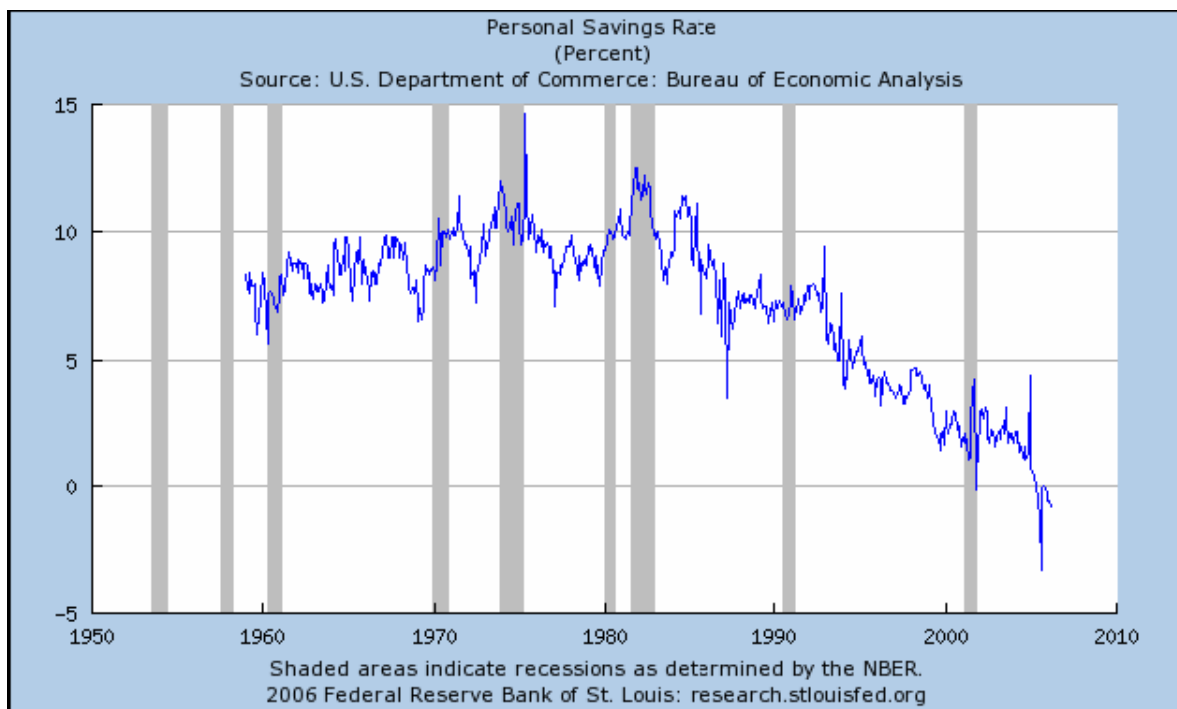
زمانیکه بانک‌ها به منابع مالی فدرال رزرو با نرخ بهره پایین دسترسی پیدا می‌کنند، می‌توانند به مشتریان نیز با نرخ‌های پایینتر وام بدهند. نمودار زیر نشان‌دهنده پیامد تغییرات نرخ موجودیهای فدرال رزرو بر روی نرخ‌های رهن (mortgage rates) است؛ افزایش این نرخ طی دهه ۷۰ و به اوج رسیدن آن در زمان کشمکش ولکر در مورد تورم در نرخ ۱۸ درصد، و در نتیجه به طور کلی کاهش آن در دهه‌های ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ و سپس رسیدن به پایینترین مقادیر تاریخی خود در اوایل دهه ۲۰۰۰. در طول دوره حباب بازار مسکن نرخ‌های بهره رهن‌های قراردادی ۳۰ ساله در پایین‌ترین سطح خودشان قرار داشتند حتی در طول دوره پس از دوران استاندارد طلا. زمانیکه نرخ‌های بهره کاهش می‌یابند، قیمت‌های دارایی و قیمت‌های املاک افزایش می‌یابند و برعکس.



