

## الأسواق المالية في مأزق: أين ستظهر الشقوق؟

اول اختبار كبير لنظام مالي جديد المظهر

ترجمة: د. سامر مظهر قنطقجي

إنه من الصعب ألا تشعر بإحساس بالخطر، مع تشديد مجلس الاحتياطي الفيدرالي لسياسته، فقد تراجع أسعار الأصول، وفقدت الأسهم من قيمتها السوقية - منذ يناير - ١٢ تريليون دولار، وفقاً لمؤشر ويلشاير ٥٠٠٠ الشامل، وتم شطب ٧ تريليونات دولار أخرى من السندات، التي فقدت ١٤٪ من قيمتها. واختفت حوالي ٢ تريليون دولار من القيمة السوقية للعمليات المشفرة خلال العام الماضي. وتكيف أسعار المساكن بشكل أبطأ، مع انخفاضها. وبلغت معدلات الرهن العقاري ٧٪ ارتفاعاً من ٣٪ العام الماضي. وهذا كله في أمريكا - أحد أقوى الاقتصادات في العالم .

سيؤدي ارتفاع معدلات الفائدة إلى إبطاء الاقتصاد الأمريكي ومن شأنه أن يكسر ظهر التضخم. لكن ماذا بعد؟ منذ أن رفع مجلس الاحتياطي الفيدرالي أسعار الفائدة مرة أخرى في ٢٢ سبتمبر، كانت الأسواق العالمية في حالة اضطراب. وعندما أعلنت الحكومة البريطانية في اليوم التالي عن إجراء تخفيضات ضريبية غير مموله، تسببت عمليات البيع الناري من قبل صناديق التقاعد في خروج عائد السندات الحكومية (أو "السندات الذهبية") عن السيطرة. ثم انتشرت العدوى إلى سوق الخزانة الأمريكية، وهي متقلبة وغير سائلة كما كانت في بداية كوفيد ١٩. ارتفعت تكلفة التأمين ضد عجز بنك **Credit Suisse** العالمي بشكل حاد. تشير هذه الاضطرابات إلى أن العالم يدخل مرحلة جديدة، حيث لم تعد الأسواق المالية تعكس فقط ألم التكيف مع السياق الاقتصادي الجديد - التسعير بمعدلات أعلى ونمو أقل - ولكنها الآن تنشر أيضاً آلامها الخاصة.

يشعر المرء بأسوأ ألم عندما تفشل المؤسسات المالية. هناك طريقتان للقيام بذلك: عدم السيولة أو الإفلاس، ومن المرجح أن تؤدي السياسة النقدية الأكثر صرامة إلى دفع كليهما أو كشفهما. إن نقص السيولة هو الذي يأتي أولاً - وقد وصل بالفعل بشكل جيد. خذ على سبيل المثال صناديق التقاعد البريطانية. يستخدمون استراتيجية تسمى "الاستثمار المدفوع بالمسؤولية" للتحوط ضد تحركات أسعار

<sup>1</sup> The Economist, Financial markets are in trouble. Where will the cracks appear?, Oct 4, 2022 , [Link](#)

الفائدة. عندما ارتفعت الأسعار، واجهوا نداءات الهامش، والتي قابلوها ببيع السندات الذهبية. تحركت العائدات بسرعة كبيرة لدرجة أن هذا أصبح بيعاً سريعاً، مع انخفاض الأسعار بشكل لولبي. كان على بنك إنجلترا التدخل لشراء السندات. على الأقل، لا تتعامل صناديق التقاعد الأمريكية مع التزاماتها بنفس الطريقة، مما يعني أنه من غير المرجح أن تواجه مثل هذه التفجيرات.

