

# المخاطر الداخلية

عندما يكون للاضطرابات المالية تأثيرات كبرى، فإن المشتقات الائتمانية توفر تحذيرات مبكرة مفيدة بالنسبة للاقتصاد الكلي

الأسعار كرد فعل للأخبار (وللشائعات بالطبع)، وينبغي تفسيرها بحرص. بيد أن تلك الأسعار كانت وما تزال تحمل قدرا كبيرا من المعلومات إذا ما قمت بالتعمق فيها بدقة. ضع في اعتبارك أن تلك تصورات السوق، إلا أنه فيما يتعلق بالبنوك خاصة فقد تكرر تذكيرنا منذ الصيف الماضي بأن تلك التصورات يمكن أن تتحول إلى حقائق بسرعة. وإذا ساد اعتقاد في السوق بأن أحد البنوك أو مجموعة من البنوك قد أصبحت أقرب إلى التوقف عن الوفاء، فسترتفع فروق أسعار علاوة مقايضة عدم الوفاء بالائتمان. وإذا بدا أن بعض البنوك أقل عرضة للتوقف عن الوفاء، فإن فروق أسعار مقايضة عدم الوفاء بالأوراق المالية تتجه إلى الانخفاض. وعليك أن تفكر في الأمر بوصفه مقياسا حاريا ماليا على مستوى البنوك، يمكنه الكشف عن معاني من الحمى ومن الذى قد يليه فى ذلك.

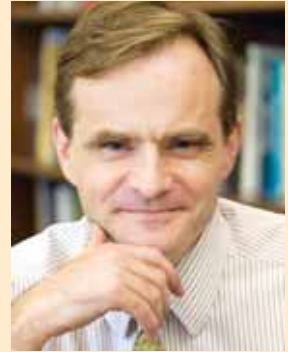
## بنك IKB وتحول نورثرن روك

المفاجأة الكبرى، أو ربما، الصدمة التي وقعت في الصيف هي أن الأسواق المالية الضخمة المستقرة كان يمكن أن تتحول بسرعة إلى حالة عدم السيولة. إن لمشكلات السيولة طريقة للتحويل إلى مشكلات القدرة على الدفع: فأنت قد لا يمكنك الدفع لمجرد عدم توافر نقديا لديك، لكن ذلك يمكن أن يفسر بأن التزاماتك تتجاوز ما لديك من أصول. وإذا لم يكن هناك من يرغب في أن يقرضك نتيجة لذلك، ربما بدافع من مخاوف غير مبررة، فقد يصبح من الصعب عليك مواصلة سداد ديونك - أي أنك تعجز عن الوفاء. والمدى الذى يمكن لمشكلات السيولة أن تنتقل فيه بين ما يبدو أنه أجزاء قوية وغير مترابطة من النظام المالى، كان درسا آخر تعلمناه من الصيف الماضى. والمسألة الأساسية فى عدم الاستقرار المالى المتصور هي كيفية انتشار التصورات عن التوقف عن السداد. فعلى سبيل المثال، عندما احتاج بنك IKB، وهو بنك ألماني من المرتبة الثانية، إلى عملية إنقاذ فى نهاية يوليو ٢٠٠٧ (نتيجة لمشكلات فى

من الأمور المتفق تقليديا على حكمها أن أصبح الكثير من مشكلات القطاع المالى للعام الماضى ترجع فى الأساس إلى «سوء تسعير» المخاطر. وليس ثمة شك فى أن هذا الرأى فيه جانب من الحقيقة، خاصة خلال سنوات الازدهار لأن القوى المالية الفاعلة الرئيسية بخست فيما يبدو تقدير المخاطر المهمة. كذلك اتضح أيضا أنه، منذ يوليو ٢٠٠٧، أن بعضا من أكثر المؤشرات الجديرة بالثقة حول الطبيعة الدقيقة للمشكلات المالية الأخذة فى الظهور سريعا، قد نجم عن نفس أسواق المخاطر تلك. حقيقة أنه إذا ما نظرنا عبر الأشهر الستة الماضية أو نحوها، لا توضح لنا الآن أن تلك الأسواق قدمت لنا تحذيرات أسرع وأكثر دقة حول المسائل المتوقعة للاقتصاد الكلي أكثر مما قدم لنا العديد من المؤشرات التقليدية للاقتصاد الكلي.