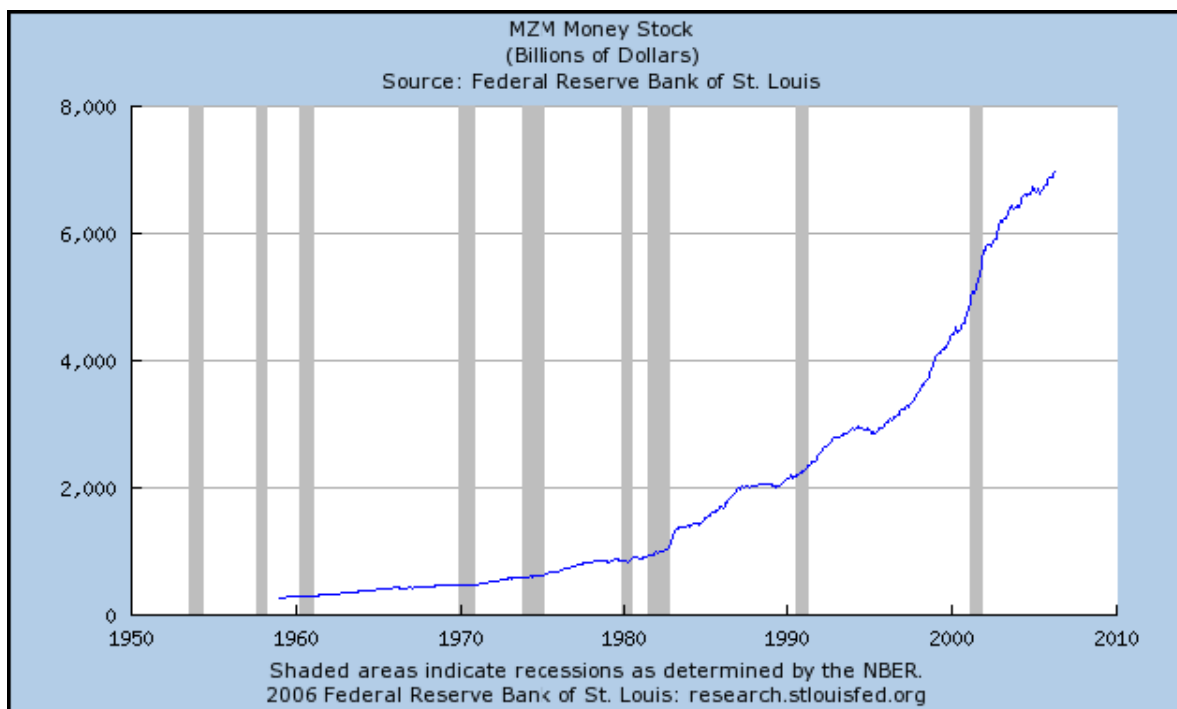
مسئله، نرخ‌های بهره پایین‌تر رهن‌های مسکن، محرکی برای استقراض پول با هدف تملک مسکن به شمار می‌روند. نمودار زیر نشان می‌دهد که میزان وام‌های دارایی‌های واقعی در بانک‌های تجاری، ابتدا در نوامبر سال ۱۹۹۴ فراتر از یک تریلیون دلار بوده است. پس از آن در نوامبر سال ۲۰۰۲ به بیش از ۲ تریلیون دلار رسید و در می سال ۲۰۰۶ به میزان ۳ تریلیون دلار رسید. علاوه بر فدرال رزرو، عوامل دیگری هم مستقیماً به هدایت این پول‌های اعتباری به سمت املاک کمک کردند. ابتدا، در سال ۱۹۹۷ صاحبخانه‌ها به ۲۵۰ هزار دلار معافیت مالیاتی بر روی سود سرمایه‌های که از فروش خانه‌شان به دست می‌آوردند، روبرو شدند (۵۰۰ هزار دلار برای زوج‌ها) که به معافیت‌های مالیاتی صاحبخانه‌ها اضافه شد. می‌توان گفت که این معافیت مالیاتی جرعه حساب بازار مسکن را روشن کرد. دوم، شرکت‌های مورد حمایت دولت مانند فانی می (Fannie Mae) و فردیماک (Freddie Mac) که می‌توانستند با نرخ بهره یارانه‌ای به سرمایه دسترسی پیدا کنند به دلیل وجود این فرض ضمنی و همین‌طور خاطر جمعی از اینکه دولت فدرال آنها را ضمانت می‌کند، شروع کردند به وجه‌الزمان قرار دادن مسکن رهنی به مقادیر زیاد. باری وام گرفتن در نتیجه قرض دهندگان به سرعت و به آسانی می‌توانند وام‌هایی را که گرفته بودند دوباره به فروش برسانند. این موسسات که دولت حامی آنها است به تحریک جریان اعتباری برای وام‌گیرندگان ریسک‌پذیرتر که ممکن است به هیچ روش دیگری نتوانند به این اعتبارات دسترسی پیدا کنند، کمک می‌کند و در نتیجه موجب کاهش استانداردهای اعتبار لازم برای دریافت وام در موسسات وام‌دهنده می‌شود. مشکل این موسسات بزرگتر از آنی است که حتی آلن گرینسپین نیز آنها را مورد طعنه قرار داد (هیس، ۲۰۰۵). در حقیقت مشکل اصلی مربوط به آلن گرین اسپن بود، نه فانیماک و فردیماک.



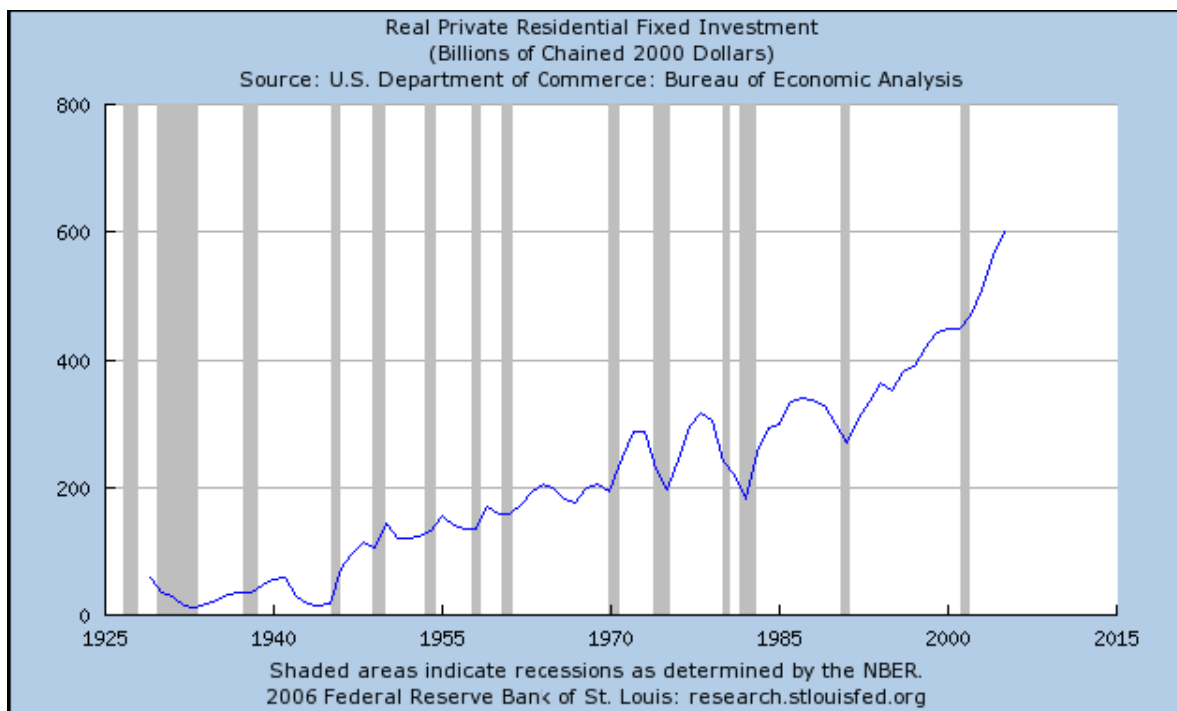
نرخ‌های بهره پایین و مصنوعی که توسط فدرال رزرو ایجاد شده است سبب بی‌انگیزگی افراد برای پس‌انداز شده و آنها را تشویق می‌کند تا برای مصرف و سفته‌بازی بیشتر قرض کنند. تاثیر تزریق پول توسط فدرال رزرو کاهش نرخ پس‌اندازهای فردی در طول دهه ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ بوده است (همانطور که در نمودار زیر نمایش داده شده است) و در اوایل دهه ۲۰۰۰ نرخ پس‌اندازها به صفر - و حتی پایین تر از آن - می‌رسد و این یعنی اینکه افراد به طور متوسط بیش از آنچه که درآمد دارند هزینه می‌کنند. همراه به مشکل نرخ پس‌انداز پایین فردی، قیمت‌های داراییها و املاک به طور مصنوعی متورم می‌شود که مسلماً باعث می‌شود افراد احساس ثروتمندتر بودن کنند و دارایی‌های ملکی خود را به پول نقد تبدیل کنند وقتی که رهن‌های مسکنشان را دوباره تامین مالی می‌کنند. در زمان حباب بازار مسکن بیشتر آمریکایی‌ها از خانه‌هایشان مانند یک عابر بانک بزرگ برای برداشت پول نقد از دارایی ملکیشان استفاده میکردند. دیگران هم از "دفترچه بانکی جادویی" **رهن‌های ثانویه برای هزینه کردن سهام در خانه‌هایشان استفاده می‌کردند.**



