

التداعيات على مستوى المحليات

والأزمة المالية، والركود. ونتيجة لذلك، شهدت سوق سندات البلديات الأمريكية إشارات عدم استقرار مثيرة للقلق. فقد تزايدت التقلبات مع تزايد الفروق بين متوسط أسعار السندات البلدية وأسعار الأوراق المالية الصادرة عن الخزنة الأمريكية (راجع الشكل). وفي الأوقات العادية، تكون أسعار الأوراق المالية البلدية أدنى من أسعار الإصدارات الحكومية الأمريكية بسبب ما تتلقاه السندات البلدية من امتيازات ضريبية. ويعكس تزايد تكاليف الاقتراض حاليا في الولايات الأمريكية المنفردة، من بين أمور أخرى، المخاوف إزاء إيراداتها والتزاماتها تجاه معاشات التقاعد مستقبلا. ولكن ربما كانت الأمور الأكثر إثارة لقلق المستثمرين هي - على خلاف ما ورد في الفصل التاسع المخصص للمحليات - عدم وجود آلية للإفلاس تحكم حالات تعثر الولايات عن السداد. وبعبارة أخرى، يجوز للولايات الأمريكية الامتناع عن سداد ديونها. ووفقا للتعديل الحادي عشر للدستور الأمريكي، تتمتع الولايات المنفردة بنفس الحصانة السيادية التي تتمتع بها البلدان، ولا يجوز مقاضاة الولايات إلا بموافقتها. وعلى مدى أكثر من ثلاث سنوات، تصدت الولايات لمخاوف المستثمرين بسلسلة من التدابير لمعالجة قضايا المالية العامة على كل من المدى القصير والمدى الطويل - بما في ذلك خفض الإنفاق، وزيادة الضرائب، والاقتراض، واللجوء إلى الحكومة الفيدرالية طلبا للعون في الحفاظ على توازن ميزانياتها. وبرغم ذلك، هناك قلق متزايد من أنه لو توقفت إحدى الولايات عن سداد ديونها - إذ تواجه ولايات كثيرة صعوبة بالغة في ميزانياتها - لانتقلت التداعيات إلى الأوراق المالية للمحليات الأخرى، بل قد تؤثر حتى

مبنى الكابيتول في الولاية، أولمبيا، ولاية واشنطن.

المستثمرون الأفراد في أغلب الأحيان يرون في ظل سوق سندات البلديات ملاذا آمنا (راجع الإطار). ويشمل مصدر السندات الأمريكية البالغ عددهم ٤٥ ألف حكومات الولايات والحكومات المحلية، والمناطق التعليمية، وهيئات المياه، التي تباع ما تصدره من سندات ديونها فيما يسمى بسوق البلديات. وجميع هذه الهيئات تسد ما عليها بصورة يعتمد عليها. ولم يتعثر في السداد منها سوى ٥٤ هيئة خلال الفترة من ١٩٧٠ إلى ٢٠٠٩ (Moody's, 2010). وكانت ولاية أركنساس الأمريكية آخر ولاية تتعثر عام ١٩٢٣ أثناء الكساد الكبير. وعلى امتداد التاريخ، لم يحدث سوى عدد قليل من حالات التعثر في الولايات - عشر حالات منها عقب الحرب الأهلية الأمريكية وثمان حالات بالإضافة إلى فلوريدا - التي كانت إقليميا حينذاك - خلال الثلاثينات والأربعينات من القرن التاسع عشر (دراسة Ang and Longstaff, 2011).

ولكن سلامة سوق السندات البلدية تعرضت أخيرا للتساؤل، خاصة فيما يتعلق بأكبر جهات الإصدار: وهي الولايات الأمريكية المنفردة، وبورتوريكو، ومدينة نيويورك. فقد انهارت الإيرادات الضريبية للولايات والمحليات من جراء الركود في قطاع الإسكان،

سوق تداول السندات الصادرة عن الولايات الأمريكية ليست معزولة فيما بينها، لكنها معزولة عن سوق السندات الفيدرالية

رابح أرزقي، وبرتاند كانديلون،
وأمادوسي
Rabah Arezki, Bertrand
Candelon, and Amadou
N.R. Sy



