

ماذا يعني منحنى العائد المقلوب؟

فيصل الجاسر
٧ ابريل ٢٠٢٢

في الشهر الماضي، بدأ بنك الاحتياطي الفيدرالي رسميًا حملته نحو سياسة نقدية أكثر تشدداً. رفع الاحتياطي الفيدرالي سعر الفائدة القياسي بمقدار ٢٥ نقطة أساس، وهو الأول منذ عام ٢٠١٨. وبالعودة إلى التاريخ الحديث، من المتوقع أن تكون وتيرة تطبيق السياسة النقدية أكثر حدة مع ست زيادات إضافية مخطط لها هذا العام. وللحفاظ على سياسة الاستقرار النقدي، هذا البنك المركزي السعودي (ساما) حذوه من خلال رفع سعر إعادة الشراء وسعر إعادة الشراء المعاكس أيضاً بمقدار ٢٥ نقطة أساس.

ورداً على أسئلة الصحفيين، صرَّح رئيس الاحتياطي الفيدرالي بأن التضخم مرتفع جداً وسوق العمل محموم للغاية واستقرار الأسعار هو "شرط مسبق" للبنك المركزي في التحرك ومواجهة أحد أصعب الضغوط في الأسعار منذ ثمانينيات القرن الماضي. وبما أن التعافي الاقتصادي من الجائحة لا يزال يمضي قدمًا، فقد تسار التضخم بوتيرة مختلفة عبر العديد من الاقتصادات. في السعودية، قفز مؤشر أسعار المستهلك كمقياس للتضخم إلى ١,٦٪ في فبراير ٢٠٢٢ على أساس سنوي، بزيادة هامشية عن رقم يناير والذي كان ١,٢٪. وفي الولايات المتحدة، ارتفع مؤشر أسعار المستهلك بنسبة ٧,٩٪ (على أساس سنوي) في فبراير ٢٠٢٢، في حين ارتفعت الأسعار المدفوعة للمنتجين الأميركيين (مقاسة بمؤشر أسعار المنتجين (PPI) (على أساس سنوي) بنسبة كبيرة بلغت ١٠٪. ومن المنطقي القول إن هذه الأرقام لم تعكس بعد الأضطرابات الاقتصادية الناجمة عن الحرب في أوكرانيا، والتي من المرجح أن تزيد من الضغوط التضخمية في المستقبل.

ومع اشتداد حدة الحرب الروسية الأوكرانية، يزداد التأثير الذي تسببه على الاقتصاد العالمي. كانت مستويات التذبذبات المرتفعة عبر فئات الأصول المختلفة هي الموضوع السائد منذ اندلاع الصراع. وبشكل خاص، هذا هو الحال مع أسعار السلع بالنظر إلى أن روسيا وأوكرانيا تنتجان وتتصدران عدداً كبيراً من المواد التي يستخدمها العالم يومياً. من المعادن الثمينة إلى السلع الزراعية، يحد الصراع المستمر من الإمدادات الحيوية ويعود كنتيجة إلى ارتفاع في الأسعار. هذه الظروف الاقتصادية الحالية أدت إلى تغير شكل منحنى العائد.

انعكاس منحنى العائد

يشير منحنى العائد على المدى الطويل إلى العلاقة بين أسعار الفائدة قصيرة وطويلة الأجل. عادةً ما يكون خطاب يرسم عوائد (أي أسعار الفائدة) الأوراق المالية ذات الدخل الثابت والجودة الائتمانية المتساوية، ولكن بتواريخ استحقاق مختلفة. تاريخياً، اتخذ منحنى العائد ثلاثة أشكال أساسية، طبيعي ومقلوب ومسطح.

