

قنابل المحليات



راندا دود
Randall Dodd

**بعض الحكومات
المحلية على جانبي
الأطلسي وجدت
نفسها في خضم
فوضى مالية عقب
الدخول في معاملات
لتداول المشتقات**

ونتيجة لذلك، لا تتوافر أرقام شاملة رغم ما تكبدته القارتان من خسائر فادحة.

وقد واجهت بعض الحكومات المحلية مشكلات وهي تحاول ببساطة الحد من تكلفة إصدار قروض لأغراض المسؤوليات الشائعة للحكومة المحلية كإجراء تحسينات في المدارس أو مرافق معالجة المياه. وكانت هناك حكومات محلية أخرى تحاول استخدام المشتقات المالية في تغطية ديونها أو عجز موازنتها. وبمجرد أن وقعت في مشكلات صارت معرضة لأخطار أكبر وهي تتعامل في مشتقات مالية أكثر تعقيدا أو غرابة وأكثر خطورة لتعويض خسائرها.

المراجعة حسب الأصول

كانت الحكومات في معظم الأحيان تدخل في نوع شائع من معاملات المشتقات المالية تسمى عقد مبادلة لخفض تكاليف الاقتراض المتوقعة. وتنطوي المبادلة العادية على تبادل تيار دخل ثابت مقابل تيار دخل مُعَوَّم. وقد وقعت الحكومات المحلية في مشكلات عندما قامت بدلا من ذلك بإصدار سندات بأسعار فائدة متغيرة أو معومة ثم دخلت في معاملات مبادلة أسعار الفائدة (عن طريق وسيط عادة ما يكون بنكا تجاريا أو استثماريا) لتحويل سعر الفائدة المتغير إلى سعر ثابت- ويُطلق على هذه العملية «دين مُخَلَّق بسعر فائدة ثابت». ومن المفترض أن يكون هذا السعر الثابت أقل مما كانت الحكومة المحلية ستدفعه لو أصدرت سندا عاديا بسعر فائدة ثابت. وبرغم أن القصد كان تحويل

النظر عن بعض الأسماء المشتركة -

بصرف

واشتهار أحدها من خلال فيلم باريس تكساس- يبدو أن الروابط بين المدن الأوروبية والأمريكية قليلة. لكن التمويل الحديث قد غير هذه الروابط القليلة. فعلى جانبي الأطلسي، أدت معاملات تداول المشتقات المصرفية، المتشابهة، وإن كانت معقدة، إلى وقوع خسائر مالية عجزت أمامها الحكومات المحلية.

ويرجع إخفاق الصفقات جزئيا إلى الأزمة المالية العالمية، التي أثبتت خطورة كثير من المعاملات، التي كان يفترض أنها سليمة، أكثر مما كانت المحليات تعتقد. وكانت هذه الصفقات عادة ما تتضمن حكومات محلية يعوزها التطور، وتعقد صفقات باستخدام مشتقات مالية متداولة خارج البورصة (راجع الإطارات)، وليس في سوق منظمة أو من خلال مقاصة مركزية للطرف المقابل.

وقد أعلنت فرنسا عن عدم سداد مبالغ افتراضية لمشتقات مالية قيمتها ١١ مليار يورو، تتضمن ألف مدينة (المبلغ الافتراضي مماثل للقيمة الاسمية للسند). وفي إيطاليا أبلغت ٤٦٧ مدينة عن عدم سداد مبالغ قدرها ٢.٥ مليار يورو. ولا تتوافر بيانات شاملة عن ألمانيا، لكن كانت هناك خمسون مدينة على الأقل أجرت معاملات في المشتقات المالية مع البنك الألماني وحده. وفي الولايات المتحدة، حيث أصدرت أربعون ولاية قوانين تحول السلطات المحلية بالمتاجرة في المشتقات المالية، تراوح إجمالي القيمة الافتراضية التقديرية لهذه المعاملات بين ٢٥٠ و٥٠٠ مليار دولار. وكما حدث في أوروبا، خرجت الكوارث المالية المرتبطة بتداول تلك الأدوات إلى النور من خلال قضايا المحاكم. وأُعلن في الولايات المتحدة عن خسائر كبيرة في مدن ومقاطعات في ولايات ألاباما وكاليفورنيا وأوهايو وبنسلفانيا. وكما فعلت المحليات الأوروبية، لم يعلن كثير من الحكومات المحلية في الولايات المتحدة عن إخفاق صفقاته ربما تجنباً للرجح والعواقب السياسية.