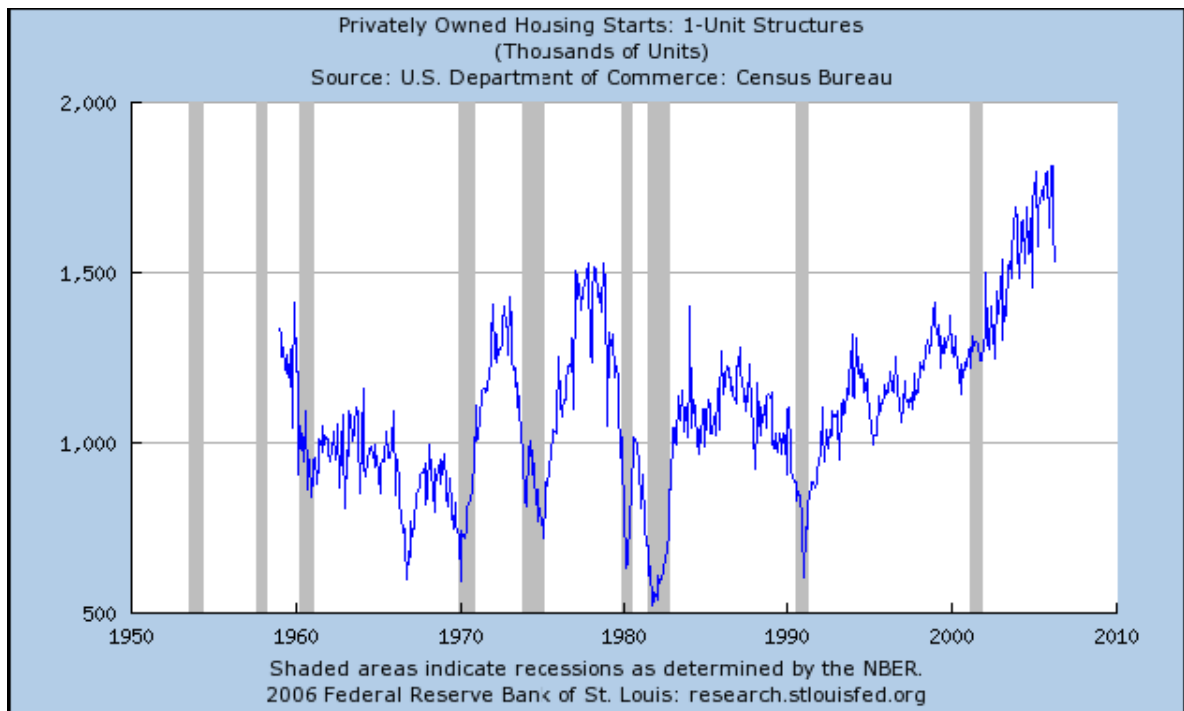
در این وضعیت می‌توان این پرسش را مطرح کرد که چگونه وام گرفتن یک روند صعودی و پس‌اندازها یک روند نزولی دارند؟ یک پاسخ به این پرسش این است که آمریکا در قالب کسری تجاری از کشورهای خارجی وام می‌گیرد، اما پاسخ اصلی تزریق پول توسط فدرال رزرو است. با نرخ‌های بهره کاهش یافته مصنوعی از طریق عرضه پول، فدرال رزرو یک شکاف بزرگ بین وام گرفتن و پس‌انداز ایجاد کرد. در نمودار زیر عرضه پول آمریکا از سال ۱۹۵۹ تا ۲۰۰۶ که توسط شاخص MZM (پول در تعادل صفر) اندازه‌گیری شده، نشان داده شده است. از ژانویه ۱۹۵۹ تا آگوست ۱۹۷۱ (۱۱.۷ سال)، یعنی زمانی که نیکسون نظام پایه طلا را در آمریکا به کار گرفت، عرضه پول ۲/۸۲ درصد افزایش یافت که نرخ رشد متوسط سالانه پول ۲۶/۵ درصد بود. در فاصله آگوست ۱۹۷۱ تا ۱۹۸۴، زمانی که عدم کنترل کامل در ۱۹۸۴ از طرف مقررات نهادهای سپرده‌گیر و قانون کنترل پولی ۱۹۸۰ (۱۳ سال) اجرا شد، عرضه پول ۴/۱۸۰ درصد افزایش یافت که نرخ رشد متوسط سالانه پول ۲۵/۸ درصد بود. از سال ۱۹۸۴ (۱۶.۶) سال که عرضه پول توسط شاخص MZM اندازه‌گیری شد به میزان ۱/۳۹۰ درصد افزایش یافت که نرخ رشد متوسط سالانه آن ۱۰ درصد بود. به نظر می‌رسد تمامی این پول جدید به ویژه در طول دهه ۱۹۸۰ سر از بازار سهام ارز نیویورک، سپس بازار سهام نزدک NASDAQ در اواخر دهه ۱۹۹۰، و در نهایت بازار مسکن از زمان انفجار دات. کام درآورده باشد.