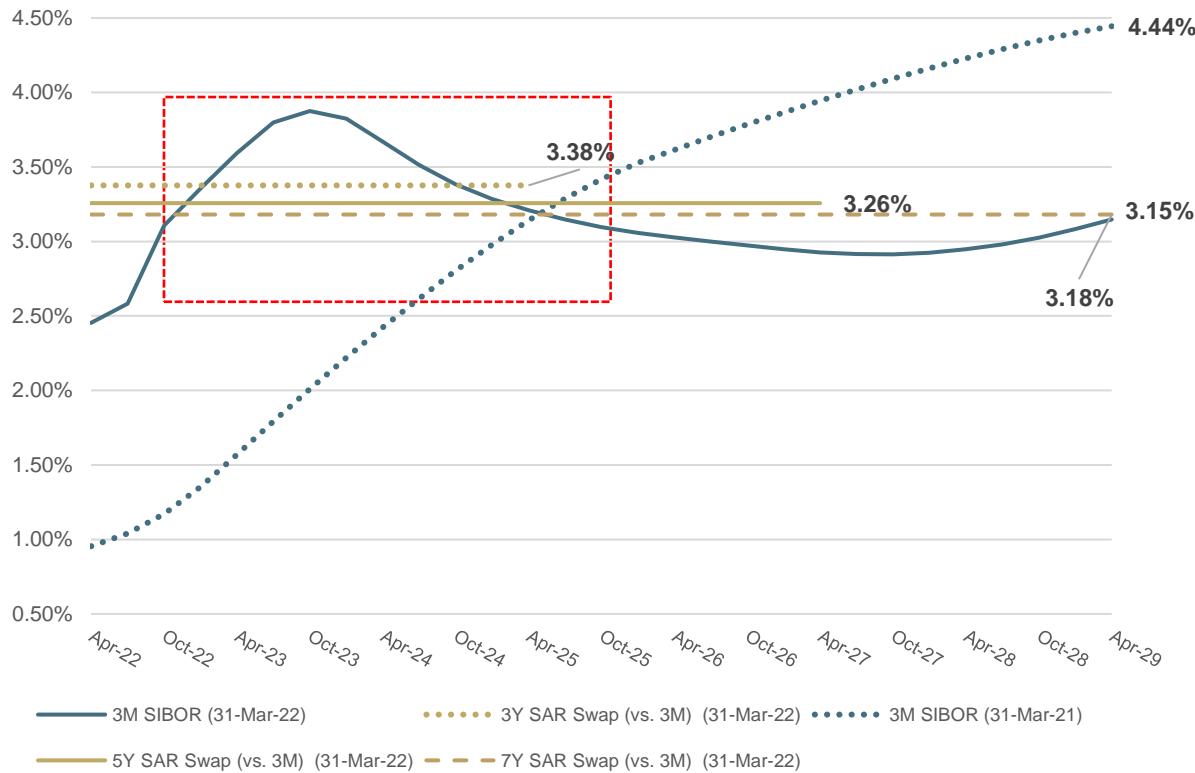
منحنى العائد الطبيعي هو الذي تكون فيه المعدلات طويلة الأجل أكبر من المعدلات قصيرة الأجل، وبالتالي، يكون ذا منحدر تصاعدي. منحنى العائد المسطح يعكس حالة تكون فيها العوائد متساوية في جميع فترات الاستحقاق. أما منحنى العائد المقلوب تكون فيه الأسعار طويلة الأجل أقل من تلك في الأجل القصير، مما يعطي المنحنى ميلًا هبوطيًا. في ظل الظروف العادية، يكون منحنى العائد مائلًا إلى الأعلى ليعكس الامتداد الطبيعي للمخاطر الأعلى المرتبطة بآجال الاستحقاق الطويلة وتلقيح تكلفة الفرصة البديلة. اعتماداً على الظروف الاقتصادية، يمكن أن يشهد منحنى العائد تحولات متوازية وغير متوازية. من النادر نسبياً أن يكون المنحنى مقلوباً وكانت هذه الظاهرة مرتبطة تقليدياً بالركود الاقتصادي. في الواقع، معظم فترات الركود في الولايات المتحدة منذ الخمسينيات قد سبقها منحنى مقلوب، مما يجعل هذه الظاهرة واحدة من أفضل المؤشرات على حدوث تحول في الدورة الاقتصادية.

من النادر نسبياً أن يكون المنحنى مقلوباً وكانت هذه الظاهرة مرتبطة تقليدياً بالركود الاقتصادي

وبطبيعة الحال، فإن منحنى العائد سوف يتسطح قبل أن يبدأ في الانعكاس، وهذا قد يحدث بسبب ارتفاع أسعار الفائدة قصيرة الأجل بأكثر من أسعار الفائدة طويلة الأجل أو انخفاض في أسعار الفائدة طويلة الأجل بوتيرة أسرع من أسعار الفائدة قصيرة الأجل.

