

نهاية الـLiberor تقترب

فيصل الجاسر
٢٠٢٣ مارس ٢

قبل أكثر من عام، كتبت مقالاً سلطت فيه الضوء على تطور حدث استثنائي له تداعيات عالمية وآثاره المحلية (هل أنت مستعد لـLiberor؟). يعد مشروع الانتقال من سعر الفائدة بين البنوك في لندن (LIBOR) بمثابة تحدي ضخم لدرجة أن الكثرين كانوا مشككين فيما إذا كان من الممكن تحقيقه حقاً. منذ ذلك الحين، حدث الكثير من التطورات والمشهد الحالي مختلف تماماً عن المشهد الذي كنا عليه في ذلك الوقت. ستقدم هذه المقالة ملخصاً لبعض المعالم الرئيسية التي تم تحقيقها والممارسات العالمية المحيطة بهذا المشروع. سأركز أكثر على سعر الفائدة المرجعي بين البنوك بالدولار الأمريكي نظراً لحضوره وتأثيره الأكبر في السوق المحلية.

إن نهاية السعر المرجعي لـLiberor كما نعرفه هي قاب قوسين أو أدنى، حيث إن حوالي أربعة أشهر هي فقط التي تفصلنا عن اليوم الرسمي الذي لن يتم فيه نشر هذا المعيار العالمي المهم على أساس تمثيلي. ما هو ملاحظ هنا هو أن بعض فئات الـLiberor بالدولار الأمريكي ستظل تنشر بعد ٣٠ يونيو من هذا العام، ولكن في ظل نظام اصطناعي غير تمثيلي. لا يقصد من سعر الـLiberor الاصطناعي أن يكون بديلاً مثالياً لسعر الـLiberor الأصلي، بل هو تقرير عادل لما كان يمكن أن يكون عليه هذا المؤشر المرجعي إذا بقي دون انقطاع. سوف تشبه منهجية عمله تلك التي طبقت بالفعل على بعض من عقود الجنيه الإسترليني والين الياباني.

سوف يستخدم هذا النهج إصداراً معيناً من معدل العائد الخالي من المخاطر (RFR)، من المحتمل أن يكون هذا المعدل هو SOFR بالنسبة للدولار الأمريكي، ومن ثم يضاف عليه الهاشم ذي الصلة المحسوب من قبل الجمعية الدولية للمقاييس والمشتقات (ISDA). تم تصميمه كحل مؤقت للعقود القديمة المعقدة وليس للاستخدام في العقود الجديدة. تحقيقاً لهذه الغاية، كانت الهيئة الرقابية البريطانية (FCA) صريحة بخصوص فئات سعر الفائدة لـLiberor على القروض ل يوم واحد وكذلك السعر لمدة ١٢ شهراً بالدولار الأمريكي والتي سيتوقف العمل بها مع نهاية يونيو ٢٠٢٣. في حين اقترحت أن تتوقف الفئات لمدة ١ و ٣ و ٦ أشهر بشكلها الاصطناعي مع نهاية سبتمبر ٢٠٢٤. يسلط الجدول الزمني أدناه الضوء على بعض الأحداث الرئيسية منذ بدء هذا المشروع الضخم.

2014	2017	2019	2021
انعقدت لجنة الأسعار المرجعية الدولية (ARRC)	1. تم اختيار SOFR بواسطة ARRC كديل لـ USD LIBOR قالت الـ FCA إن البنك المركزي لن تكون مجردة على عرض LIBOR بعد 2021 3. اعتماد خطة الانتقال السريع الخاصة ببرنامج ARRC	1. المؤشرات الاحتياطية الموصى بها ودليل المستخدمين لـ SOFR 2. أصدر ARRC مصفوفة اتفاقيات الـ FRN 3. مقترحات المحاسبة والضرائب والتخفيف من الهاشم	1. أصبحت ملحوظاً وبروتوكول ISDA الاحتياطي ساري المفعول 2. نعلن FCA رسمياً عن توقيف تقديم عروض أسعار LIBOR بحلول 30 يونيو 2023 3. أكملت ISDA وجموع احتيافات IBOR تعديل هواش الائتمان 4. تم تحديد SOFR المستكفي وسمح باستخدامه في المستويات 5. أصدر ARRC المبادئ التوجيهية بشأن بنود المؤشرات الاحتياطية. 6. توقيف البنك عن إصدار عقود لـLiberor جديدة (قروض ومشتقات)
↑	↑	↑	↑
2016	2018	2020	2022
تم نشر التقرير المؤقت والاستشاري الصادرة عن ARRC	1. بدء عرض SOFR الأجلة 2. أطلق CME عقود SOFR الأجلة 3. قالت LCH إنخفاضة المقايسات على أسنان SOFR وـ OIS ، وأصدرت FRN معيار Fannie Mae إلى SOFR	1. اتفاقيات سوق مقاييس العملات 2. بدء الإغاء التشريعى المقترن وب مجلس الاحتياطي الفيدرالى فى نيويورك فى نشر متطلبات ومؤشر SOFR 3. منهجه تعديل الهاشم	1. أصدرت FCA المزيد من الاستشارات والإعلانات حول إنهاء لـLiberor 2. نشر FSB تقرير تمهيد حول الانتقال من LIBOR 3. اعتمد مجلس الاحتياطي الفيدرالى القاعدة النهائية (لـLiberor) التي تلقي قانون سعر الفائدة القائل للتعديل (لـLiberor)
↑	↑	↑	↑