بخش اعظمی از افزایش عرضه پول راه خود را به سمت بازار رهن‌های مسکن پیدا کرد. از زمان رکود سال ۲۰۰۱، افزایش در وام رهنی تقریباً برابر افزایش در پول در **تعادل** صفر است. این یک حقیقت آشکار شده است که احتمالاً به بهترین شکل ممکن حساب بازار مسکن و علل آن را شرح می‌دهد. دیگر معیار اندازه‌گیری حساب بازار مسکن سرمایه‌گذاری واقعی و ثابت بخش خصوصی بر روی واحدهای مسکونی است که در نمودار زیر نشان داده شده است. سرمایه‌گذاری در بخش مسکن طی رکود بزرگ و جنگ جهانی دوم پایین بوده است، اما در اوایل نیمه دهه چهل سرمایه‌گذاری در بخش مسکن (تعدیل شده با تورم قیمتی) یک روند مثبت را نشان می‌دهد، که مبتنی بر رشد جمعیتی و اقتصادی همان دوره است. خطوط بالا و پایین روند حرکت متغیر مورد نظر بر پایه دوره‌های از دهه ۱۹۲۰ تا میانه ۱۹۹۰ ترسیم شده‌اند. این کانال به ما این امکان را می‌دهد که بتوانیم رونق‌ها و رکودهای عادی را که در بازار مسکن رخ می‌دهد، توضیح دهیم. یک خط نقطه‌چین براساس سرمایه‌گذاری در بازار مسکن ترسیم شده است. این به ما نشان می‌دهد که چرخه سرمایه‌گذاری در بازار مسکن کمتر شدیدتر بود قبل از خروج از نظام پایه طلا شدیدتر و در شرایط نظام پولی بدون پشتوانه (fiat) شدیدتر بوده است، و حتی بعد از مقررات‌زدایی پولی دولت در ۱۹۸۰ شدیدتر شده است. با ارزش‌ترین نکته این است که سرمایه‌گذاری در بازار مسکن باعث یک ترقی بزرگ در دوران حساب دات‌کام در اواخر دهه ۱۹۹۰ شد و سپس طی رکود ۲۰۰۱ موجب جهش مسیر به بالا شد، زمانیکه از نقطه‌نظر تاریخی به سمت سطوح رکودی عقب‌نشینی می‌کرد. در نتیجه واضح به نظر می‌رسد که بر مبنای معیار ارزش سرمایه‌گذاری حداقل از زمان رکود ۲۰۰۱ یک حساب بازار مسکن وجود داشته است.



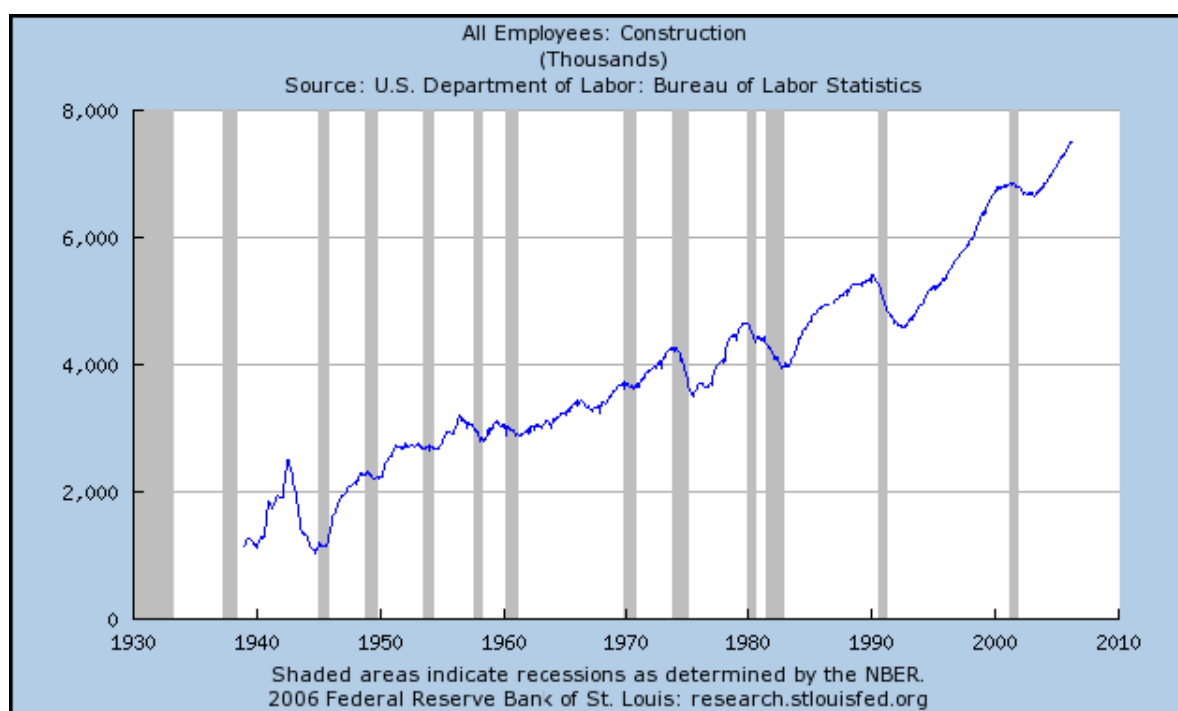
تئوری چرخه تجاری اتریشی متکی به اندازه‌گیری چرخه یا حباب نیست، اما چنین معیارهای تجربی به تشریح این رویکرد کمک می‌کنند. معیار بعدی تعداد مسکن‌های ساخته شده است. نمودار زیر تعداد مسکن‌هایی که به تازگی به تملک بخش خصوصی درآمد را نشان می‌دهد (آپارتمانها و ساختمانهای چند واحدی در اینجا لحاظ نشده‌اند). دقت کنید که کاهش شدید در تعداد مسکن نوساز اغلب با شروع رکود همراه بوده است (مناطق هاشور زده خاکستری) و کاهش سریعتر مسکن نوساز منجر به رکود بلندمدتر می‌شود. برای مثال در اواخر دهه ۱۹۷۰ تعداد مسکن‌های نوساز از نرخ سالیانه ۱.۵ میلیون تا نرخ نیم میلیون در اوایل دهه ۱۹۸۰ کاهش یافت، یک رکود شدید به حساب می‌آمد. از زمان رکود ۱۹۹۱ روند شروع خانه‌سازی جدید همراه با یک شیب صعودی بوده و هیچ‌گونه کاهش قابل‌توجهی طی رکود ۲۰۰۱ وجود نداشته است. در عوض ساخت مسکن‌های نوساز افزایش یافت و رکوردهای جدیدی بیش از سالهای گذشته بر جای گذاشت. بر حسب معیار کمی و مقداری، آمریکا از اوایل دهه ۲۰۰۰ با حباب بازار مسکن دست به گریبان بوده است.