لكن صناديق التقاعد ليست هي الوحيدة التي قد تواجه مشكلات السيولة. في الرابع من تشرين الأول (أكتوبر)، أطلق صندوق النقد الدولي جرس الإنذار بشأن صناديق السندات المفتوحة، التي تمتلك أصولاً بقيمة ٤١ تريليون دولار، أي ربع الأصول المالية خارج النظام المصرفي. يمكن للمستثمرين بيع ممتلكاتهم مرة واحدة في اليوم، حذر صندوق النقد الدولي من أن "مديري الصناديق قد يستغرقون عدة أيام لبيع الأصول لتلبية عمليات الاسترداد هذه، خاصة عندما تكون الأسواق المالية متقلبة". هذا يعرضهم لتحركات في أسعار السوق. التدفقات الخارجة تتراكم. وقد سحب المستثمرون ٨٪ من أصولهم من هذه الصناديق هذا العام.

ترتفع تكاليف الائتمان بسرعة، كما هو متوقع في مثل هذه الظروف. تسلط بيتسي جراسيك من مورغان ستانلي، أحد البنوك، الضوء على مدى مفاجأة التحول: "في أحدث استطلاع لكبار مسؤولي القروض، انقلب كل سؤال طرحوه على المصرفيين حول الأوضاع المالية إلى التشديد، مرة واحدة. لم يسبق لي أن رأيت هذا من قبل." ومع ذلك، فإن المشكلة الحقيقية تكمن في عدم توفر الائتمان - بغض النظر عن السعر. أفاد التجار البريطانيون أنه لم تكن هناك "عروض" لشراء السندات الذهبية في الأيام التي تلت إعلان الحكومة عن خططها. كما تدهورت مقاييس السيولة في سوق الخزنة. "نشهد ما حدث في مارس ٢٠٢٠ مرة أخرى. يقول داريل دوفي من جامعة ستانفورد: "يتم تداول سندات الخزنة نفسها بأسعار مختلفة، كما أن هوامش العرض والطلب آخذة في الاتساع".

كانت أسواق الأسهم مضطربة بالقدر نفسه، لكنها على الأقل استمرت في العمل. يقول تال كوهين من بورصة ناسداك: "ربما لم يعجبك السعر الذي كنت تراه، لكنك كنت دائماً ترى السعر". لم يشهد بعد "تدمير الطلب"، وهو ضعف سجل الطلبات الذي يحدث عندما يبدأ المشترون والبائعون في سحب طلباتهم بشكل جماعي. هذا على الرغم من حقيقة أن استراتيجيي بنك أوف أمريكا يعتقدون أن

الأسواق قد هبطت إلى مستويات قد تؤدي الخسائر فيها إلى إجبار الصناديق على بيع الأصول لزيادة السيولة، مما يسرع من عمليات البيع.

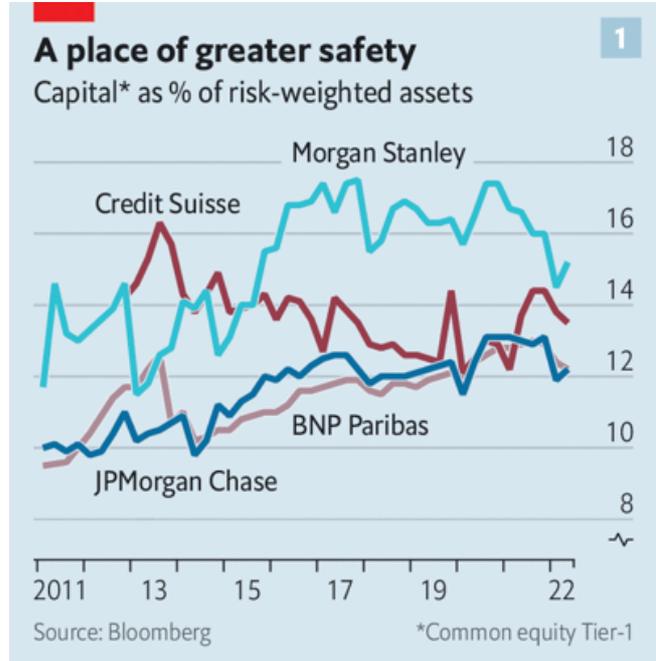
عدم السيولة في أسواق الائتمان مشكلة كافية قد تتحول إلى نقص كامل في الإقراض. سارعت البنوك البريطانية الأسبوع الماضي إلى سحب قروض الرهن العقاري من الرفوف التي يضرب بها المثل. إذا خرجت هذه الديناميكية عن السيطرة، فيمكن عادةً حلها عن طريق تدخل البنوك المركزية والعمل كمقرضي الملاذ الأخير، كما فعل بنك إنجلترا. ومع ذلك، فإن مخاطر القيام بذلك ليست تافهة. يستخدم مثل هذا التدخل التيسير الكمي، وشراء الأوراق المالية باستخدام أموال البنك المركزي - المسار الذي تستخدمه البنوك المركزية لتيسير السياسة النقدية. وبالتالي قد يقوض الثقة في التزام محافظي البنوك المركزية بمحاربة التضخم.

