

تخسر البنوك في أسواق رأس المال عندما يتعلق الأمر بتوفير الائتمان

(ما يفسر استجابة بنك الاحتياطي الفيدرالي للأزمة الاقتصادية الأخيرة)

ترجمة¹: د. سامر مظهر قنطقجي

أدرك أوائل المصرفيين في عصر النهضة في إيطاليا أنه يمكنهم الإفلات من الاحتفاظ ببعض الذهب الذي تم إيداعه لديهم فقط في متناول اليد، وإقراض الباقي. في معظم البلدان، سيطرت البنوك على إقراض الأسر والشركات منذ ذلك الحين. مع ذلك، لطالما كانت أمريكا مختلفة. نعم، لعبت البنوك دوراً كبيراً في التنمية الاقتصادية: كان جون بيريونت مورغان هو العضلة التي تقف وراء خطوط السكك الحديدية التي امتدت من الساحل إلى الساحل خلال ثمانينيات القرن التاسع عشر، وبعد قرن من ذلك، كان Citibank يساعد America Inc على التوسع في الخارج مع انطلاق العولمة. لكن أسواق رأس المال لعبت أيضاً دوراً عظيماً. اليوم أصبح هذا أكثر صحة من أي وقت مضى، والذي بدوره يساعد في تفسير النطاق المذهل لاستجابة الاحتياطي الفيدرالي للأزمة الاقتصادية الأخيرة.

لقد تغيرت طريقة تعريف البنوك في أمريكا بمرور الوقت؛ فبين عامي ١٩٣٣ و ١٩٩٩، كان يُطلب قانوناً فصل البنوك التجارية عن البنوك الاستثمارية، والتي سيطرت خمسة منها على أسواق رأس المال الأمريكية وتم تنظيمها بشكل مختلف. لكن كل هذه الشركات لديها عناصر مشتركة. لقد احتفظوا بجزء بسيط من أصولهم كاحتياطات واقترضوا قصير الأجل لتقديم قروض طويلة الأجل أو حيازة أوراق مالية طويلة الأجل. مما عرضهم للجري. التاريخ الاقتصادي مليء بشواهد قبور البنوك التي سقطت عندما تم الاستيلاء على أسواق الأوراق المالية غير السائلة، أو اندفع المدعون لسحب أموالهم.

تسببت معظم هذه الأزمات في معاناة اقتصادية شديدة، ليس أقلها الفشل الذريع للقروض العقارية عالية المخاطر في ٢٠٠٧-٢٠٠٩. بعد ذلك دخلت عبارة (أكبر من أن تفشل too big to fail) في المعجم الحديث.

¹ The Economist, Banks lose out to capital markets when it comes to credit provision, 25 Jul 2020, [Link](#)



The Economist

لقد بلغت هذه الصورة للبنوك المهيمنة والخطيرة تماماً في أهميتها وتبدو اليوم وكأنها قديمة. أصبحت البنوك أكثر أماناً - بما في ذلك البنوك الاستثمارية، التي أصبح معظمها الآن جزءاً من التكتلات المصرفية الكبرى. كما أن الموجة الجديدة من الابتكارات في أسواق رأس المال قد نجحت في النهوض بها، والتي غيرت عمليات التوريق وإصدار الديون وأدت إلى المزيد من الإقراض المباشر من قبل الشركات المالية الأخرى. ونتيجة ذلك، فإن إقراض الشركات من البنوك كحصة من الناتج المحلي

الإجمالي، على سبيل المثال، راكد عند حوالي ١٢٪، حتى مع إعادة بناء قوتها، وانغماس أمريكا في طفرة الاقتراض (انظر الرسم البياني ١).

كان لركود البنوك ونفورها من المخاطرة عواقب على كيفية استجابة البنوك المركزية للأزمات. في ٢٠٠٧-٢٠٠٩، كان على الاحتياطي الفيدرالي التدخل في أسواق رأس المال، لكنه بذل جهوداً أكبر بكثير لدعم البنوك التجارية والاستثمارية. لكن في وقت سابق من هذا العام، مرت البنوك بسلام نسبياً مع توقف أسواق رأس المال. وبدلاً من العمل كملاذ أخير للبنوك كمقرض، أصبح الاحتياطي الفيدرالي صانع سوق الملاذ الأخير؛ فتدخل في أسواق الائتمان بحجم إجمالي يبلغ حوالي ٢٣.٥ تريليون دولار. وهو أضخم من أي تدخل آخر في تاريخه.