آخرین جنبه حساب بازار مسکن که در این مقاله به آن اشاره می‌شود قیمت مسکن است. مشکوکین به وجود حساب در بازار مسکن ادعا می‌کنند که قیمت‌های مسکن در سواحل غربی و شرقی در حال افزایش است، اما در بیشتر مناطق مرکزی کشور افزایش قیمت‌ها شباهتی با حساب ندارد. البته، قیمت‌های مسکن در غرب و شمال شرقی در مقایسه با غرب میانی و جنوب سریعتر افزایش یافته است، اما نظریه پردازان چرخه تجاری اثربشی شوکه خواهند شد اگر قیمت‌های مسکن به‌طور یکنواخت در سراسر کشور افزایش یابند. در نهایت، این تئوری در حالت کلی مبتنی بر تغییر قیمت‌های نسبی است نه مبتنی بر افزایش یا کاهش یکنواخت در سطح قیمت‌ها. دلایل اقتصاد خردی و ناشی از سیاستگذاری دولت وجود دارد که چرا قیمت‌های مسکن به شکل شگفت‌آوری افزایش می‌یابند و همواره، برای مثال، در کالیفرنیا در سطح بالاتری نسبت به آلاباما هستند. اگرچه می‌توان توضیح یکسانی برای قیمت‌های سهام در زمان حساب بازار تکنولوژی ارائه کرد - سهام نایاب در حالت عرضه کمیاب (برای مثال، داتکامها) بسیار بهتر از سهام‌هایی عمل می‌کنند که به‌شکل گسترده نگهداری شده‌اند (مانند بازار سهام در DJIA). این مساله در مورد گل لاله که در قرن ۱۷ در هلند اتفاق افتاد، صدق می‌کند - قطعات کمیاب از شرایط پولی بیشتر نسبت به قیمت‌های معمولی بیشتر تاثیر پذیرفتند، اما همه با افزایش قیمت روبرو بودند (مراجعه شود به فرنچ، ۲۰۰۶).

نظریه چرخه تجاری اثربشی انتظار دارد که قیمت‌ها به‌طور کلی افزایش یابند، اما نه به‌شکل یکنواخت. وسعت این افزایش قیمت وابسته به این است که پول به کجا تزریق می‌شود و انعطاف‌پذیری طرف عرضه بازاری که پول به آن تزریق می‌شود چقدر است. با این حال، اگر شاخص قیمت ملی را برای مسکن یک خانوار در سال ۱۹۹۶ در فاصله سالهای ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۵ در نظر بگیریم، می‌بینیم که قیمت‌ها ۴۵ درصد افزایش یافته‌اند که یک و یک