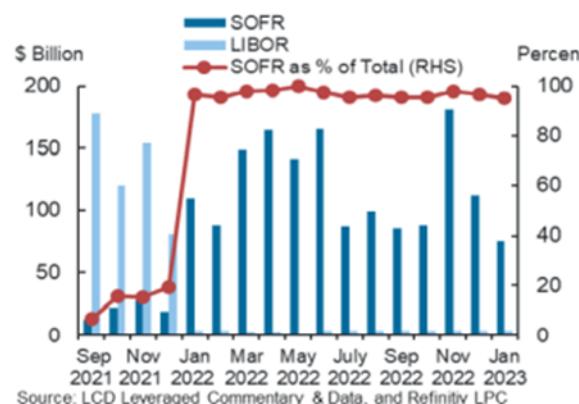
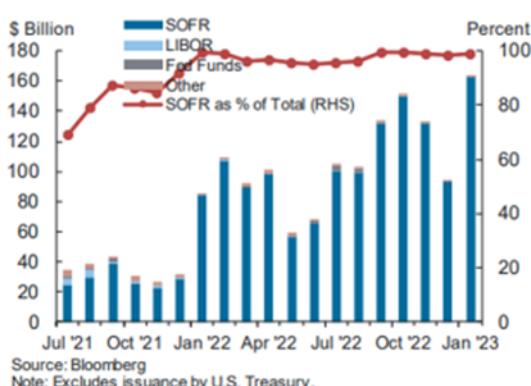
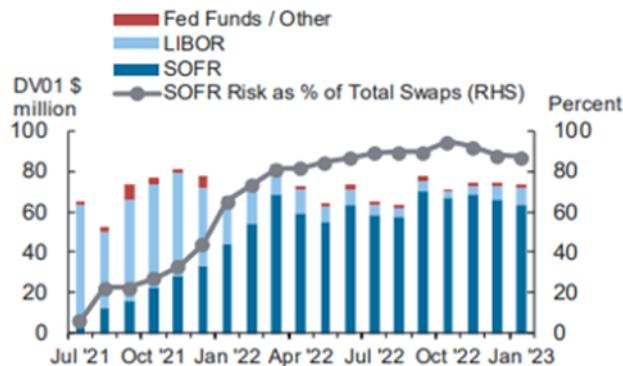
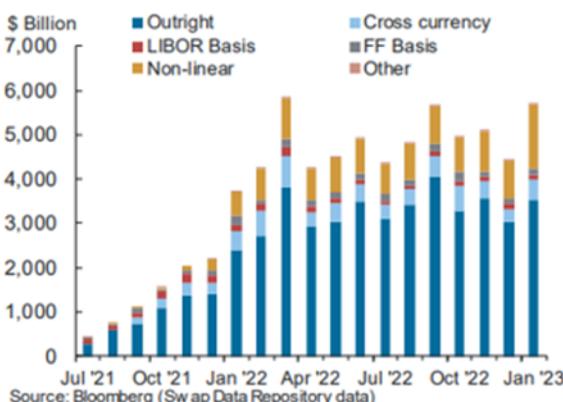
الأحداث الرئيسية المقادمة

٣٠ يونيو ٢٠٢٣: توقيف عرض لـLiberor
لقترات O/N وشهر وثلاثة وستة أشهر وسنة

نهاية سبتمبر ٢٠٢٤: ستتوقف فئات لـLiberor
الاصطناعية بالدولار الأمريكي التي لفترات ١ و ٣ و ٦ أشهر

والأمر اللافت للنظر هو مستوى التقدم الذي أحرزه هذا الانتقال طوال العام الماضي وبداية هذا العام. وفقاً لقراءات لجنة الأسعار المرجعية البديلة (ARRC) لشهر فبراير، شكلت مقاييس أسعار الفائدة بواسطة المعيار SOFR أكثر من ٨٥٪ من الأحجام اليومية في المتوسط في سوق المقاييس منذ يونيو ٢٠٢٢ بينما شكلت مقاييس الایبور أقل من حوالي ١٠٪ من الحجم الإجمالي خلال نفس الفترة (كما هو موضح أدناه في الرسم البياني الأيمن العلوي).