يمكنك، على وجه التحديد، رؤية وجهة نظر السوق حول إمكانية عدم سداد قيم أوراق مالية متنوعة الناجمة عما يعرف بفروق لأسعار مقايضة عدم سداد قيمة الائتمان. والفكرة هي أنه إذا كنت تريد أن تحوز أوراق مالية وأن تحمي نفسك من مخاطر التوقف عن الدفع، فإنه يمكنك فعلا شراء تأمين من خلال تلك السوق - إذ يمكنك، فى الواقع أن تشتري خيار بيع (أو «عرض») الورقة المالية على شخص آخر إذا ما تعرضت لعدم الوفاء. إن فرق سعر مقايضة عدم الوفاء بالائتمان هو السعر أو (العلاوة الفعلية) لذلك التأمين. ولأنه يتم تداول الكثير من فروق سعر المقايضات تلك فى أسواق السيولة، فإن سعر هذا التأمين يتم تحديثه بطريقة سريعة وتتسم بالشفافية.

يمكنك التأمين ضد عدم الوفاء فى أنواع عديدة من الأوراق المالية، وبصفة عامة فإن تلك سوق كبيرة (يقدرها البعض بنحو ٤٥ تريليون دولار أمريكى واجبة السداد). لكن الأسعار التي كانت لها دلالتها بصفة خاصة عن الأمر الأخير هي فروق الأسعار فى مقايضة عدم الوفاء بالائتمان المعلق للبنوك، وللشركات فى مرحلة أحدث. وتتحرك تلك



سيمون جونسون  
المستشار الاقتصادى ومدير دائرة  
الأبحاث فى صندوق النقد الدولى

سندات حكومية - خلافا لما يقوم به البنك المركزي الأوروبي، الذي يمكنه الإقراض مقابل رهونات عقارية. كانت أرصدة نورثرن روك من الرهونات العقارية، وعندما تعرض لصعوبات في التمويل، لم يتمكن من استخدام تلك الرهونات العقارية كضمان إضافي للإقراض من بنك إنجلترا.

كانت هناك محاولة أساسية لجعل بنك نورثرن روك يواجه مشكلاته الخاصة بنفسه. مرة ثانية، بينت فروق أسعار مقايضات الائتمان أن هذا النهج قد يكون مليئا بالمشكلات وتزايد حجم فروق الأسعار بالنسبة لكل من برادفورد وبنجلى، واليانس وليستتر، وهما من بنوك الإقراض العقارى فى المملكة المتحدة التى لديها نماذج مماثلة إلى حد ما لتلك الخاصة ببنك نورثرن روك (انظر الشكل ٢). وبدا واضحا أن المشكلات لن تقتصر على نورثرن روك، واضطرت الحكومة لزيادة تدخلها.

### وصول أموال الثروة السيادية

تقدمت سريعا موجة إعادة رسملة البنوك الأمريكية الرئيسية خلال الأشهر الماضية. يبدو ذلك شيئا طيبا. فقد اعترفت تلك البنوك بخسائرها وقامت بجمع رؤوس أموال جديدة فى الأساس فى جانب منها من أموال الثروة السيادية - التجمعات الكبرى لرأس المال الأجنبى التى راكمتها البلدان التى حققت فوائض كبيرة فى حساباتها الجارية خلال السنوات الأخيرة. فهل حقا تحل تلك الأموال من خطر التوقف عن الوفاء بالنسبة للبنوك المعنية؟ ومن المؤكد أن المزيد من الأموال يمثل عونا فى هذا الموقف. لكن إحدى الحقائق الصارخة هى أنه فى كثير من الحالات زادت فعلا فروق أسعار مقايضات

استثمار أموال فى بعض الأسهم الأمريكية دون الممتازة)، تزايدت فروق أسعار علاوة المقايضة بصورة حادة بالنسبة للبنوك فى أنحاء أوروبا، وبصفة خاصة بالنسبة للبنوك التى لديها أعمال واسعة فى ألمانيا (انظر الشكل رقم ١) وكان ذلك أول مؤشر لنا على مشكلات القطاع المالى الناجمة عن عمليات الرهن دون الممتازة القيمة وغيرها لن تقتصر على الولايات المتحدة وحدها. واتضح أن ذلك تحول إلى قضية رئيسية - فى البداية أدت إلى تعقيد ثم إلى تدهور آفاق الاقتصاد العالمى.