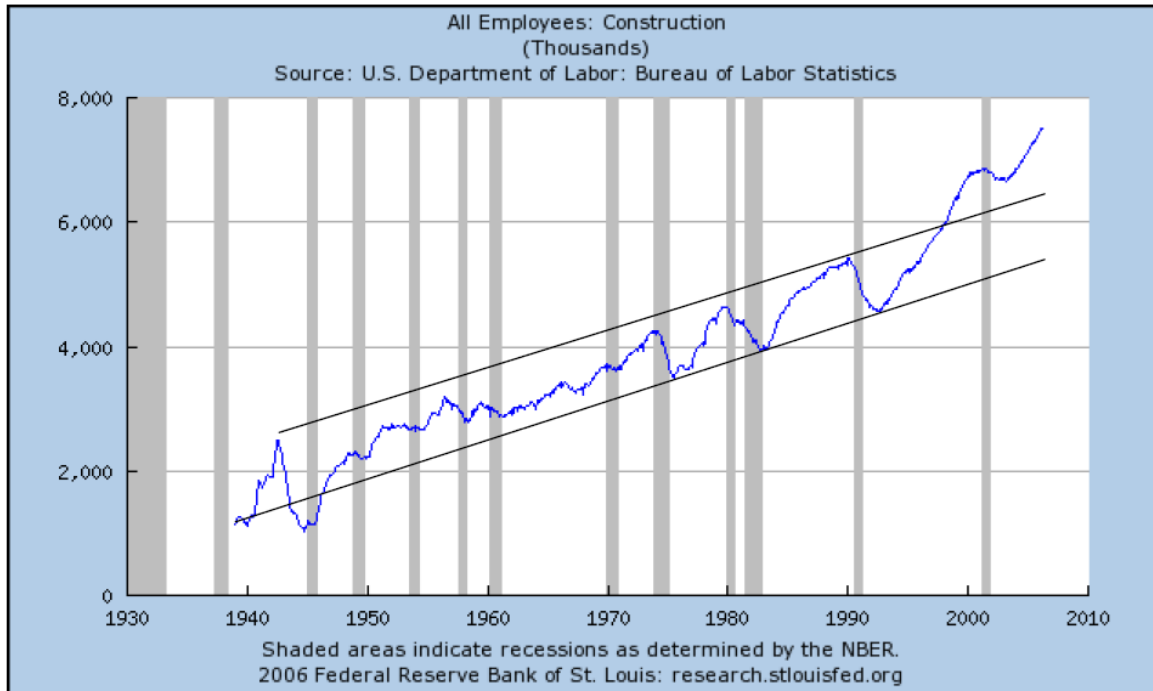
چهارم برابر بیشتر از افزایش شاخص قیمت مصرف کننده است. براساس اطلاعات دفتر ملی آمار، قیمت یک مسکن متوسط در تقابل با یک مسکن نوعی، حتی سریعتر افزایش یافته است که نشان می‌دهد مردم بیشتر مشغول خرید مسکن‌های بزرگتر و گرانتر هستند. قیمت - که تا حدودی توسط توان اقتصادی برای تولید تعداد مسکن‌های بیشتر کاهش می‌یابد - هنوز هم نشان‌دهنده افزایشی شدید در قیمت مسکن است. همچنین باید به یاد بیاوریم که مسکن‌های جدید در زمینهایی با قیمت پایینتر ساخته میشوند که تکنولوژی ساخت مسکن نیز هزینه‌های ساخت مسکن را کاهش داده و می‌دهد و در این میان، هجوم عظیم نیروی کار مکزیک به پایین نگاه داشتن هزینه‌های نیروی کار [ساختمانی] کمک می‌کند.



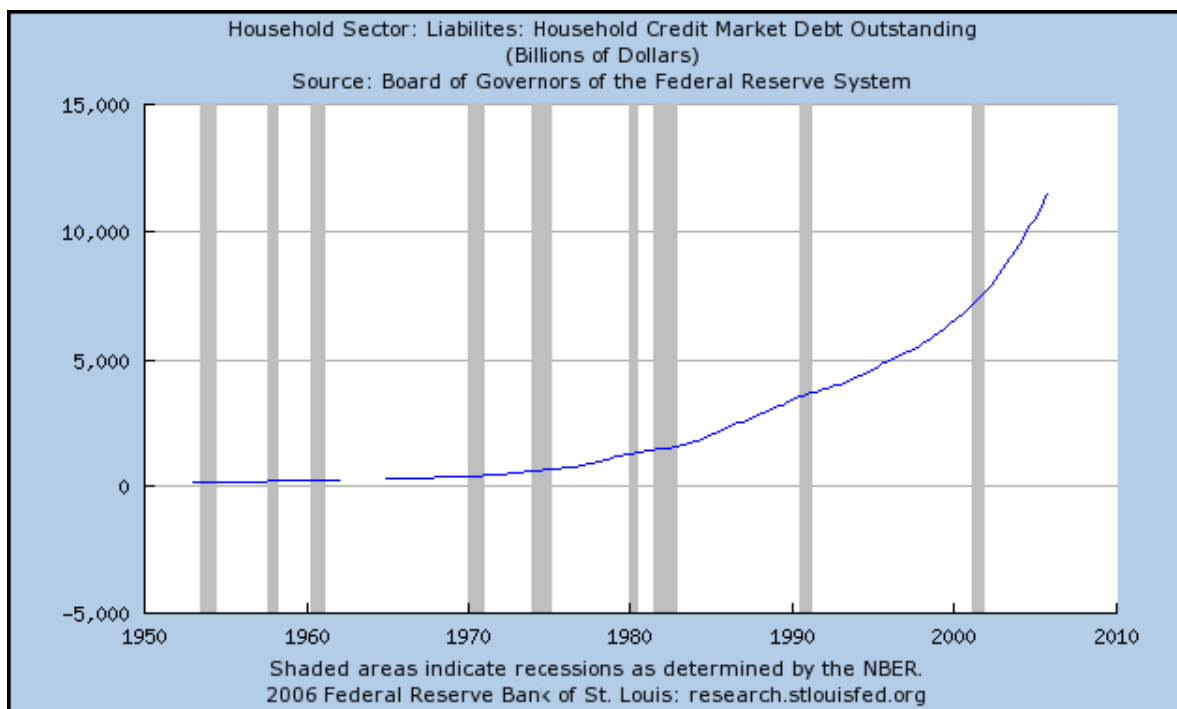
اولاً تئوری چرخه تجاری اتریشی نشان می‌دهد که شکست دولت نخستین مسئول آغاز حباب بازار مسکن است. سیاست‌های پولی فدرال رزرو باعث شده است که منابع در نهایت به شکل ناپایدار توزیع شوند. در شرایط وجود حباب بازار مسکن تعداد زیادی مسکن ساخته می‌شوند، خانه‌های از نوع نادرست ساخته میشوند، و خانه‌ها در مکان‌های نادرست براساس بنیان‌های اصولی اقتصاد ساخته می‌شوند و میل درونی مردم برای خانه‌دار شدن به شکل مصنوعی بوسیله تورم پولی ایجاد شده توسط فدرال رزرو تحریک می‌شود. درحالی‌که اکثریت مردم طی دروان شکوفایی خوشحال هستند، اقتصاددانان اتریشی به شکوفایی اقتصاد به مثابه مشکل واقعی نگاه می‌کنند چراکه این دقیقاً همان زمانی است که منابع مالی به شکل نادرست و نامطلوب توزیع می‌شوند. این درست در شرایطی است که مردم به شدت از لحاظ مالی تامین شده و سرگرم هزینه‌های بیش از اندازه لوکس می‌شوند، (کاستیژن، ۲۰۰۶). در دوره‌های تورمی ثروتمندان ثروتمندتر و فقرا فقیرتر میشوند.