ما هي المشتقات؟

المشتقات عبارة عن عقود مالية تُحسب قيمتها على أساس بند مرجعي أساسي كسهم أو سند أو عملة أو سعر فائدة، أو تُشتق منها- ومن هنا سُميت مشتقات. ومن أكثر أنواع المشتقات الشائعة العقود المستقبلية وعقود الخيار والمبادلات. ويجري تداول بعض المشتقات في البورصة وتداول البعض الآخر خارجها، وغالبا ما تُستخدم في التحوط ضد المخاطر.

سعر متغير إلى سعر ثابت، إلا أن ذلك قد تم على أساس المقاصة بين عمليتي دفع متغيرتين - أي بين السعر المعموم الذي دفعته الحكومة المحلية على السندات والسعر المعموم التي تقاضته في عملية المبادلة. وتشير التقديرات إلى أن الفرق المتوقع بين سعري الفائدة المعمومين سيوفر للحكومة المحلية ما بين ٠,٥ نقطة مئوية و١,٥ نقطة مئوية من ديونها.

وهذه استراتيجية قياسية للمشتقات المالية طالما استخدمتها الشركات غير المالية ولكنها تسبب في مشكلات للحكومات المحلية عندما لم يكن السعر المعموم على السندات المحلية التي أصدرتها يتحرك بالتزامن مع سعر الفائدة المعياري الذي تحددت على أساسه الدفعات المقبوضة من وسطاء المبادلة. وقد تتعقب أسعار الفائدة المشار إليها بعضها بعضا عن كثب في ظل ظروف السوق العادية، لكنها تتباعد بحدّة في أوقات الأزمات، عندما تؤثر فيها ضغوط السوق بصور مختلفة. وعندما توقفت أسعار الفائدة عن التحرك على نحو مترادف، لم تعد عملية المقاصة بين سعري الفائدة المتغيرين تحقق هدف السعر الثابت، وتوقفت الحكومات المحلية عن تحقيق وفر في مدفوعات الفائدة. ويُطلق على النتيجة المحتملة لهذا التطور العكسي مخاطرة «أساس». وغالبا ما كان وفر الحكومات المحلية في أسعار الفائدة يتحول إلى خسائر عندما تباعدت مسارات أسعار الفائدة.

وخلال الفترة من ٢٠٠٢ إلى نهاية ٢٠٠٧، كان هناك فرق يعتمد عليه يسمى فروق أو أساس بين سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن (الليبور)، وهو مؤشر مرجعي شائع الاستخدام لإصدارات الأسهم المحلية، ومؤشر اتحاد صناعة الأوراق المالية وأسواق المال (سيفما)، الذي غالبا ما يستخدم في تحديد سعر فائدة المبادلات على مستوى الحكومات المحلية. إلا أن هذا الفرق أخذ في التذبذب بصورة مقلقة في الفترة بين ٢٠٠٨ ومارس ٢٠٠٩ (راجع الرسم البياني)، وتوقفت الحكومات المحلية عامة عن دفع فوائد أعلى - وغالبا ما كانت أعلى كثيرا - مما كان متوقعا.