ولايات أخرى (وهي حالة تسمى التداعيات). ودرسنا أيضا آثار انتقال التداعيات بين أسواق السندات بالنسبة للولايات الأمريكية كل على حدة، وسوق الأوراق المالية للخزانة الأمريكية، والطرق التي تنتقل بها الصدمات بين السوقين. وقد وجدنا بين معظم أسواق سندات الولايات الأمريكية المنفردة ما نسميه بالتداعيات السلبية التي تؤدي إلى «البحث عن الاستثمار المأمون»، وهو ما يعني أن أي صدمة سالبة تواجه الأوراق المالية لإحدى الولايات تؤدي عادة إلى انخفاض تكاليف الاقتراض في غيرها من الولايات الأمريكية. ولم نجد بوجه عام أي تداعيات جوهرية بين الصدمات الناشئة من الأوراق المالية للولايات، ومن الأسواق الفيدرالية، إلا بالنسبة لقلّة من المُصدِّرين الكبار.

التداعيات

هناك وفرة من الدراسات الاقتصادية حول التداعيات في الأسواق المالية، لكنها تركز حتى الآن على التداعيات بين البلدان. وقد درسنا التداعيات داخل أسواق السندات وفيما بينها، والتي تتعلق بمستويات مختلفة من الحكومات في بلد بعينه - هو الولايات المتحدة.

وحتى ندرس التداعيات في أسواق السندات للولايات الأمريكية، والأوراق المالية الفيدرالية (أي سندات الخزانة الأمريكية)، أجرينا اختبارا تجريبيا لما إذا كانت صدمة خاصة بسوق ما تنتقل إلى أسواق أخرى. وقد صُحِّحت اختباراتنا لمراجعة ارتفاع التقلبات المشاهدة أثناء الأزمة المالية التي بدأت في ٢٠٠٨ (دراسة Forbes and Rigobon, 2002).

وهناك روابط واضحة بين الولايات الأمريكية وكذلك بين الولايات والحكومة الفيدرالية (ومدفوعات التحويلات من الأمثلة الجيدة على ذلك). وقد يُستشف من تلك الروابط تفسير انتقال التداعيات بين مختلف الأوراق المالية الصادرة في شكل سندات. وعلى النقيض من ذلك، فإن عوامل أخرى مثل الحالة النفسية للمستثمرين تجعل التداعيات أكثر استعصاء على التفسير. ومن ثم، فقد ركزنا على وصف طبيعة التداعيات بدلا من محاولة إيجاد تفسير محدد لها.

وتشير النتائج إلى أن المستثمرين يسعون أثناء فترات التقلب وراء استثمارات بلدية أكثر أمانا - وهو نفس النوع من البحث عن الاستثمار المأمون الذي يحدث أثناء الأزمات المالية عندما يصبح المستثمرون (المحلون والدوليون) أقل قلقا إزاء العائد وأكثر قلقا إزاء أمان أموالهم، ويشترتون أوراقا مالية صادرة من الخزانة الأمريكية والتي ظلت طويلا تعتبر من أكثر الاستثمارات أمانا في العالم. وبعبارة أخرى، فإن أي زيادة في تكاليف الاقتراض في إحدى الولايات الأمريكية

على سوق الأوراق المالية للحكومة الأمريكية. وطفقت الولايات تخفض الأموال المخصصة للمدن والمقاطعات والمناطق التعليمية أيضا، حيث لم تعد هناك سوى قلة من الأماكن التي تتوافر لديها مدخرات. وقد يتحول ما ينتج عن ذلك من عمليات تسريح للموظفين إلى عبء على الاقتصاد الوطني، بينما لا يزال التعافي من الأزمة المالية يبدو هشاً.

ويمثل ما قامت به مؤسسة ستاندرد آند بورز أخيرا من تخفيض درجة التصنيف الائتماني للولايات المتحدة من AAA إلى AA+ باعنا آخر على القلق. ورغم أن ذلك لم يكن له حتى الآن تأثير يُذكر - إن وجد - على الأوراق المالية للخزانة الأمريكية، فإن تخفيض الدرجة بنقطة واحدة قد زاد قلق المستثمرين من احتمال أن تواجه أسواق سندات الولايات تبعات في حالة حدوث أي اضطرابات مالية في الأسواق الفيدرالية. وإضافة إلى ذلك، فإن احتمال زيادة تشديد الميزانية الفيدرالية يمكن أن يزيد من تآكل الموارد المالية للولايات التي هي بالفعل غير مستقرة.