كان من الإيماءات المفيدة أيضا، أن البنوك (وغيرها) بدأت تشعر بالقلق حول ما إذا كانت البنوك الأخرى قادرة على الوفاء بالتزاماتها. وأدى ذلك إلى اكتناز البنوك لسيلولتها الخاصة - أى عدم القيام بإقراضها لبعضها البعض بالطريقة المعتادة. ويعنى ذلك بدورة أنه كان على البنك المركزى الأوروبى وغيره من البنوك المركزية، أن يوفر سيولة أكبر للإبقاء على سعر الفائدة فيما بين البنوك منخفضا. مرة أخرى، أصبح هذا الأمر قضية مهمة للسلطات النقدية فى البلدان الصناعية طوال خريف ٢٠٠٧، ويرجع النجاح الكبير الملحوظ لكبرى البنوك المركزية فى توفير السيولة، فى جانب منه، إلى ما حدث لفروق أسعار علاوات المقايضة.

كذلك كانت فروق أسعار المقايضات مؤشرا رئيسيا عندما تعرض بنك الإقراض العقارى فى المملكة المتحدة «نورثرن روك» إلى صعوبات فى السيولة فى أيلول/سبتمبر ٢٠٠٧. وكان بنك إنجلترا على أهبة الاستعداد لتوفير السيولة مثل البنك المركزى الأوروبى، إلا أنه ولأسباب تاريخية لم يقم إلا بالإقراض مقابل

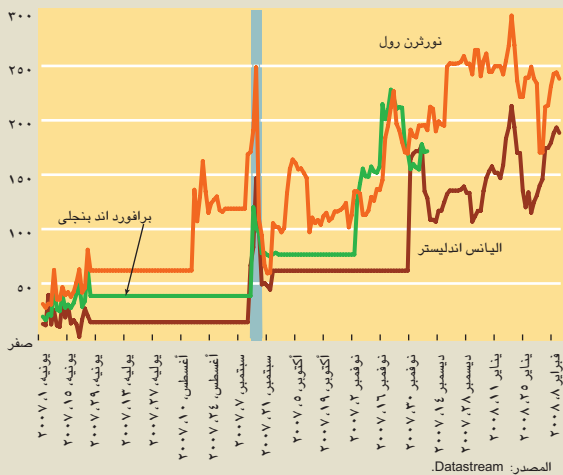
## «المدى الذى يمكن لمشكلات السيولة أن تنتقل فيه بين ما يبدو أنه أجزاء قوية وغير مترابطة من النظام المالى العالمى، درس آخر تعلمناه الصيف الماضى».

الشكل ٢

### قريب جدا من الوضع المريح

اقتضت محنة نورثرن روك ثمنا باهظا من اثنين من مقرضى الرهن العقارى فى المملكة المتحدة بنماذج متماثلة

(مقرضو المملكة المتحدة، علاوة خصم تعجيل الدفع عشر سنوات، نقطة أساس)



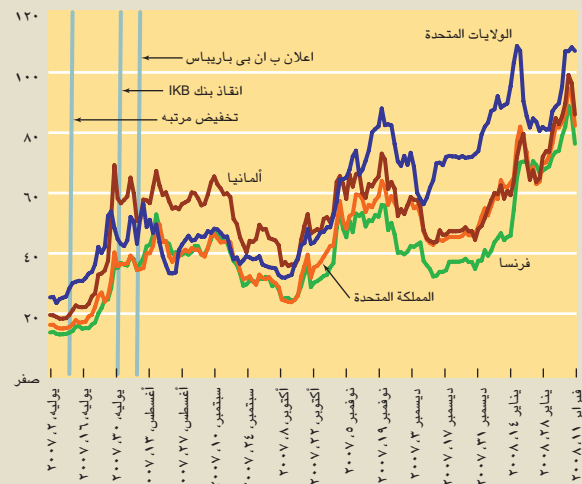
المصدر: Datastream. ملحوظة: تمثل المناطق المظللة الفترة التى يسعى فيها نورثرن روك إلى الحصول على دعم للسيولة وعندما أجرى بنك إنجلترا عمليات ضخ غير عادية فى سوق النقد.