يتساءل مراقبو السوق الآن عما إذا كان كل هذا الضغط سيؤدي إلى حالات إفلاس، والتي تحدث عندما تنخفض قيمة أصول المؤسسة إلى ما دون التزاماتها. إنه المصير الذي حل بشركات التأمين، بما في ذلك AIG، والبنوك، بما في ذلك Lehman Brothers، في عام ٢٠٠٨. تخلف مالكو المنازل في جميع أنحاء أمريكا عن سداد قروضهم، مما يعني أن الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري، والأصول التي اشترتها العديد من الشركات، لم تعد تساوي شيئاً قريباً من أصولها الأصلية. سعر الشراء. الإعسار مميت، ولا يمكن حله إلا عن طريق الإفلاس أو عمليات الإنقاذ.

التوتر الحالي هو أول اختبار كبير لنظام مالي بمظهر جديد. لقد سعى المنظمون إلى جعل المؤسسات ذات الأهمية النظامية - كما كان من المؤكد أن يتم تصنيف بنك ليمان براذرز - الأكثر أماناً من الفشل. لقد فعلوا ذلك من خلال إجبار الشركات المصنفة على هذا النحو على اتباع قواعد صارمة لرأس المال والسيولة والمخاطرة، وكذلك عن طريق اختبار الإجهاد لهم في الانهيارات الاقتصادية الافتراضية. حاول المنظمون أيضاً تقليل الغموض ومخاطر الطرف المقابل - القنوات التي تحولت من خلالها المخاوف بشأن ليمان إلى شك في النظام المصرفي بأكمله.

والنتيجة هي وجود طبقات من الحماية حول أهم مؤسسات النظام المالي. في قلب الأسواق توجد غرف المقاصة، والتي تقوم بتسوية الصفقات في الأسهم والمشتقات بين أعضائها (البنوك الكبيرة في الغالب). للانضمام إلى غرفة المقاصة، يجب على العضو أن يسجل "هامشاً أولياً" في حالة التخلف عن السداد؛

يمكن أن يرتفع هذا الهامش إذا تحركت الأسواق. يخضع النظام لاختبارات الإجهاد مقابل التخلف عن السداد حتى من جانب أكبر أعضاء غرف المقاصة، مثل JPMorgan Chase أو Citigroup.



The Economist

كما أن البنوك التي تقف بين غرف المقاصة والمؤسسات المالية الأخرى ليست في حالة أفضل. كانت المشكلات التي عجلت بسقوط Lehman Brothers هي أن الشركة لم يكن لديها رأس مال كافٍ (في بعض الأحيان قبل زوالها كانت تمتلك رأسملاً يساوي ٣٪ فقط من الأصول)، وقد اقترضت الكثير (تملك ديون بقيمة ٣٠ ضعفاً لها)، لديها نموذج عمل مشكوك فيه (يضع رهانات هائلة على سوق الإسكان الأمريكية)، وقد تحمل كميات هائلة من المخاطر.