وبالمثل، فإن أحجام المشتقات المالية التي تعتمد SOFR كمعيار في السوق غير المنظمة (الرسم البياني الأيسر العلوي) تتزايد باستمرار بنفس الفترة. أما بالنسبة للبيانات من الأسواق النقدية، فإن كلًا من إصدار السندات ذات السعر العالمي (الرسم البياني الأيسر السفلي) والقروض المشتركة (الرسم البياني الأيمن السفلي) تتم في الغالب بواسطة المعيار SOFR. هذه صورة مختلفة تماماً عن تلك التي شهدناها في عام ٢٠٢١. هذا التقدم في الانتقال من السعر المرجعي لایبور يسير بشكل جيد على الرغم من التقلبات المتزايدة التي شوهدت مؤخرًا في أسعار الفائدة.



معرضة تجارية وتعاقدية

على الرغم من أن الانتقال من السعر المرجعي لایبور قد يبدو استثنائي، إلا أنه لا تزال هناك بعض التحديات التي تنتظمنا. هذا صحيح بشكل خاص في سوق القروض الأمريكية ذات الجدارة الائتمانية الأقل حيث سيطر جزء كبير منها بحاجة إلى الانتقال قبل الموعد النهائي الذي يلوح في الأفق. لا تزال عملية الانتقال من السعر المرجعي لایبور هي مسألة ذات تداعيات تجارية وتعاقدية.

ومثير للدهشة أن انتقال المشتقات المالية كان أكثر سلاسة من انتقال السوق النقدية (القروض وأدوات الدين). بدأت ISDA عملها لخلق بدائل مرجعية قوية لعقود المشتقات المرتبطة باللایبور منذ ٢٠١٦، وتم تعديل البروتوكول الخاص بذلك والذي لاقى بدوره قبول على نطاق واسع منذ عام ٢٠٢١. من ناحية أخرى، القروض تتفاوت بناء على الإطار الزمني الذي نشأت فيه. هناك قروض تمت قبل عام ٢٠١٨ وعادة ما تفتقر تلك القروض إلى المواد المعنية بتوقف الایبور. هذه القروض قد تستفيد من وجود سعر مرجعي اصطناعي للایبور بحلول ٣٠ يونيو حيث إن البديل الآخر عاده ما يكون مبني على سعر الفائدة الرئيسي (Prime Rate) والذي غالباً ما يكون أكثر تكلفة.

لا تزال عملية الانتقال من السعر المرجعي لایبور هي مسألة ذات تداعيات تجارية وتعاقدية

أما فيما يخص القروض التي جاءت فيما بعد عادة ما تتضمن تعديلات قوية تشمل أسعار مرجعية احتياطية، ولكن قد تتضمن أو لا تتضمن بنود تعامل مع حالة فقدان أساس التمثيل للانتقال من السعر المرجعي للايبور. يمكن أن يكون التعامل مع هذه الأنواع من القروض أكثر صعوبة. ربما تكون قد سمعت عن مصطلح تعديل هامش الائتمان (CSA) أكثر من مرة في العامين الماضيين. علاوة على ذلك، أنا متأكد من أنك تدرك أن سعر الفائدة للايبور يختلف عن بديله ال SOFR، بمعنى أن الأخير هو سعر مرجعي خال من المخاطر تقريباً بينما يتضمن الأول مكوناً لمخاطر الائتمان. وبالتالي، فمن ممارسات السوق إضافة هامش فوق ال SOFR لتعديل القروض القائمة على LIBOR.

لطالما كان هذا الهامش موضوع نقاش منذ اللحظة التي بدأت فيها هذه العملية الانتقالية. لأنه ببساطة يجب أن يكون الأمر عادلاً للمقرضين والمقترضين على حد سواء. وبهذا أوصت ال ARRC، بما يتماشى مع منهجية ISDA، بتعديل هامش الائتمان لسوق النقد في أوائل عام ٢٠٢١. وتستخدم المنهجية فرق المتوسط التاريخي لمدة خمس سنوات بين SOFR و LIBOR والذي يترجم إلى هامش الأسعار الموصى بها التالية لبعض من الآجال الأكثر شيوعاً؛ ١٤٤٨ نقطة أساس لمدة شهر واحد، و ٢٦,١٦١ نقطة أساس لمدة ثلاثة أشهر، و ٤٢,٨٢٦ نقطة أساس لمدة ستة أشهر.