الشكل ١

### تأثير الفوائض

عندما تعثر بنك IKB الألمانى، ارتفعت علاوة خصم تعجيل الدفع، خاصة بالنسبة للبنوك التى لديها أعمال كبيرة فى ألمانيا

(البنوك الرئيسية، علاوة خصم تعجيل الدفع عشر سنوات، نقطة أساس)



المصدر: Datastream.

الحكومية ومتابعة أسعار أسهم رأس المال بالنسبة للبنوك الرئيسية. وقد أثبتت هذه التوليفة أنها مؤشر يمكن الاعتماد عليه تماما لمعرفة أين أدت أوجه الانكشاف إلى إحداث ضغوط في مختلف الأسواق الناشئة خلال نصف العام المنصرم وساعدت صناعات السياسة في اتخاذ إجراء تصميمي في التوقيت الملائم.

**«ربما كان الدرس الأكثر أهمية وإن كان أشد مدعاة للحذر هو أن أسواق الائتمان تلك تقدم مؤشرا مليئاً بالدلالات يساعد واضعي السياسات، حتى عندما تتعرض العمليات الائتمانية نفسها للضغط».**

### وماذا بعد؟

إذا ظلت فروق أسعار مقايضات الائتمان مؤشرا يعتمد عليه للاضطرابات المالية، فإن الأمر يستمر في التعرض لبعض الصعوبات في الطريق. إن فروق أسعار مقايضات الائتمان أكثر اتساعا الآن بالنسبة لمؤسسات الاستثمار عالية المرتبة عما كانت عليه في يوليو / أغسطس ٢٠٠٧. بالنسبة للبنوك الأمريكية فقد عادت فروق أسعار مقايضات الائتمان إلى مستويات نوفمبر ٢٠٠٧، عندما كانت هناك مخاوف جادة، وبالنسبة للبنوك الأوروبية، فإن فروق أسعار مقايضات الائتمان أعلى الآن من تلك المستويات.

وتتخذ الآن مبادرات كبرى في سياسة مواجهة التقلبات الدورية في الولايات المتحدة، ويقف صناعات السياسة على أهبة الاستعداد لاتخاذ الإجراء المناسب في بلدان أخرى، (بالرغم من أن التضخم وتوقعات التضخم يمثلان مصدر قلق بالغ في بعض الحالات). ولهذا فإن تلك الصورة هي صورة دينامية يتم تحديثها بصورة يومية تقريبا. عليك الرجوع إلى الصحف المالية المحلية للحصول على التفاصيل.

ربما كان الدرس الأكثر أهمية وإن كان أشد مدعاة للحذر هو أن أسواق الائتمان تلك تقدم مؤشر مليئاً بالدلالات يساعد واضعي السياسات، حتى عندما تتعرض العمليات الائتمانية نفسها للضغط. ومن ثم قد يكون مغريا تشجيع تطوير مثل هذه الأسواق في شتى أنحاء العالم، في السياق الأشمل لتقوية وتعميق الأسواق المالية، مع مراعاة إضافة أداة إنذار مبكر جديدة للتعرف على أية أزمات مالية. لكن مثل هذه الخطوة قد تكون أيضا سابقة لأوانها. إن سوق مقايضات الائتمان نفسها تتعرض للضغط، مع قلق كبير حول «مخاطر الطرف الآخر» - بمعنى، إمكانية تعرض الأشخاص الذين يبيعون التأمين في هذا السوق أنفسهم لخطر التوقف عن السداد. وهذا احتمال مثير للمخاوف. ونتيجة لذلك، فإنه للأسف من السابق لأوانه التعرف على وجه اليقين ما إذا كان سوق مقايضات الائتمان سيتحول ليصبح طريقة ممتازة لنقل المخاطر وتوزيعها، وإذا كان سيسير أيضا إلى الضغوط داخل النظام، أم أن الأمر يحتاج إلى معالجته بعناية شديدة بسبب التأثير السلبي المحتمل على النظام المالي بأسره. ■