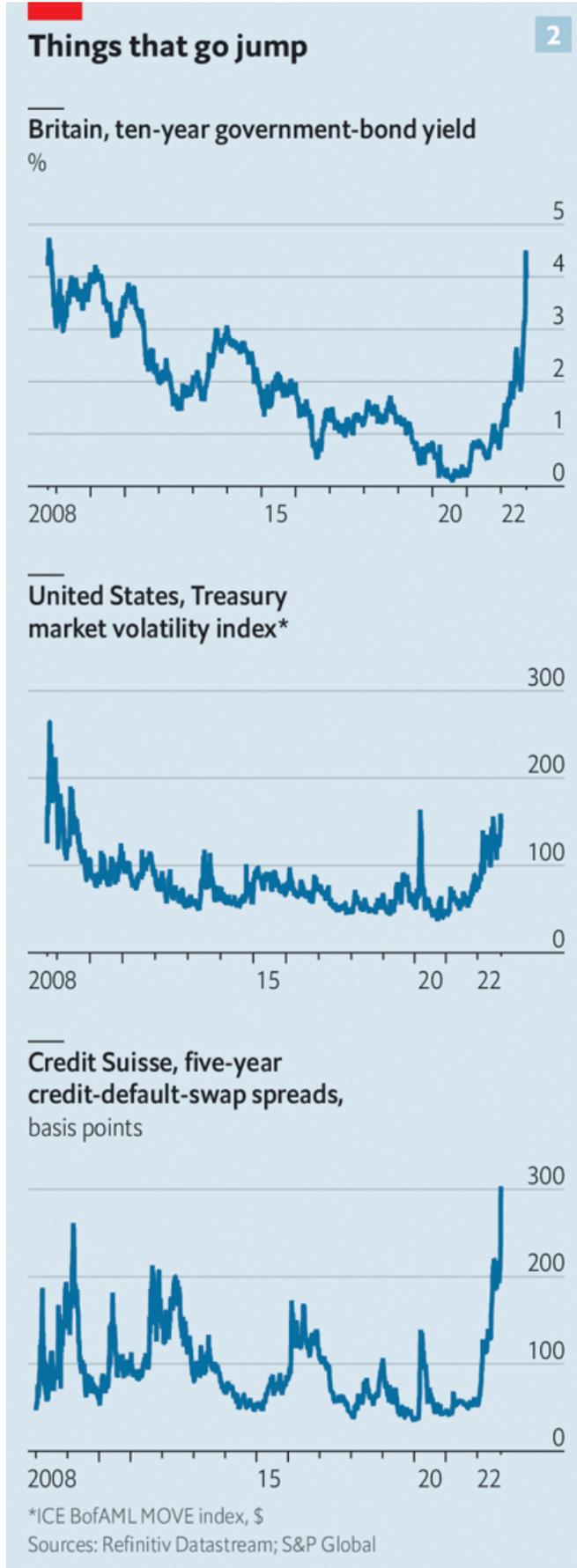
يوجد اليوم ٣٠ بنكاً تم تصنيفها على أنها ذات أهمية نظامية من قبل المنظمين، حوالي ٢٨ منها مدرجة في kbw Nasdaq Global Bank Index، الذي يتتبع أسهم البنوك. يتم تمويل هذه البنوك الـ ٢٨ برأس مال بقيمة ١٣٪ من أصولها المرجحة بالمخاطر (انظر الرسم البياني ١)، ولديها ديون تبلغ قيمتها خمسة أضعاف حقوق الملكية. على الرغم من ذلك، فإنهم لا يحصلون على شهادة نظيفة تماماً: بعض نماذج الأعمال تبدو هشة. في المتوسط، أعادت البنوك أرباحاً تساوي ٩٪ من أسهمها في الربع الأخير، لكن الأسوأ (بخلاف Credit Suisse) عادت ٤٪ فقط. من الصعب معرفة ما إذا كان أي منهم قد تحمل مخاطر جسيمة.