وإزداد الموقف تعقيدا عندما كانت أسعار الفائدة التي تدفعها الحكومات

المحلية على سنداتها طويلة الأجل ذات السعر المتغير غير مربوطة بسعر فائدة معياري، وكانت تحدد مباشرة من خلال السوق في المزايدات الأسبوعية أو الشهرية المنتظمة. وبالإضافة إلى وجود تفاوت بين أسعار فائدة عمليات التمويل المنفردة القائمة على السوق وأسعار الفائدة المعيارية، فغالبا ما كانت المزايدات تواجه فشلا في فترة الأزمة المالية العالمية نظرا لعدم التقدم بعروض لشراء السندات، ولا حتى من السماسرة/ التجار الوسطاء الذين سبق لهم ضمان الاكتتاب في الأوراق المالية. وكان العائق أمام هؤلاء السماسرة/ التجار الوسطاء نقص رؤوس أموالهم والمصاعب التي واجهتهم في التمويل. وعندما فشلت المزايدات، ارتفعت أسعار الفائدة على الأوراق المالية ارتفاعا صاروخيا بسبب بنود في العقود تفرض أسعار فائدة جزائية مرتفعة في حالة حدوث فشل على هذا النحو.

وقد صممت استراتيجية لتحقيق وفر في تكاليف الفائدة، لكنها لم تعالج مخاطر الأساس بشكل مناسب - أي احتمال اتساع الفروق. وجاءت المعاملات عقب فترة اتسمت بانخفاض تقلبات الفروق بين أسعار الفائدة مما يدل على تراجع احتمال حدوث مشكلات في المستقبل. ومن الواضح الآن أن الماضي لم يكن دليلا مرشدا جيدا للمستقبل، وأن الوفورات المتوقعة لم تعد كافية متى أخذ في الحسبان مقياس دقيق للمخاطر.

الحصول على الأموال مقدما

استخدمت الحكومات المحلية أيضا معاملات مبادلة أسعار الفائدة التي وفرت لها مدفوعات في بداية الفترة استطاعت أن تستخدمها في تخفيض ديونها أو تغطية مصروفاتها الجارية، مقابل سداد أكثر مما كان عليها أن تدفعه لولا ذلك على امتداد فترة المبادلة. وعادة ما يتم تسعير مبادلات أسعار الفائدة على أساس سعر التعادل، وهو ما يعنى أن القيمة السوقية العادية لكل جانب (أو "الساق" بلغة المبادلة) تكون هي ذاتها عند بداية الصفقة. ورغم ذلك، لو تعاقدت إحدى الحكومات المحلية على دفع جانب (أو ساق) لسعر فائدة ثابت يكون أعلى من السعر السائد في السوق، يقوم الوسيط بسداد قيمة هذه المدفوعات الآجلة الأعلى للحكومة المحلية عند بداية الصفقة. ووفقا للنظم المحاسبية للحكومات المحلية المبنية على أساس نقدي وليس على أساس الاستحقاق، لا تُقَيّد هذه المعاملة عادة كدين حكومي، حتى ولو كانت الحكومة المحلية قد اقتضت بالفعل. وذلك من شأنه أن يشوه البيانات المبلّغة عن أوضاع المالية العامة للحكومة المحلية.