الائتمان بعد الإعلان عن استثمار الأموال السيادية (انظر الشكل ٣). ويبقى سبب حدوث ذلك محلا للجدل. لكن ذلك بالقطع يعد مؤشرا على أن تلك الاستثمارات الخارجية الكبيرة، بشروط معقولة جدا، لا تؤدي في حد ذاتها إلى إزالة كافة مخاطر حدوث مزيد من الاضطرابات المالية.

### أسهم رأس المال تتحدث أيضا

لا أريد إعطاؤك انطباعا بأن فروق أسعار مقايضات الائتمان هي المؤشر الوحيد المثير للاهتمام على مستوى المؤسسات الذي تتوافر فيه معلومات حول الوجهة التي قد ينتجها الاقتصاد الكلي. إن أسعار (أسهم رأس المال) مؤشرات القطاعات المتنوعة عادة ما توفر المعلومات؛ فعلى سبيل المثال، فإن قيمة السلع الاستهلاكية المعمرة عادة ما تنخفض وترتفع أسعار المرافق نسبيا، عند توقع حدوث كساد.

وبالطبع، فإن احتمال التوقف عن السداد يلعب دورا في تحديد أسعار أسهم رأس المال. لكن أسعار أسهم رأس المال يجب أن تعكس العائدات المتوقعة، ويمكن أن تتراجع العائدات المتوقعة دون أن يعني ذلك ضمنا مخاطر أعلى للتوقف عن السداد. إن المظاهر الحادة للتوقف عن السداد - والطرق الخاصة التي يمكن أن يطلق بها المزيد من عمليات التوقف عن السداد عبر النظام المالي - التي تستحوذ على الحياة وتثير مخاوف المسؤولين.

وبالرغم من ذلك، فإن أسعار أسهم رأس المال مليئة بالدلالات، سواء بالمشاركة مع فروق أسعار مقايضات أو حتى عند عدم توفر تلك الفروق في الأسعار. وإذا أردت أن تبحث عن الأماكن التي يوجد فيها أو لا يوجد فيها توترات داخل النظام المصرفي الأوروبي، على سبيل المثال، فإن أسعار أسهم رأس المال تمثل مؤشرا معينا - خاصة بالنسبة للكليات الأصغر التي لا يتوفر لها أسواق مقايضات ائتمان نشيطة.

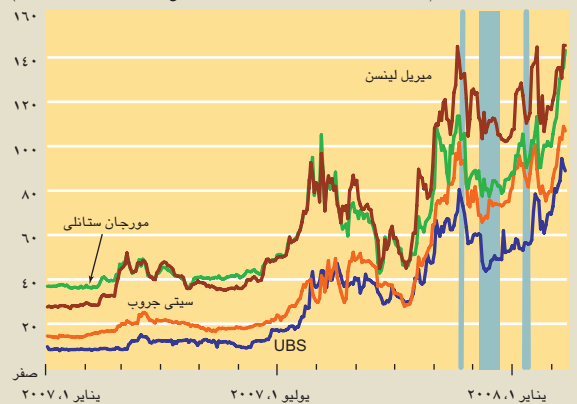
كذلك فإنه بالنسبة للأسواق البازغة توجد أسواق محدودة لفروق أسعار مقايضات الائتمان من أسهم الأوراق المالية للشركات. بيد أنه يمكن النظر إلى فروق الأسعار، (كل من مقايضات الائتمان وتلك الأكثر تقليدية) على السندات

الشكل ٣

### رأس مال جديد

في البدء تسبب الإعلان عن استثمارات صناديق الثروة السيادية في زيادة علاوات خصم تعجيل الدفع

(شركات مالية مختارة، علاوات تعجيل الدفع عشر سنوات، نقطة أساس)



المصدر: Datastream. ملحوظة: تمثل المناطق المظللة تواريخ ضخ استثمارات صناديق الثروة السيادية.