این حساب باید تمام شود چراکه به وسیله توزیع غیرعادلانه منابعی شکل گرفته است که توسط سیاست نرخ بهره گمراه کننده فدرال رزرو به بازار تزریق شده است. پولی که در حساب بازار یک دارایی خاص حبس شده است، در ابتدا مانع آشکار شدن تورم پولی به عنوان تورم قیمت یاد می شود که توسط شاخص قیمت مصرف کننده اندازه گیری می شود. تزریق پول برای خریدار دارایی هایی مانند سهام، اوراق قرضه یا املاک به کار می رود در نتیجه تورم در قیمت های افزایش یافته آنها آشکار می شود، ولو اینکه درآمدهای ناشی از این دارایی ها بهبود نیابد. وقتی که تراوش پول حساب های دارایی به سوی مصرف شروع می شود، قیمت کالاهایی که برای محاسبه شاخص قیمت مصرف کننده (CPI) به کار می روند شروع به افزایش خواهند کرد. هنگامیکه نرخ های بهره افزایش پیدا می کنند حساب دارایی یا می ترکد و یا مانع از ایجاد تورم می شود. این اتفاق زمانی می تواند بیافتد که هم بازار نرخ های بهره را به علت افزایش بهره تورمی و ام ها افزایش بدهد و یا زمانیکه فدرال رزرو تلاش می کند که افزایش های شاخص قیمت مصرف کننده را صرفاً با استفاده از افزایش نرخ های بهره کمتر نشان دهد.

انفجار حساب بیانگر پاره ای اشتباهات در بازار مسکن و صنایع وابسته به آن است و فرآیند تخصیص مجدد منابع را در بهترین زمینه های مصرفی از طریق تغییرات در قیمت، خرید و فروش، جابجایی (تجدید محل)، ورشکستگی و بیکاری آغاز می کند. پیامد اقتصادی کلان کاهش قیمت حساب این است که باعث می شود اقتصاد وارد رکود یا کساد شود. اگرچه پیامدهای حساب، زمانیکه قیمت کاهش می یابد، متمرکز خواهند بود. دقت کنید به نمودار زیر که حساب (توسط سطح اشتغال صنعت ساختمان سازی تشریح شده است) در سال ۱۹۹۷ شروع شده است تنها زمانی به سطحی خارج از کانال دو خطه نمودار افزایش یافته که به انتهای جنگ جهانی دوم مربوط می شود. دقت کنید که روند اشتغال در بخش ساختمان سازی در دوره های رکودی همواره منفی بوده است - حتی رکود سال ۲۰۰۱- و اینکه این روندهای منفی اغلب، قبل و بعد از دوره های رکود شروع میشوند. اینکه روندهای اشتغال در بخش ساختمان سازی برای مدت طولانی وجود حساب در بازار مسکن بسیار قوی بودند، تعجب برانگیز نیست که تاثیر منفی حساب باعث ایجاد یک حساب مشابه می شود، اما اشتغال در بخش ساختمان سازی را به طور منفی تحت تاثیر قرار می دهد و در ضمن پیامدهای منفی این بخش به صنعت مصالح ساختمانی، وام های رهنی، فروش و حراج املاک، مبلمان، لوازم برقی خانگی و کالاهای خانگی گسترش می یابد.



دیگر معیار مورد نظر برای انفجار حباب بازار مسکن متوسط بدهکاری آمریکایی ها است. همانگونه که قبلا نشان دادیم، نرخ پس انداز شخصی آمریکایی ها طی سالهای زیادی کاهش یافته است، بخشی از آن ناشی از این حقیقت که آمریکایی ها احساس ثروتمندتر شدن دارند و بخشی هم به علت افزایش قیمت دارایی های ملکی شان است. این زوج با هم سبب افزایش بدهی متوسط خانوارهای آمریکایی شده اند. همانطور که نمودار زیر نشان می دهد، بدهی کلی خانوارها کمتر از ۵۰۰ دلار بود زمانی که آمریکا در سال ۱۹۷۱ از نظام پایه طلا خارج شد. ابتدا به ۵ تریلیون دلار در سال ۱۹۹۶ افزایش یافت و به ۱۰ تریلیون دلار در سال ۲۰۰۴ رسید. در اکتبر ۲۰۰۵، براساس آخرین گزارش، بدهی کلی بیشتر از ۱۱.۵ تریلیون دلار بوده است. مطمئنا این ارقام با تورم، جمعیت و رشد اقتصادی تعدیل شده است، اما این حقیقت را که بیشتر آمریکاییها مبلغ زیادی بدهی دارند و به همان میزان برای بازپرداخت این بدهی پس انداز نکرده اند و یا خودشان را در مقابل دوره های توقف اقتصادی مصون نگه نداشته اند، نمی توان نادیده گرفت.