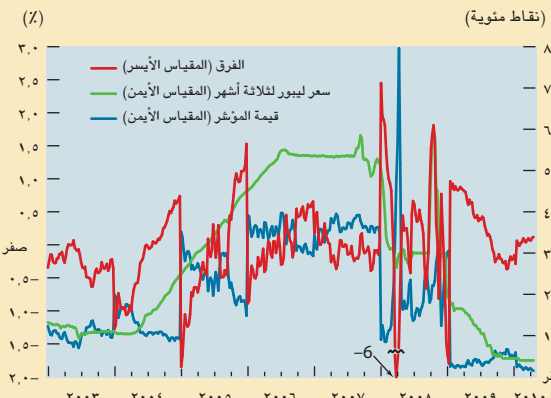
صفقات غريبة

تضمنت الحالة الثالثة، وأحيانا الأكثر إضرارا، مشتقات مالية أكثر تعقيدا أو غريبة. فالحكومات المحلية التي كانت تسعى إلى تعويض خسائرها الناجمة عن معاملات في مشتقات مالية أخرى، أو حتى لمجرد تحسين العائدات على أصولها النقدية خلال إحدى فترات انخفاض أسعار الفائدة، دخلت في معاملات لمشتقات مالية مثل المبادلات ذات أجل الاستحقاق الثابت (CMS)، وعقود المبادلة الخيارية، والمبادلات المتزايدة وتُسمى كرة الثلج. وحيث إن هذه المبادلات كانت أكثر تعقيدا وإبهاما، كان من الصعب تسعيرها وكانت مخاطرها أقل وضوحا. علاوة على ذلك، لم يكن غرضها الأساسي عادة هو التحوط ضد المخاطر، وإنما كان تحقيق دخل أعلى عن طريق تحمل مزيد من المخاطر. وهناك سؤال رئيسي حول ما إذا كان تسعيرها عادلا.

والمبادلة ذات أجل الاستحقاق الثابت هي مبادلة بين أسعار الفائدة يعتمد فيها ما يدفعه أحد الجانبين على سعر فائدة معياري قصير الأجل مثل سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن (ليبور) لثلاثة أشهر زائدا الفرق، ويدفع الجانب الآخر مثلا سعر الفائدة على المبادلة لمدة عشر سنوات الساري عند تاريخ كل دفعة على امتداد فترة المبادلة، وهي في الأساس عملية رهان على انحدار منحنى

الرسم البياني

كان الفرق بين سعر ليبور وسعر مؤشر اتحاد صناعة الأوراق المالية وأسواق المال (سيفما) مستقرا في الفترة من عام ٢٠٠٦ إلى ٢٠٠٨ ولكنه أصبح متقلبا بعد ذلك مما كان له تأثير عكسي على أسعار الفائدة على الأوراق المالية للحكومات المحلية المستندة إلى هذا الفرق، وجعل الحكومات المحلية تتحمل مزيدا من التكاليف.



المصدر: مجلس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي واتحاد صناعة الأوراق المالية وأسواق المال. سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن (ليبور) هو سعر الفائدة الذي يفرضه البنوك على الاقتراض فيما بينها لفترات قصيرة. وغالبا ما يُستخدم كمقياس مرجعي للديون بأسعار فائدة معومة، بما في ذلك كثير من الالتزامات الصادرة عن حكومات محلية. مؤشر اتحاد صناعة الأوراق المالية وأسواق المال (سيفما) غالبا ما يُستخدم كمقياس مرجعي لسعر الفائدة المتغير الذي يدفعه الوسطاء للحكومات المحلية في معاملات مبادلة أسعار الفائدة.

العائد الذي يرسم العلاقة بين الدخل الذي يدره استثمار معين وموعد استحقاقه. وفي الأوقات العادية تقل العائدات كلما قصرت مدة الاستحقاق، ويصعد المنحنى إلى أعلى (بسبب مزيج من عوامل المخاطر التي تتزايد مع الزمن). وكانت نقطة الجذب الرئيسية لهذه المعاملات هي اقتراب صافي المدفوعات بين الجانبين إلى الصفر عند ارتفاع سعر الفائدة المعياري. فإذا خفض البنك المركزي أسعار الفائدة قصيرة الأجل، من المحتمل أن يزداد منحنى العائد انحداراً لأن أسعار الفائدة طويلة الأجل لن تهبط بهذه القدر. ومن شأن المبادلة أن تولد تدفقاً نقدياً للحكومة المحلية إلا أن ما حدث خلال الأزمة المالية هو هبوط أسعار الفائدة قصيرة الأجل وطويلة الأجل، فاستوى انحدار منحنى العائد. ويُذكر أن سبعة وعشرين من المناطق التعليمية في بنسلفانيا وحدها خسرت أموالاً في هذه الأنواع من العقود منذ عام ٢٠٠٦.

