

الأخبار السيئة تنتشر

رباح أريزكي، وبرتراند كانديلون، وأمامدو نيكولا راسين سي
Rabah Arezki, Bertrand Candelon, and Amadou N.R. Sy

أن تخفيض المرتبة الائتمانية لأحد البلدان يترك أثرا سلبيا ملحوظا على فروق أسعار الفائدة على السندات السيادية في البلدان الأخرى. ومع هذا، يحتمل أن تكون لصدمة تخفيض المراتب في الأسواق المالية الأكثر اندماجا آثارا تتعدى أسواق السندات. وفي الواقع، تعتمد دراسات أكثر حداثة (مثل دراسة (Ehrmann, Fratzscher, and Rigobon, 2010) إلى تحليل انتقال الصدمات عبر الأسواق والبلدان، وتخلص إلى أدلة على انتشار تداعيات دولية كبيرة، سواء داخل فئات الأصول وفيما بينها وتأثيرها، على سبيل المثال، على أسواق المال والسندات والأسهم وأيضا أسعار الصرف. وتقدم دراسة Kaminsky and Schmukler (2002) بعض الأدلة على أن التغييرات في مراتب الديون السيادية وتوقعاتها المستقبلية تؤثر على الأسواق المالية في الاقتصادات الصاعدة. وتخلص إلى أن المراتب السيادية لا تؤثر على الأداة التي يجري تقييمها (السندات) فحسب وإنما ينتقل تأثيرها أيضا إلى الأسهم.

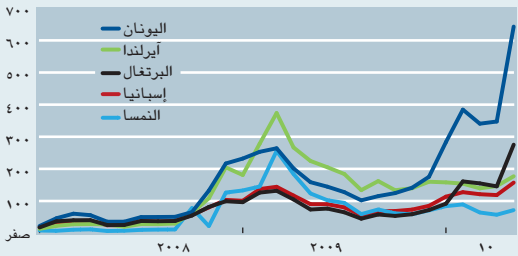
أزمة الديون السيادية الأوروبية الأخيرة **تركزت** في عدد قليل من البلدان، إلا أن الأسواق المالية في جميع أنحاء منطقة اليورو شعرت بآثارها. وعقب تخفيض المرتبة الائتمانية لبلدان مثل اليونان وأيرلندا والبرتغال وإسبانيا اتسعت فروق أسعار الفائدة على السندات السيادية وارتفعت تكاليف تأمين الديون السيادية (والتي تقاس بفروق أسعار الفائدة على مبادلات مخاطر الائتمان). وشعرت أسواق الأوراق المالية خارج البلدان المتضررة بالضغط (راجع الشكل). وكانت التغييرات التي طرأت على تقديرات المراتب الائتمانية للديون السيادية محور تركيز ما نتج من جدل حول دور هيئات تقدير المراتب الائتمانية خلال الأزمات والاعتماد المتبادل بين الأسواق المالية المختلفة. وتقيس هذه التقديرات احتمالية عجز الحكومة عن الوفاء بالتزاماتها المالية، وما إذا كانت تداعياتها تنتقل عبر البلدان والأسواق في بيئة متكاملة إلى حد بعيد مثل منطقة اليورو التي تضم ستة عشر اقتصادا أوروبيا.

**حينما تخمض
مرتبة الدين
السيادي، يمكن
استشعار التداعيات
في جميع البلدان
والأسواق المالية**

الخوف ينتشر

عندما خُفِّضت المرتبة الائتمانية لليونان في مطلع عام ٢٠١٠، تصاعدت تكلفة تأمين ديون اليونان وكذلك تكلفة تأمين ديون بلدان أخرى لم تُخفِّض مراتبها الائتمانية.

(فروق أسعار الفائدة على مبادلات مخاطر الائتمان. نقاط أساس)



المصدر: قاعدة بيانات DataStream.

ملاحظة: مبادلة مخاطر الائتمان هي عقد يسد المشتري بموجبه اللبايح ما يكافئ قسط التأمين (يطلق عليه فروق العائد)، ويضمن سداد دين معين في حالة توقف المقترض عن السداد. ورغم أن الطرف المشتري في معاملات مبادلة مخاطر الائتمان يكون غالبا هو حائز سندات الدين، فلا يتعين أن يكون أي من الطرفين في معاملة مبادلة مخاطر الائتمان مشاركا في المعاملة الأساسية نقطة الأساس تساوي ١٠٠/١ من النقطة المئوية.