وفي دراسة حديثة (دراسة Arezki, Candelon, and Sy, 2011)، تناولنا قضيتين مع التركيز على أكبر المقترضين في سوق السندات البلدية. فقد فحصنا التداعيات داخل أسواق السندات البلدية - وخاصة ما إذا كان حدوث صدمة في سوق السندات في ولاية أمريكية واحدة يمكن أن يؤثر على أسواق السندات في

سوق السندات البلدية الأمريكية

السندات البلدية هي سندات دين تصدرها الولايات والمدن والمقاطعات وغيرها من الكيانات الحكومية لتمويل مشروعات رأسمالية - مثل بناء المدارس أو الطرق السريعة أو نظم الصرف الصحي - ولتمويل الأنشطة اليومية. وتُستحق السندات قصيرة الأجل خلال مدة تمتد من سنة إلى ثلاث سنوات، أما السندات طويلة الأجل، فلا تُستحق عموما خلال مدة تزيد على عقد. ويمتلك المستثمرون الأفراد نحو ثلثي السندات البلدية الأمريكية غير المسددة والبالغ قيمتها نحو ٢,٨ تريليون دولار أمريكي، إما بصورة مباشرة أو غير مباشرة من خلال صناديق الاستثمار وغيرها من الاستثمارات (www.sec.gov).

ويحصل المستثمرون في السندات البلدية على عدد من الامتيازات، بما فيها مدفوعات الفوائد، التي تعفى بصفة عامة من ضريبة الدخل الفيدرالية، ويجوز أيضا إعفاؤها من ضرائب الولايات والضرائب المحلية بالنسبة للمقيمين في الولاية التي صدر فيها السند. وبسبب الامتيازات الضريبية، تكون الفائدة على السندات البلدية عادة أدنى من الفائدة على الأوراق المالية ذات الدخل الثابت الخاضعة للضريبة، مثل سندات الشركات. والنوعان الأكثر شيوعا من السندات البلدية هما سندات الالتزام العام (السندات المضمونة بموجب «كامل القوة والأثر» للمُصدِّر)، وسندات الإيراد (السندات المضمونة بدخل من مشروع أو مصدر بعينه). وإضافة إلى ذلك، تصدر الهيئات المحلية المقترضة أحيانا سندات نيابة عن كيانات خاصة مثل الكليات والمستشفيات غير الهادفة للربح. ومن المعتاد أن يوافق هؤلاء المقترضون «الوسطاء» على أن يسدوا قروضهم للجهة المحلية المصدرة، التي تدفع الفائدة وأصل المبلغ على السندات.

وتكون خدمة الدين جزءا قليلا نسبيا من معظم موازنات الحكومات، فيما عدا قلة من حكومات الولايات التي تصدر ديونا طويلة الأجل لتمويل عمليات جارية. والاعتماد على التمويل بالعجز هو أحد أسباب تصنيف ولايات كاليفورنيا، وإلينوي، وأريزونا كأدنى ثلاث ولايات مرتبة وفقا لمؤسسة موديز.

أزمة التقلب

أدت الأزمة المالية العالمية في عام ٢٠٠٨ إلى زيادة التقلبات في سوق السندات البلدية الأمريكية. وبرغم الامتيازات الضريبية في سندات البلدية لعشر سنوات، كان عائدها يتجاوز في بعض الأحيان العائد على سندات الخزانة الأمريكية.

(العائد، %)



المصدر: مؤسسة Haver Analytics.