الخسائر الناجمة عن كثير من هذه المعاملات في المشتقات المالية تسببت في مشكلات كبيرة للحكومات المحلية

وأحد الأنواع المختلفة المركبة للمبادلات ذات آجال الاستحقاق الثابتة مشتقات مالية غريبة متزايدة يُطلق عليها «كرة الثلج». وقد أفضت الاستثمارات من هذا النوع إلى خسائر تكديتها مدن مثل سانت إيتيان في فرنسا، وفورزهايم في ألمانيا. (تكبدت مدينة سانت إيتيان أيضاً خسائر ضخمة في مبادلات للعملية تضمنت الجنيه الإسترليني والفرنك السويسري). وشأنها شأن المبادلات ذات آجال الاستحقاق الثابتة، اشتقت مبادلات كرة الثلج هذه قيمتها من الفرق بين سعري الفائدة طويل الأجل والأقصر أجلاً، ولكنها تضمنت آلية إضافية تشترط ألا تقل دفعة كل فترة عن دفعة الفترة السابقة لها. وهكذا، فإن أي تحرك غير موات في أسعار الفائدة، حتى ولو كان مؤقتاً، من شأنه أن يحدث زيادة مستمرة في الدفعات على امتداد فترة العقد - وقد امتدت آجال الاستحقاق أحياناً إلى عقود. ويعتبر هذا عملاً ناجحاً للطرف في الجانب الرايح من المعاملة، ولم يكن هذا الطرف في أغلب الأحيان هو الحكومة المحلية.

مثال لكل المشكلات الثلاث

في الولايات المتحدة، وقعت مقاطعة جيفرسون بولاية ألاباما في ورطة السيناريوهات الثلاثة كلها - أي محاولة خفض تكاليف الفائدة، وتوليد مدفوعات في بداية الفترة، وحصد دخل إضافي. فالمقاطعة - التي تضم أقل من سبعمائة ألف نسمة، دخلت في ١٧ مبادلة قيمتها الافتراضية غير المسددة مجمعة ٥,٨ مليار دولار بآجال استحقاق امتدت لما يصل إلى ٣٩ عاماً. ولم تقتصر خسائر المقاطعة على مبلغ ٢٧٧ مليون دولار في معاملات المشتقات المالية، وإنما توجد مؤشرات على دفع عمولات إضافية بلغت نحو ١٠٠ مليون دولار تقترن بتلك المعاملات.

ويتضح من أحد عقود المبادلة التي أبرمتها مقاطعة جيفرسون كيف يمكن للتعقيد أن يفرز معرفة غير متكافئة عن التسعير - وذلك عندما يعرف أحد الطرفين عن المعاملة أكثر مما يعرفه الطرف الآخر. الأمر الذي يؤدي إلى الإجحاف في تسعير المنتج. وقد صممت المبادلة التي نتحدث عنها لتوليد دفعة في بداية الفترة بمبلغ ٢٥ مليون دولار ودخل إضافي للمقاطعة التي تحملت مخاطرة إضافية على أسعار الفائدة من أجل الحصول على أعلى دخل. وكانت دفعات المبادلة، على أساس أصل المبلغ الافتراضي وهو ١,٨٨ مليار دولار، عبارة عن صافي

الفرق بين سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن (ليبور) لشهر واحد الذي تدفعه المقاطعة مضروباً في ٠,٦٧٪. والسعر ذاته الذي تقبضه المقاطعة مضروباً في ٠,٥٦٪ زائداً ٠,٤٩٪ عن أصل المبلغ. والمعادلة تساوي سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن الذي تدفعه المقاطعة مضروباً في ٠,١١٪ (٠,٦٧٪ ناقصاً ٠,٥٦٪) وتتقاضى دفعة ثابتة بنسبة ٠,٤٩٪.