يقول رئيس أحد البنوك: "البنوك الأمريكية أقوى بكثير بشكل لا لبس فيه". قلة هم الذين يدلون بمثل هذه التصريحات حول البنوك الأوروبية، وبالتأكيد لا أحد يتحدث عن بنك كريدي سويس. حققت الشركة عائداً على حقوق المساهمين أقل من ١٤٪ في الربع الأخير، وانخفض سعر سهمها وأصبحت قيمتها السوقية الآن ١٢ مليار دولار فقط. مع ذلك، حتى بنك كريدي سويس ليس قريباً من الانهيار على غرار بنك ليمان. يتم تمويله برأس مال قيمته ١٤٪ من أصوله المرجحة بالمخاطر. على الرغم من أن مقايضات الائتمان والتخلف عن السداد لدى **Credit Suisse**، والتي تعمل مثل التأمين ضد التخلف عن السداد، قد قفزت (انظر الرسم البياني ٢)، إلا أنها لا تزال تشير إلى أن فرصة التخلف عن السداد تتراوح من رقم واحد منخفض إلى متوسط.

البنوك الكبرى تتجه إلى العصر الجديد المحسن. لكن التنظيم الذي عزز دفاعاتهم قلصهم أيضاً. مطالب رأس المال المرتفعة تجعل من الصعب عليهم المنافسة. نظراً لأنه يجب عليهم إضافة أوزان مخاطر لجميع أنواع الأصول، فإنهم الآن يمتلكون أشياء مملّة فقط. نسب الرافعة تقيّد حجمها. على النقيض من ذلك، فإن المؤسسات المالية غير المهمة من الناحية النظامية غير مثقلة بهذه القواعد.

يمكن رؤية التأثير على الميزانيات العمومية. في عام ٢٠١٠، بعد الأزمة المالية، احتفظت البنوك بأصول مالية بقيمة ١١٥ تريليون دولار. واحتفظت المؤسسات المالية الأخرى، مثل صناديق التقاعد وشركات التأمين ومديري الأصول البديلة، بنفس المبلغ تقريباً. في السنوات التي تلت ذلك، نمت شريحة غير البنوك. وبحلول نهاية عام ٢٠٢٠، كانت لديهم أصول بقيمة ٢٢٧ تريليون دولار، أي ما يزيد بمقدار الربع عن أصول البنوك. وبالمثل، جاءت أربعة أخماس الرهون العقارية الأمريكية من البنوك قبل الأزمة المالية. اليوم فقط نصفهم يفعلون ذلك، ويتم بيع معظمهم للمستثمرين.

وبالتالي فإن الأشياء المراوغة ربما تكون في مؤسسات أخرى. أي واحدة؟ في عام ٢٠٠٧ بدأت المشاكل في العقارات. هذه المرة لدى الأمريكيين ديون أقل بكثير من القروض العقارية، لكن الوتيرة الهائلة لنمو الأسعار في الإسكان السكني تشير إلى أن بعض المشترين سيواجهون صعوبات. في الواقع، ثلاثة أرباع أولئك الذين اشتروا في العام الماضيين ندموا على قرارهم. كما أن أشكال العقارات الأخرى معرضة للخطر. تقوم الشركات بتقليص حجم مكاتبها للتكيف مع العمل من المنزل، مما يطرح مشاكل للمطورين التجاريين ذوي الاستدانة العالية. يشير تشارلز بنديت من شركة **Taconic Partners**



The Economist

مطور في نيويورك، إلى أن الكثير قد اختار الديون ذات السعر العائم، مما يعني أن تكاليف خدمة الديون قد تضاعفت بالفعل.

مايكل بيرري، الذي اشتهر في عام ٢٠٠٨ بعد بيع الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري على المكشوف، يشعر بالقلق إزاء التمويل الاستهلاكي غير المضمون نظراً لنمو مزودي خدمة "اشتر الآن وادفع لاحقاً" والسهولة التي تمكن المستهلكين من خلالها من الاستفادة من بطاقات الائتمان خطوط. غامر بنك Goldman Sachs في الائتمان الاستهلاكي في عام ٢٠١٩، مما ساعد في إطلاق بطاقة Apple. لديها الآن معدل تعثر مرتفع بشكل غير عادي قدره ٣٪ خلال الأشهر الستة الماضية. تشير السيدة جراسيك من Morgan Stanley إلى أنه نظراً لأن هذه دورة مدفوعة بمعدل الفائدة بالصدمة، فمن المحتمل أن تبدأ المشاكل أولاً في القروض التي تعيد تسعيرها بمعدلات أعلى بسرعة: العقارات والسيارات والرهن العقاري في النهاية".