وأدى التضافر المالي بين الاقتصادات الأوروبية على مدار العقد الماضي إلى إيجاد ظروف استثنائية لدراسة تأثير أخبار تقدير المراتب على الأسواق المالية، إلا أن المسألة ليست مقتصرة على أوروبا. والجدل الدائر في الوقت الحاضر حول الهيئات التي تحدد تقدير الجدارة الائتمانية هو تكرار للجدل خلال الأزمة المالية الآسيوية في ١٩٩٧-١٩٩٨، عندما كانت مشكلات الديون السيادية تقفز من اقتصاد إلى آخر. ولسوء الحظ، لم تُجرِ بحوث تُذكر عن انتشار تداعيات الأخبار عن التقديرات الائتمانية. واستخدمت دراسة Gande and Parsley (2005) بيانات عن فروق أسعار الفائدة على السندات في الأسواق الصاعدة من عام ١٩٩١ إلى عام ٢٠٠٠ وخُصِّصت إلى

وقد تكون الأسواق المالية قليلة التبصر بسبب تركيزها الضيق على عمليات تخفيض المراتب. وقد ينقل تخفيض مرتبة بلد ما معلومات جديدة عن بلدان أخرى (عن الروابط المالية مثلا). كما يمكن أن يشجع المشاركين في السوق على إعادة تقييم أساسيات البلدان ذات السمات المتشابهة (مثل حالات العجز المالي والمديونية) أو يحفز سلوك القطيع. وقد تكون الاستجابة الأقل توحيحا لمراجعات التوقعات المستقبلية راجعة إلى هيئة التقييم نفسها؛ سواء عدم فهم السوق ما تحاول الهيئة توصيله عندما تغامر بإبداء الرأي في المستقبل أو عدم إبداء السوق رد فعل لأنها لا تعول كثيرا على رأي الهيئة.

وبطبيعة الحال، يمكن شرح الأمر بصورة أبسط. ففي الاستثمار المستند إلى القواعد، قد يضطر حملة سندات الديون السيادية إلى بيعها إذا ما كان هناك تخفيض في مراتبها، ولكن ليس في حالة مراجعة التوقعات المستقبلية. وبالمثل، فإن التنظيم المستند إلى تقدير المراتب يفرض قيودا على البنك المركزي الأوروبي - الذي ينبغي أن يفرض الديون ذات المراتب المخفضة كضمان لقرض يُقدّم إلى مؤسسة مالية، ولكن قد يقبله في حالة مراجعة التوقعات المستقبلية.

بالإضافة إلى ذلك، فإن اسم هيئة تقدير الجدارة الائتمانية التي تنشر أخبار التقدير يطغى على الأخبار نفسها. ومن المرجح أن تنتشر مراجعات مؤسسة ستاندرد أند بورز للتوقعات بين البلدان بشكل أكبر من مراجعات الهيئتين الرئيسيتين الأخرين. وفي المقابل، تميل آثار تخفيض التقديرات التي تصدر عن مؤسستي مودي وفيتش إلى الانتشار عبر البلدان أكثر من تخفيضات مؤسسة ستاندرد أند بورز. والواقع أن الأسواق المالية تتسم بالانتقائية في طريقة رد فعلها إزاء أخبار التقديرات الصادرة عن هيئات مختلفة، ربما بسبب الفروق في مستوى مصداقية هيئات تقدير الجدارة الائتمانية. ويمكن أيضا تفسير التفاوت في ردود أفعال السوق بالنظر إلى الاختلافات الأخرى المتعلقة بإستراتيجية التواصل لهيئات تقدير الجدارة الائتمانية.

وهذه الأدلة المتوافرة على انتقال التداعيات هي مؤشر على أن الأخبار السيئة تنتشر بالفعل، إلا أن عملية انتقالها مسألة معقدة. فالأخبار بمقدورها أن تنتقل سريعا من بلد إلى آخر ومن سوق إلى أخرى، وتُحدِث آثارا متفاوتة عبر البلدان والأسواق على حد سواء. والطبيعة المعقدة لانتقال الآثار تؤدي إلى تعقيد عملية تصميم النظم وممارسة الرقابة، لذا فمن الأهمية بمكان أن تفهم الجهات التنظيمية كيفية انتشار الأخبار السيئة وما يحدث عندما تنتشر بالفعل. ■

رياح أريزكي خبير اقتصادي، وأمادو نيكولا راسين سي هو نائب رئيس قسم، وكلاهما من معهد صندوق النقد الدولي. وبرتاند كاندليون أستاذ في الاقتصاد النقدي الدولي في جامعة ماستريخت.

المراجع:

Arezki, Rabah, Bertrand Candelon, and Amadou Sy, 2010, "Sovereign Ratings News and Financial Markets Spillover" (unpublished; Maastricht, Netherlands: Maastricht University) and forthcoming IMF Working Paper.

Ehrmann, Michael, Marcel Fratzscher, and Roberto Rigobon, 2010, "Stocks, Bonds, Money Markets and Exchange Rates: Measuring International Financial Transmission," Journal of Applied Econometrics, doi: 10.1002/jae.1173.

Gande, Amar, and David Parsley, 2005, "News Spillovers in the Sovereign Debt Market," Journal of Financial Economics, Vol. 75, No. 3, pp. 691-734.

Kaminsky, Graciela, and Sergio Schmukler, 2002, "Emerging Markets Instability: Do Sovereign Ratings Affect Country Risk and Stock Returns?" World Bank Economic Review, Vol. 16, No. 2, pp. 171-95.