وشروط الاتفاق مقومة كنسب من أسعار الفائدة، الأمر الذي يزيد من صعوبة فهم المعاملة. ولننظر في الهندسة المالية العكسية التالية التي تفترض أن أجل الاستحقاق يبلغ عشر سنوات؛ لأن تفاصيل الاستحقاق غير معلنة. فالشروط متطابقة - والمعاملة أسهل في فهمها - عندما تزداد أسعار الفائدة عشر مرات، وينخفض أصل المبلغ بنفس القدر. ويمكن التعبير عن شروط السداد بأن المقاطعة تدفع فرقاً بمقدار ١,١ مرة من سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن مضروباً في ١٨٨ مليون دولار هي أصل المبلغ الافتراضي ناقصاً ٤,٩٪. فإذا طبق سعر الفائدة الثابت المعياري لمدة ١٠ سنوات على مبادلة بسعر الفائدة السائد بين بنوك لندن في يونيو ٢٠٠٤، عندما أبرمت الصفقة، لسمح ذلك للمقاطعة بأن تدفع سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن العادي؛ وتحصل على ٥,٢٣٪ من أصل المبلغ. وبناء على سعر الفائدة على المبادلة السائد آنذاك، فإن سعر الفائدة السائد بين بنوك لندن مضروباً في ١,١ مرة والذي دفعته المقاطعة كان من الممكن مبادلته مقابل ٥,٧٥٪ - أي أعلى بمقدار ٠,٨٥ نقطة مئوية من النسبة التي حصلت عليها وهي ٤,٩٪.

ومن جهة أخرى فقد حصل الوسيط في المبادلة على هذه المبالغ الأعلى. فبعد سداد ٤,٩٪ للمقاطعة تبقى له عائد خال فعلياً من المخاطر بنسبة ٠,٨٥٪ من أصل المبلغ وقدره ١٨٨ مليون دولار. والقيمة الحالية لهذا العائد في يونيو ٢٠٠٤ كانت ستصبح ١٢٥ مليون دولار - وكانت ستسمح للوسيط بأن يدفع ٢٥ مليون دولار كدفعة في بداية الفترة إلى مقاطعة جيفرسون، وأن يحقق ربحاً قدره ١٠٠ مليون دولار. وكانت المخاطرة الوحيدة بالنسبة للوسيط هي المخاطرة «الائتمانية» من توقف مقاطعة جيفرسون أو الطرف المقابل عن السداد في المبادلة الأخرى. ومن جهة أخرى تحملت المقاطعة قدراً كبيراً من مخاطرة سعر الفائدة وذلك بمعدل عائد أدنى من معدل السوق.

وتوضح هذه المعاملة كيف استخدمت الأدوات المعقدة وغير الشفافة التي تم تداولها خارج إطار السوق الرسمية في معاملات المشتقات المالية مع حكومات محلية غير متمرسية. كما تبين أيضاً كيف يمكن أن تحرر العقود بطرق تحجب وتعتم على ما يكمن تحتها من جوانب اقتصادية.

وأدت الخسائر الناجمة عن كثير من هذه المعاملات في المشتقات المالية إلى وقوع مشكلات كبيرة للحكومات المحلية. فمدن مثل سانت إيتيان وفورزهايم وكذلك مقاطعة جيفرسون في ولاية ألاباما كان عليها أن تخفض إنفاقها بمبالغ كبيرة - وبذلك تقلل من خدماتها الجارية وتؤخر أو تكبح الاستثمار العام في البنية التحتية، الأمر الذي أدى إلى تضائل النشاط الاقتصادي الحقيقي.

ولمساعدة الحكومات المحلية في تجنب معاملات غير مفهومة، ينبغي إلزامها بالاستعانة بطرف ثالث من مستشارين مستقلين حقا يمكنهم تحليل المخاطر، واقتراح تسعير مستقل. وينبغي أن تدفع الحكومات المحلية لهؤلاء المستشارين أتعاباً محددة وليس نسبة مئوية من المعاملة. وعلى الوسيط في المشتقات المالية أن يتصرفوا على أساس مسؤوليتهم كأمناء استثمار، ويشترط عليهم إثبات مدى ملاءمة المعاملات للحكومة المحلية وضمان شفافيتها. إضافة إلى ذلك، ينبغي تحديث القواعد المحاسبية الحكومية بحيث تعالج استخدام المشتقات المالية في تمويل الحكومات المحلية. ■

راندا ل دود خبير مالي أول سابق في إدارة الأسواق النقدية والرأسمالية في صندوق النقد الدولي.