ومن هذا المنطلق أصبحت هامش الائتمان في اتفاقيات التمويل التي لا تتضمن بنوداً صريحة لوقف سعر اللايبور (أي التي تفتقر إلى حدث انتقالي معياري يرجع إلى فقدان أساس التمثيل) أو القروض الناشئة حديثاً القائمة على SOFR، نقطة تقاطع بين الأطراف المعنية. من منظور المفترض، قد يكون من المفيد اقتصادياً اختيار الانتقال المبكر وتطبيق معيار السوق الحالي (حوالي ١٠ نقاط أساس ثابتة لمدة الثلاثة أشهر) بدلاً من استخدام ٢٦ نقطة أساس المعتمدة من ARRC أو حتى القبول بسعر اللايبور الاصطناعي حيالاً انطبق. ولا ينبغي الاستخفاف بتوفير سنوي قدره ١٦ نقطة أساس عندما تكون محفظة القروض كبيرة نسبياً. ثم مرة أخرى، من وجهة نظر المقرض، قد تنتج هنا مشكلة بمجرد عودة أسعار الفائدة على المدى المتوسط إلى الطويل إلى مستوياتها التاريخية.

تمتلئ قاعدة البيانات القابلة للبحث باتجاهات وحالات مختلفة عندما يتعلق الأمر بأليات تعديل هامش الائتمان. هناك اتجاهات تهدف إلى تحديد هذا الهامش بشكل ديناميكي، ولكن تطبيقها من الناحية التشغيلية كان صعباً. كانت هناك حالات لم يتم فيها تضمين أي تعديل للهامش على الإطلاق ودارت المفاوضات بين الأطراف حول تغيير هامش الفائدة أو الربح على التمويل. بالإضافة إلى حالات يبدأ فيها الهامش بتعديل ثابت (مبني على الهامش الحالي) ومن ثم ينقلب لاحقاً في وقت معين إلى الهامش الموصى به من ARRC. للأسباب المذكورة أعلاه، قد يجادل البعض بأنها كانت معركة ذات طابع معياري بامتياز، حيث من الواضح أن كل خيار يحمل في طياته إيجابيات وسلبيات.

تعرف على خياراتك

لقد تلقينا عدداً كبيراً من الطلبات من الشركات المحلية التي تسعى للحصول على دعمنا للانتقال من السعر المرجعي للفائدة بالدولار الأمريكي قبل توقفه. كان البعض يتصرف بشكل استباقي، ولكن البعض الآخر استجابة لبيئة العملية من قبل بعض البنوك لكل من المشتقات والقروض المتأثرة.

في هذه الظروف، من أوائل الأشياء التي يحتاج الكيان إلى معالجتها هو فهم تعرضه. وهذا يستلزم التحليل العميق لعوامل متعددة تشمل على سبيل المثال لا الحصر نوع القروض (ثنائية أو مشتركة)، والاتفاقيات والعقود (وجود بنود وقف اللايبور والاحتياطيات البديلة)، ومستوى المرونة مع المقرضين، والتخطو والاعتبارات المحاسبية (إمكانية عدم التطابق بين آدلة التخطو والتعرض المتخطوط لأجله). من الأهمية أن يصبح الكيان على دراية بخياراته المتاحة أثناء انتقاله إلى معدل خال من المخاطر وفهم كيفية تأثير كل بديل على أعماله.

من الأهمية أن يصبح الكيان على دراية بخياراته المتاحة أثناء انتقاله إلى معدل خال من المخاطر وفهم كيفية تأثير كل بديل على أعماله

قد يتعامل الكيان بشكل غير فعال مع هذه العملية وفي هذه الحالة سيتم تطبيق البنود ذات العلاقة لاستبدال للايبور كمؤشر مرجعي ببدائل مرجعية احتياطية ضمنه باتفاقيات التسهيلات الحالية، أو العمل بشكل فعال والانتقال بشكل استباقي بعيداً عن للايبور. ويتضمن النهج الأخير التحقق من مدى ملائمة التعديلات المقترحة من قبل البنوك، بما في ذلك تلك المتعلقة بهامش الائتمان لضمان توافقها مع الممارسات العالمية، ومواهمتها مع أهداف إدارة الخزينة للكيان. وبما أن كل اتفاقية تمويل ومشتقات يجب أن تعدل على حدة، فإن عملية التنفيذ يمكن أن تكون صعبة، وبالتالي تتطلب اهتماماً دقيقاً بالتفاصيل.

ما كان مثيراً للاهتمام حول عملية الانتقال هذه، هو مستوى التفاوت بين حالة وأخرى. على مدار العامين الماضيين، شهدنا درجة متباعدة من المرونة والتفاعل والشفافية فيما يتعلق بمجموعة البدائل المقدمة لعملائنا. ومع ذلك، كانت رسالتنا متسلقة وتركزت حول قيمة اتخاذ قرار مستنير بما يتناسب مع أهداف عملائنا.

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

نبذة عن شركة إحاطة

إحاطة هي شركة استشارية متخصصة في إدارة مخاطر السوق، ومرخصة من قبل هيئة السوق المالية (ترخيص رقم ٢٠١٧١٨٣). 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 ٢٠١٧١٨٣). 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 قادراً 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 المسؤلية 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.