تؤدي إلى تحسن ظروف الاقتراض في ولايات تكتنفها مخاطر أقل. وقد وجدنا أن قلة من كبرى الهيئات المحلية المُصدرة - في ولايات مثل كاليفورنيا (أكبرها جميعاً) وجورجيا وميريلاند ومدينة نيويورك - تستفيد عندما تتعرض ولايات أخرى لمشكلات (وهو ما يعني انتقال تداعيات سلبية). ولكن هناك ارتباط موجب في قلة من الولايات مثل كونيتيكت وفلوريدا - أي أن أوراقها المالية تعاني عندما تعاني ولاية أخرى من مشكلات. ولا يمكننا أن نحدد لماذا يختلف الوضع في تلك الولايات القليلة - مما يوفر تربة خصبة لأبحاث تجري مستقبلاً. وإجمالاً، وبرغم ذلك فإن المشاركين في السوق لم يفرضوا حتى الآن جزاءات على معظم الولايات الأمريكية عندما ينشأ ضغط مكثف في سوق السندات بولاية أخرى.

هل هناك إحساس بالألم؟

لكن عندما يتعلق الأمر بالعلاقة بين أسواق الأوراق المالية البلدية والأوراق المالية للخزانة الأمريكية، تبدو الأمور مختلفة بعض الشيء. فعلى وجه العموم، نحن لم نتوصل إلى انتقال تداعيات جوهريّة بين الصدمات الناجمة عن أسواق الأوراق المالية للولايات والسوق الفيدرالية، فيما عدا قلة من كبرى الولايات المُصدرة للسندات. والحقيقة أنه فيما يتعلق ببضع من الولايات التي تعتبر من بين أكبر المقترضين، وجدنا أن المشكلات في سوقها من شأنها أن تفضي إلى اضطرابات في السوق الفيدرالية، كما وجدنا أدلة على حدوث تداعيات موجبة - وإن كانت دون مستوى الدلالة التقليدي - بين سوق الخزانة الأمريكية وأسواق ولايات نيو جيرسي وتكساس وواشنطن ومدينة نيويورك - وكانت أقوى النتائج في مدينة نيويورك. ولكن عندما يتعلق الأمر بأكبر ولاية مُصدرة للسندات البلدية في الولايات المتحدة وهي ولاية كاليفورنيا، وجدنا أن هناك تداعيات سلبية تنتقل إلى سوق الأوراق المالية للخزانة الأمريكية. وأشارت النتائج التي توصلنا إليها إلى أن العائد على السندات الصادرة من ولاية كاليفورنيا والعائد على الأوراق المالية للحكومة الفيدرالية يتحركان بصورة ملاحظة في اتجاهات متعارضة عقب أي صدمة تصيب أي من سوقي السندات. ويوحى تحليلنا بوجه عام بأن سوق السندات لا ترتبط بسوق سندات الخزانة إلا في بضع ولايات رئيسية. وقد تفضي صدمة ما تواجه سوق السندات في إحدى هذه الولايات إلى تصاعد عدم الاستقرار في سوق سندات الخزانة. ولتقييم ثبات نتائجنا قمنا بتحديد أثر احتمال تأثير عوامل أخرى على هذه العلاقات. وخلصنا إلى أن النتائج التي توصلنا إليها كانت ثابتة.

ويبقى سؤال واحد: هل التداعيات التي تنتقل بين سوق السندات البلدية وسوق سندات الخزانة تداعيات قصيرة الأجل أم طويلة الأجل أم كليهما؟ وكان لزاماً علينا أيضاً أن نحدد اتجاه الصدمات - وما إذا كانت تتجه أساساً من سوق سندات الخزانة إلى أسواق السندات البلدية، والعكس بالعكس. فانعكاسات ذلك على السياسات قد تكون مختلفة تماماً. ولم تفصح الاختبارات التجريبية التي استخدمناها لتحديد التداعيات عن الكثير بشأن اتجاه انتقال آثار الصدمات. وظل هذا المنهج صامتا فيما يتعلق بما إذا كانت الأدلة ذات طابع قصير الأجل أم طويل الأجل. ولاستكشاف هذا السبيل، استخدمنا اختباراً للسببية سمح لنا بتحديد طرق انتقال آثار الصدمات، والتعرف على ما إذا كان تأثيرها قصير الأجل أم طويل الأجل (دراسة Breitung and Candelon, 2006).