أحد الأجزاء الأسرع نمواً في الائتمان الخاص كان ذلك المقدم لشركات خدمات البرمجيات، كما يشير سيث بيرنشتاين، رئيس

**AllianceBernstein**، مدير الأصول. "لقد كانت آلات صرف نقدية رائعة، لأن لديها نماذج اشتراك." تم استخدام التدفقات النقدية التي توفرها لتأمين التمويل، مما يعني أن العديد من الشركات الآن تتمتع برافعة مالية عالية. هم أيضا لم يُختبروا في فترة الانكماش. يقارن بيرنشتاين الوضع بتوريق ديون الإسكان، حيث إن المعلومات المتاحة عن الدين قليلة للغاية.

الشركات على نطاق أوسع هي الأكثر عرضة للخطر. وهي مدينة ديون بقيمة ٨٠٪ من الناتج المحلي الإجمالي، مقارنة بنسبة ٦٥٪ في عام ٢٠٠٧. وقد تم تصنيف ثلث ديون الشركات الأمريكية على أنها **bbb**، وهي أدنى تصنيف استثماري. الشركات التي تم تخفيض تصنيفها أكثر من ذلك ليست مؤهلة للعديد من محافظ المستثمرين. الافتراضات قادمة الآن. وصلت معدلات التخلف عن السداد للمُصدِّرين ذوي العائد المرتفعة إلى أعلى مستوياته في شركة الرعاية الصحية **Bausch Health**، منذ يونيو ٢٠٢٠. وهناك القليل من الشهية للديون الجديدة عالية العائد. سيكافح استحواذ **Elon Musk** على **Twitter** في أبريل لإصداره دون تكبد خسائر.

من يملك هذه الأصول السيئة؟ الشركات المالية التي نمت كثيراً على مدار الخمسة عشر عاماً الماضية هي المكان الأول للبحث. نمت الأصول البديلة، والتي تشمل الأسهم الخاصة والعقارات وصناديق التحوط، من ٨٪ فقط من إجمالي الأصول المالية في عام ٢٠٠٦ إلى ١٥٪ الآن. لقد تكبدوا خسائر ورقية بنسبة ١١٪ على استثماراتهم هذا العام، وهو انخفاض أقل بكثير مما حدث في الأسواق العامة. قد يعكس هذا الاستثمار المعقول – أو عدم الرغبة في التكيف مع الواقع.

الشركات التي أفلتت من العبء الكامل للتنظيم هي مكان آخر للبحث فيه. حاول مجلس الاستقرار المالي والرقابة، وهو هيئة أنشأتها وزارة الخزانة لمراقبة المؤسسات المالية المهمة، المطالبة بالإشراف على شركات التأمين الكبرى، بما في ذلك **MetLife** و **aig** و **Prudential**. لكن شركة **MetLife** فازت بدعوى قضائية لإلغاء التصنيف، ثم ألغى المجلس تسمياته للبقية.

إذاً تم شطب الكثير من المستثمرين، وستنجم المؤسسات النظامية من حدث آخر مثل تفجيرات صناديق التحوط **ltcm** (في عام ١٩٩٨) و **Archegos** (في عام ٢٠٢١). لكن هذا لا يجعل الحياة أسهل بالنسبة للبنوك المركزية. إن وظيفتهم هي تشديد السياسة بما يكفي لتهدئة التضخم دون التسبب في نشاط معطل بشكل خطير في الأسواق المالية. ويبدو أنه من الصعب القيام بالأمرين.