اعتباراً من نهاية شهر مارس، منحنى العائد الأمريكي أصبح مسطحة إذا ما أردنا الاسترشاد بفارق عوائد سندات الخزانة الأمريكية لأجل عشر سنوات مع تلك ذات السنين (١٠/٢) فرق سندات الخزانة). هذا الفارق كان يقتصر مؤخراً بشكل كبير وذلك بالتزامن مع تشديد الاحتياطي الفيدرالي في سياساته لمواجهة التضخم غير العادي. وعادةً ما يستخدم هذا الفارق بين ١٠/٢ من سندات الخزانة ليعكس شكل المنحنى بالنظر إلى أن عائد سندات الخزانة لمدة عامين يعكس تحركات أسعار الفائدة قصيرة الأجل. وكان متوسط هذا الفارق ١١٠ نقطة أساساً إذا ما نظرنا إلى بيانات العشر سنوات الماضية. أما فيما يتعلق بفارق عوائد سندات الخزانة لأجل عشر سنوات وتلك لأجل خمس سنوات فقد انعكس بالفعل، علماً بأن المتوسط التاريخي للسنوات العشر الماضية لهذا الفارق هو ٥٧ نقطة أساس. ومع ذلك، لا تزال هناك فرصة لأن يعود المنحنى إلى وضعه الطبيعي إذا ما شرع بنك الاحتياطي الفيدرالي في بيع ترسانته من السندات طويلة الأجل وبدء في خفض حجم ميزانيته العمومية بمجرد تحقيق أهداف التضخم.

وبالمثل، فإن حالة منحنى المبادلة لليارى السعودي (حيث ما تفترض البنوك السعودية وتقرض) لا تختلف عن ذلك. في وقت كتابة هذا المقالة، كان الفارق بين عقود المبادلة لمدة سبع سنوات وتلك لمدة ثلاثة سنوات حوالي سالب ٢٠ نقطة أساس. وبلغ متوسط العشر سنوات التاريخي بينهما ٨٥ نقطة أساس. كذلك نجد أن تسعير عقود المبادلة لأجل خمس سنوات تاريخياً كان بعلاوة تبلغ حوالي ٤٤ نقطة أساس (متوسط السنوات العشر الأخيرة) فوق عقود الثلاث سنوات. في الوقت الحالي، تعتبر أسعار عقود المبادلة للخمس سنوات أقل من تلك لثلاث سنوات بحوالي ٢٠ نقطة أساس مما يجعل الانعكاس في هذا الجزء من المنحنى رسمياً أيضاً. وبالنظر إلى المدى القصير، فإن سعر الفائدة المعروض بين البنك السعودي (سابور) لمدة ثلاثة أشهر قد اخترق مؤخراً مستوى ٢,٤٠٪ (المتوسط التاريخي لمدة خمس سنوات هو ١,٧٥٪). يوضح الرسم البياني أدناه منحنى العائد لليارى السعودي اعتباراً من ٣١ مارس ٢٠٢٢ وبالمقارنة مع العام الماضي.



المصدر: بلوميرغ

ومع استمرار البنك المركزي في زيادة أسعار الفائدة للحد من التضخم، تميل أسعار الاقتراض قصيرة الأجل إلى الارتفاع. وهذا يمكن أن يؤثر على مجموعة واسعة من القروض الاستهلاكية والتجارية وبطاقات الائتمان. وهذا بدوره قد يؤدي إلى إبطاء النمو الاقتصادي. على عكس منحنى قروض الشركات الصغيرة والتمويل العقاري وبطاقات الائتمان. وهذا بدوره قد يؤدي إلى إبطاء النمو الاقتصادي. على عكس منحنى العائد الطبيعي، حيث يمكن للبنك الاقتراض على المدى القصير (أسعار فائدة أقل) والإقراض على المدى الطويل (أسعار فائدة أعلى)، يمكن أن يخلق المنحنى المسطحة أو المقلوب ضغطاً على هوامش البنك ويُثبط من عملية التوسيع في الإقراض. وبالتالي، يمكن أن يكون منحنى العائد المقلوب مؤشراً على النزرة الاقتصادية وقد يشير إلى توقعات سيئة على المدى الطويل. ومع ذلك، قد يجادل الكثير ضد هذا التفسير، حيث توجد تفسيرات أخرى لانعكاس المنحنى لا تلوح إلى إمكانية حدوث ركود اقتصادي.

الأثار المترتبة على التحوط

منذ بداية العام، ازداد نشاط صفقات التحوط في السعودية بشكل كبير عبر الشركات في مختلف القطاعات. كانت هذه نتيجة متوقعة بالنظر إلى التحركات الكبيرة في المنحنى والزيادة السريعة في أسعار الفائدة قصيرة الأجل ، وخاصة سايبور لمدة ثلاثة أشهر. تشهد غالبية الكيانات التي قامت بالتحوط وثبتت سعر السايبور في العامين الماضيين زيادة ملموسة في تقييم مشتقاتها المالية (MtM) حاليا.