بطريقة أو بأخرى

توصلنا من خلال هذا الاختبار إلى أن سوق سندات الخزانة تُحدث تغييرات مباشرة في أسواق السندات البلدية في كل من الأجلين القصير والطويل. وتوجد

أيضاً بعض الأدلة على العلاقة السببية بين سوق السندات البلدية وسوق سندات الخزانة، ولكنها كانت ذات طابع طويل الأجل وحسب.

ورهنما بما إذا كانت آثار التداعيات بين الولايات وبين أسواق الأوراق المالية للولايات والأسواق الفيدرالية سالبة أم موجبة، فإن تلك النتائج توحي بأن الإصلاحات الهيكلية التي كان لها تأثير موجب على الموازنة الفيدرالية على المدى البعيد سوف تفيد أو تضر بظروف الاقتراض في الولايات الأمريكية. وبالمثل، من المتوقع أن تساعد الإصلاحات على مستوى الولايات إما في تخفيض أو زيادة تكاليف الاقتراض التي تتحملها الحكومة الفيدرالية.

وهناك دروس في السياسات قد تكون مهمة، يمكن استقائها من تلك الأدلة المتعلقة بالتداعيات من سوق السندات البلدية وفي داخلها - وهي لا تقتصر على الولايات المتحدة. فينبغي للبلدان التي لديها أسواق سندات متطورة للأوراق المالية التي تصدرها الولايات أو المقاطعات ألا تقلق من التداعيات المحتملة من بلدان مجاورة فحسب، بل عليها أيضاً أن تبحث بحثاً دقيقاً في طبيعة التداعيات التي تنتقل عبر أسواق السندات دون الفيدرالية، وبين هذه الأسواق وسوق سندات الفيدرالية. وينبغي أن يسترشد تصميم سياسة إدارة المخاطر بطبيعة تلك الروابط، وأن يتكيف مع طبيعتها المتطورة.

وفي أوروبا، هناك جدل مستعر حول ما إذا كان من الضروري زيادة الطابع الفيدرالي للمالية العامة، وما إذا كان إصدار سندات مشتركة باليورو من شأنه أن يساعد اقتصادات منطقة اليورو المعتلة. لكن من المهم أن نتأمل التأثير الذي قد يحدثه هذا الطابع الفيدرالي للمالية العامة على الروابط بين أسواق السندات في اقتصادات منطقة اليورو. وتشير هذه الدراسة إلى أن أسواق سندات الولايات الأمريكية المنفردة ليست معرضة لانتقال العدوى بل إلى البحث عن الاستثمار المأمون، وهو ما يعني ضمناً أن المشكلات في إحدى الولايات لم تجعل الأمور أسوأ بالنسبة للولايات الأخرى، وبذلك لم تزد المخاطر النظامية. فهل سيكون ذلك نتيجة فرعية لزيادة الطابع الفيدرالي للمالية العامة؟ ربما، لكن ارتفاع درجة الطابع الفيدرالي للمالية العامة في الولايات المتحدة لم يعزل تماماً بعد سوق السندات البلدية عن سوق سندات الخزانة. ■

رابح أرزقي، اقتصادي في معهد الصندوق، وأمادو سي نائب رئيس قسم في إدارة الأسواق النقدية والرأسمالية في صندوق النقد الدولي. وبرتراند كانديليون أستاذ الاقتصاد النقدي الدولي في جامعة ماستريخت.

المراجع:

Ang, Andrew, and Francis Longstaff, 2011, "Systemic Sovereign Credit Risk: Lessons from the U.S. and Europe," NBER Working Paper No. 16982 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Arezki, Rabah, Bertrand Candelon, and Amadou Sy, 2011, "Spillover Effects from the Munis," forthcoming IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).

Breitung, Jörg, and Bertrand Candelon, 2006, "Testing for Short- and Long-Run Causality: A Frequency Domain Approach," Journal of Econometrics, Vol. 132, pp. 363-78.

Forbes, Kristin J., and Roberto Rigobon, 2002, "No Contagion, Only Interdependence: Measuring Stock Market Comovements," Journal of Finance, Vol. 57, No. 5, pp. 2223-61.

Moody's Investors Service, 2010, "U.S. Municipal Bond Default and Recoveries, 1970-2009," Special Comment (February).