هنگامی که اقتصاد وارد دوران رکود می‌شود و بیکاری افزایش می‌یابد، مالکین خانه‌های با رهن‌های زیاد زمان سختی برای پرداخت‌های اقساط ماهانه وام خود از سر خواهند گذارند و احتمالاً با ورشکستگی روبرو خواهند شد. این فشار زیاد مرکب از این حقیقت است که بسیاری از مالکین خانه‌ها دارایی‌هایشان را در سالهای اخیر از بخش مسکن خارج کرده‌اند و همین امر باعث شده که میزان رهن‌هایشان افزایش یابد. مشکلات بعدی با این حقیقت آشکار می‌شوند که درصد زیادی از وام‌گیرندگان، بیشتر، از نرخ‌های رهن متغیر نسبت به نرخ‌های رهن ثابت استفاده کرده‌اند، و این موضوع به این معنی است که اقساط پرداختی ماهانه آنها هنگامیکه نرخ‌های بهره افزایش پیدا می‌کنند، اساساً افزایش خواهد یافت. با بعضی از نرخ‌های متغیر اقساط پرداخت ماهانه ثابت می‌ماند، اما اصل وام وقتیکه نرخ‌های رهن افزایش می‌یابند، افزایش می‌یابد، که می‌تواند وام‌گیرندگان در سرایشی قرار دهد - به این معنی که میزان رهن از ارزش خانه بیشتر خواهد شد. وام‌دهندگان نیز وام‌های رهنی‌ای را ارائه می‌دهند که براساس پرداخت‌های کوچکتر (در قالب درصد) باشد؛ حتی برخی وام‌دهندگان که وام‌هایشان ۱۰۰ درصد فراتر از قیمت خانه است. اینها همگی اشاره دارد به احتمال سلب حق فک رهن از خود و ورشکستگی. به ترتیب توجه ما را جلب می‌کند به ثبات بانک داری و صنایع وام‌دهنده رهنی و احتمال اینکه یک مالیات دهنده با ضمانت بانک‌ها یا موسساتی که حامی مالی آنها دولت است مانند فردی مک‌رها شوند و وام‌های رهنی را از وام‌دهندگان خریداری کنند.

## خلاصه و نتیجه‌گیری

سه دیدگاه درباره حباب در بازار مسکن وجود دارد. دیدگاه میانه‌رو به حباب در بازار مسکن اعتقادی ندارد و چنین تغییراتی را در اقتصاد به عوامل واقعی مانند شوکهای تکنولوژی نسبت می‌دهد و معتقد است که دولت نمی‌تواند برای حل چنین مشکلی کاری انجام دهد. دیدگاه کینزینها این است که حباب‌ها به دلیل بی‌ثباتی‌های روانی در اقتصاد و نه به دلیل عوامل واقعی وجود دارند؛ و سیاست‌های ضد دورهای دولت باید به منظور از بین بردن چرخه‌های تجاری به‌کار روند. تئوری چرخه تجاری اتریشی ترکیبی از تغییرات روانی و واقعی است که در آن حباب‌ها با دستکاری سیاستی فدرال رزرو به وجود می‌آیند.

حباب بازار مسکن که در اواخر دهه ۱۹۹۰ شروع شد یک مثال کلاسیک از شکست [سیاست‌های] دولت بود که در بحران مسکن به کار گرفته شد. عرضه پول متورم که همراه با سیاست ارائه اعتبار ارزان فدرال رزرو همراه بود منجر به ایجاد اشتیاق زیاد برای وام گرفتن و ساختمان‌سازی در مقیاس بیسابقه‌ای شد. تعداد خانه‌های جدید ساخته شده، قیمت خانه‌های جدید و موجود و کل مبلغ سرمایه‌گذاری در بخش املاک، همگی نشان می‌دهند که سیاست‌گذاری فدرال رزرو، همراه با یک سیاست مالیاتی مناسب و شیوه‌های وام‌دهی به مالیات دهندگانی که از یارانه استفاده می‌کنند، باعث ایجاد حباب در بازار مسکن شد.

یک حباب فقط یک فضای تنش‌زا نیست. منابع واقعی نیز درگیر این ماجرا می‌شوند، منابعی که در زمان وجود حباب به غلط هدایت شده‌اند. این حباب موجب بیکاری، سلب حق فک رهن و ورشکستگی برای خیلی از افراد می‌شود، به ویژه کسانی که در ساختمان‌سازی و صنایع وابسته به ساختمان‌سازی مشغول به خدمت هستند. اقتصاد کلان وارد رکود یا کساد خواهد شد که به دلیل کندی بازار مسکن در مقایسه با بازار سهام، بازاری که می‌تواند تغییرات در ارزش را در طول یک دوره یک روزه بازار پردازش کند، دورانی بلندمدت است.

درسی که از وجود حباب در بازار مسکن می‌گیریم این است که اگرچه که در ابتدا به‌نظر می‌رسد که دولت در تلاش برای کمک به صاحبان مسکن در آمریکا است، تبدیل به یک شکست بزرگ دولت می‌شود و ناخواسته تعداد زیادی از صاحبان خانه‌ها را دچار زیان اقتصادی می‌کند، به ویژه کسانی که در اوج دوران حباب اقدام به خرید مسکن کرده‌اند. سایرین فریب می‌خورند و دارایی‌هایشان را از بخش مسکن خارج می‌کنند، رهن‌هایشان را افزایش می‌دهند و وام می‌گیرند، مانند وام‌هایی با نرخ‌های متغیر، چراکه معتقدند این وامها قدرت خرید خانه را در قیمت‌های تورمی ایجاد می‌کند. روندهایی مشابهی در بازار مسکن کشورهای اتفاقی می‌افتد که بانک‌های مرکزی آنها اقدام به تزریق پولی می‌کنند که بازار مسکن سرازیر می‌شود.

درس سیاستی حباب در بازار مسکن، که توسط تئوری چرخه تجاری اتریشی ارائه می‌شود، این است که فدرال رزرو مسئول ایجاد حباب در بازار مسکن است به همان اندازه که مسئول رونق‌های عادی و شکست‌های اقتصاد است و - تا زمانی که قدرت فدرال رزرو در به‌کار بردن ابزارهایی که نرخ بهره را تحت تاثیر قرار می‌دهند،

پابرجاست، این قبیل حبابها به صورت دوره‌های در اقتصاد ظاهر میشوند. سیاست فدرال رزرو در مورد بازار مسکن باید توسط اصول خنثایی، اقتصاد آزاد و بدون هیچگونه زبانی هدایت شود.