تشهد غالبية الكيانات التي قامت بالتحوط وثبتت سعر السايبور في العامين الماضيين زيادة ملموسة في تقييم مشتقاتها المالية (MtM) حاليا

في الواقع ، تلقينا العديد من الاستفسارات المتعلقة بإعادة هيكلة بعض التحوطات غير الفعالة وإمكانية تسهيل البعض الآخر ذات الفعالية. من ناحية أخرى ، في حال أن كياناً ما يفكك بالتحوط هذا العام – ففي اعتقادنا أنه لم يفت الأوان بعد طالما أن عملية التحوط تم للأسباب الصحيحة. يوفر الشكل الحالي للمنحنى فرصة للشركات في زيادة آجال تحوطاتها لتغطية المخاطر طويلة الأجل وتحقيق أهداف إدارة المخاطر. على سبيل المثال، تكلفة مبادلة التدفقات النقدية العائمة مع الثابتة في تحوط لمدة سبع سنوات متساوية تقريباً مع تلك لمدة ثلاثة سنوات.

في هذه الأوقات المضطربة، نؤكد على أهمية وضع التدابير الازمة لإنشاء مؤشرات الأداء الرئيسية وحدود التحمل ذات الصلة والتي من شأنها تحديد نسبة التحوط المطلوبة للكيان وكذلك متطلبات التحوط المستقبلية. لقد أظهرت الكثير من الابحاث أن المحاولة توقيت السوق هي أقرب إلى الاستحالة وعادة ما ستؤدي إلى انتهاج استراتيجية تحوط ناقصة. والبدليل هو إضفاء بعض من الاتساق للعملية واتباع خطة تحوط محددة مسبقاً من شأنها أن تلبي أهداف إدارة المخاطر المالية للكيان بما يتحلى المشهد المتغير للدورات الاقتصادية.

لمزيد من المعلومات، يرجى التواصل مع الأستاذ فيصل الجاسر، الشريك التنفيذي في شركة احاطة المالية، على Faisal.aljasir@ehata.com.sa، كما يمكنكم زيارة المقال على [موقعنا هنا](#).

نبذة عن شركة إحاطة

إحاطة هي شركة استشارية متخصصة في إدارة مخاطر السوق، ومرخصة من قبل هيئة السوق المالية (ترخيص رقم ١٧١٨٣-٢٠). نحن ممارسون مستقلون يتمتعون بخبرة تغطي أسعار الفائدة والعملات الأجنبية والسلع والمشتقات المالية. نحن نعول على قدراتنا الفنية ومعرفتنا بالسوق لضمان حصول عملائنا على امتياز المشورة والرضا الذي يأتي معها.

إخلاء المسؤولية

إحاطة هي شركة مرخصة من قبل هيئة السوق المالية (ترخيص رقم ١٧١٨٣-٢٠). يجوز لشركة إحاطة المالية فقط القيام بأنشطة الخدمات المالية التي تقع ضمن نطاق ترخيص هيئة السوق المالية. مقر العمل الرئيسي في المملكة العربية السعودية: طريق الملك فهد، مبني أفينيو، الطابق الخامس ص.ب. ٢٤١١٠٦، الرياض ١١٣٢٢. أعدت شركة إحاطة المالية المعلومات الواردة في هذا المقال. وعلى الرغم من أنه يُعتقد أن المعلومات الواردة هنا موثوقة، فإن شركة إحاطة لا تقدم أي إقرار بدقتها أو اكتمالها. ينبغي ألا تعتمد على هذه المقالة عند اتخاذ قرار بشأن إبرام معاملة مشتقات أو استثمار من عدمه. إذا لم تكن تمتلك الخبرة في المشتقات المالية والتحوط والاستثمار، أو إذا لم تكن قادرًا على فهم الشروط والمخاطر المتعلقة بمعاملات المشتقات، فيجب عليك الامتناع عن الدخول في هذه المعاملات. ينبغي لك استشارة الخبراء الاستشاريين في القانون والضرائب والمحاسبة فيما يتعلق بأي معاملة. ولا نتحمل، تحت أي ظرف من الظروف، نحن أو أي من شركائنا أو أي من المديرين أو المسؤولين أو الموظفين أو الوكلاء التابعين لشركائنا للمسؤولية عن الخسائر المباشرة، بما في ذلك عدم تحقيق أي أرباح أو مزايا أو فرص أو غير ذلك. لا ينبغي إعادة إنتاج المعلومات الواردة في هذه المقالة بأي شكل من الأشكال دون الحصول على موافقة صريحة من شركة إحاطة المالية. لا تعتبر المعلومات الواردة في هذه المقالة من المرسل نصيحة أو التماس لشراء أو بيع أي أوراق مالية.