ونبحث تأثير أخبار تقدير المراتب الائتمانية على أسواق مبادلة مخاطر الائتمان، وننظر أيضا على نحو منهجي في الانتقال المحتمل للتداعيات ضمن هيكل الفئات المختلفة لسوق الأصول (دراسة Arezki, Candelon, and Sy, 2010). وقد أعدنا قاعدة بيانات تشمل على أساس يومي أسعار الفائدة على مبادلة مخاطر الائتمان السيادي الأوروبي ومؤشرات سوق الأوراق المالية - بما في ذلك المؤشرات الفرعية لأسهم رأس المال في الجهاز المصرفي وقطاع التأمين خلال الفترة بين 2007 و 2010.

وصممنا منهجنا بحيث يتيح رصد الآثار التي تحدثها الأخبار التي تصدر عن هيئات تقدير المراتب الائتمانية، أخذين في الحسبان الاعتماد الهيكلي المتبادل بين الأسواق المالية، فيسمح لنا بتحديد الأسواق والبلدان المتضررة من جراء أي تخفيض في المراتب السيادية. بالإضافة إلى هذا، بوسعنا عزل انتقال تداعيات أخبار تقدير المراتب إلى فئات الأصول المختلفة عبر البلدان بعد تحييد أثر الطبيعة الغالبة على التذبذبات الكبرى، وما يتبعها من حدوث تذبذبات مماثلة. وتفيد النتيجة الأساسية بأن تخفيض مرتبة الدين السيادي يؤثر على الأسواق المالية في البلدان المتضررة وكذلك في بلدان منطقة اليورو الأخرى. ويعتمد اتجاه تأثير أخبار التقدير وحجمه على المكان الذي تنشأ منه أخبار تقدير المرتبة الائتمانية. على سبيل المثال، كان لعمليات تخفيض مرتبة الديون السيادية اليونانية تأثير منتظم على جميع بلدان منطقة اليورو، مما تسبب في رفع تكاليف تأمين الديون السيادية (التي تقاس بفروق أسعار الفائدة على مبادلة مخاطر الائتمان) وولد ضغطا على أسواق الأسهم، حتى وإن لم يطرأ أي تغيير على تقدير المرتبة الائتمانية للبلدان الأخرى. وفي المقابل، اقتصر تأثير عمليات تخفيض مرتبة اقتصادات أوروبا الشرقية على بلدان منطقة اليورو التي تربطها علاقات مالية بهذه الاقتصادات.

وتتفاوت طبيعة الاعتماد المتبادل بين أداء أسواق الأسهم وتكلفة التأمين ضد التوقف عن سداد الديون السيادية (فروق أسعار الفائدة على مبادلة مخاطر الائتمان) من بلد إلى آخر، مما يشير إلى تأثير أخبار تقدير مرتبة الدين السيادي على الاقتصادات عن طريق مجموعة من القنوات، وقد تختلف نقطة الدخول في أحد الاقتصادات عن نقطة الدخول في اقتصاد آخر. وفي إسبانيا - على سبيل المثال - أدى ارتفاع فروق أسعار الفائدة على مبادلة مخاطر الائتمان السيادي إلى تراجع مؤشر سوق الأسهم - بما في ذلك المؤشرات الفرعية للتأمين والأنشطة المصرفية. بيد أن التغيير الذي حدث في مؤشر سوق الأسهم لم يؤثر كثيرا على فروق أسعار الفائدة على مبادلة مخاطر الائتمان في إسبانيا. وعلى العكس من ذلك، أدى تحسن سوق الأسهم في هولندا إلى انخفاض فروق أسعار الفائدة على مبادلة مخاطر الائتمان السيادي؛ إلا أن التأثير في إيطاليا ذهب في الاتجاهين، فأدى تحسن أداء سوق الأسهم إلى انخفاض فروق أسعار الفائدة على مبادلة مخاطر الائتمان، وأدى ارتفاع فروق أسعار الفائدة على مبادلة مخاطر الائتمان السيادي إلى الإضرار بالأسهم. ويمكن عزو أوجه الاختلاف في الاعتماد المتبادل في السوق داخل البلدان إلى اختلاف الهيكل الاقتصادي، بما في ذلك الاختلافات في مشاركة القطاع العام في الاقتصاد.

ويكتسب نوع الأخبار عن تقدير مرتبة الدين أهمية أيضا. وقد أشارت هيئات تقدير المرتبة الائتمانية إلى اعتزامها دراسة ما يطرأ على التقدير من تغيرات. فعلى سبيل المثال، تستخدم الهيئات الثلاثة الكبرى لتقدير المراتب الائتمانية - وهي فيتش، ومودي، وستاندرد أند بورز - إشعارا سالبا فيما يخص «التوقعات» للدلالة على إمكانية حدوث تخفيض خلال العامين التاليين (عام واحد في حالة تقديرات المراتب الائتمانية من الدرجة الأدنى). ومن ثم، نجد أن متوسط التأثير الواقع على فروق أسعار الفائدة على مبادلة مخاطر الائتمان جراء عمليات تخفيض المراتب أكبر من تأثير عمليات تعديل التوقعات (عندما لا يتغير التقدير، وإنما تكون هناك إشارة إلى احتمال حدوث تغيير).