يمكنك تتبع الارتفاع التدريجي لأسواق رأس المال الأمريكية إلى أربعينيات وخمسينيات القرن الماضي، عندما بدأت الأموال التي جمعها الممولين مثل مديري الصناديق المشتركة في الانتفاخ. أدت الثمانينيات إلى اندفاع الشركات في إصدار الديون، وخاصة السندات غير المرغوب فيها. وكان هناك طفرة في ديون الأسر التي انتهت في أسواق رأس المال - وبالتالي في أيدي المستثمرين - عبر التكنولوجيا المالية الجديدة للتورق،

أو تجميع القروض في سندات وبيعها. في نهاية المطاف، ساعدت عملية التوريق في التسبب في انهيار
٢٠٠٧-٢٠٠٩.

أظهرت الأزمة أن البنوك ظلت في قلب النظام المالي، حيث عملت كمتعاملين ومضاربين. لقد أدت التغييرات اللاحقة في القواعد إلى إبعادهم عن دائرة الضوء. تلزم التشريعات، بما في ذلك قانون دود-فرانك في أمريكا في عام ٢٠١٠، والتنظيمات الوطنية والدولية، مثل إطار عمل بازل، البنوك معاً بتمويل نفسها برأس مال أكبر، وشجعتها على تحمل مخاطر أقل. ونتيجة لذلك، تمتلك البنوك في أمريكا ما يقرب من ٢ تريليون دولار من رأس المال الأساسي في ميزانياتها العمومية، أي ضعف المبلغ الذي حققته في عام ٢٠٠٧. وهذا يمثل نسبة ١٢٪ من الأصول المعدلة حسب المخاطر. والأهم من ذلك، أن أصول البنوك أقل إزعاجاً. لقد انخفض وزن المخاطرة الذي يعلقه المشرفون عليهم - وهو مقياس لمدى فعالية القروض والأوراق المالية الأساسية - من ٧٠٪ إلى أقل من ٦٠٪ (هذه الأرقام تتكيف مع التغييرات في تعريف المنظمين للمخاطر خلال ذلك الوقت).

تهدف العديد من هذه القواعد إلى ترويض الأنشطة المصرفية الاستثمارية الموجودة داخل الشركات الضخمة مثل **Bank of America** و **JP Morgan Chase**. نظراً لأن جميع أنواع البنوك واجهت تنظيمًا أكثر صرامة، فقد تطور آخر بنكين استثماريين منفصلين، هما **Goldman Sachs** و **Morgan Stanley**، لبيدوان كتكتلات مصرفية أيضاً، وانتشرا في مناطق رصينة تجذب المزيد من الودائع، مثل إدارة الثروات والخدمات المصرفية للأفراد.

أضعف التنظيم الميزة التنافسية للبنوك. حقيقة أنهم كانوا مندمجين رأسيًا - كانوا يميلون إلى إصدار قروض، ومراقبة تلك القروض وتحصيلها، والاحتفاظ بالمخاطر المرتبطة بها في ميزانياتهم العمومية - أعطتهم ذات مرة ميزة على المستثمرين والصناديق التي تسعى إلى الربح من شريحة واحدة فقط من الصفقة. لقد عوضت حقيقة أنهم كانوا بطيئين في تبني التكنولوجيا. لكن المصرفيين يتحدثون الآن عن ميزانياتهم على أنها مورد "نادر".

مع تزايد عزوف البنوك عن المخاطرة، فإن غير البنوك، التي غالباً ما تكون على دراية بالتكنولوجيا، تتقدم. يقول ريتشارد بيرنر من جامعة نيويورك: "عندما تنظم البنوك وتترك باقي النظام المالي خاضعاً للتنظيم بشكل أقل، سيكون هناك موازنة تنظيمية". "لكن التكنولوجيا سهلت أيضاً حدوث تحول لأنها، خاصة في العقد الماضي، عززت نمو المدفوعات والأنشطة الشبيهة بالبنوك خارج النظام المصرفي.



The Economist

يمكنك قياس ذلك من خلال النظر في كيفية تغير مخزون الإقراض من قبل البنوك وغير البنوك ببطء. تخلصت أمريكا من الديون منذ الأزمة المالية (انظر الرسم البياني ٢). كان هذا كله تقريباً مدفوعاً بالانخفاض في ديون الرهن العقاري التي تحتفظ بها البنوك وغير البنوك. ومع ذلك، فقد وصلت ديون الشركات إلى أعلى مستوياتها على الإطلاق، ولا تزال بنوك الظل تُيسر الجزء الأكبر من النشاط. من رصيد الدين الذي أضافته الشركات منذ عام ٢٠١٢، زاد ذلك المقرض من قبل البنوك بمقدار

نقطتين مئويتين فقط من الناتج المحلي الإجمالي. وارتفع المخزون الذي يحتفظ به القطاع غير المصرفي بمقدار ٦ نقاط مئوية. وعلى الرغم من أن البنوك تضخ رأس المال والسيولة، فإن أسواق رأس المال هي التي مولت الجزء الأكبر من الزيادة في ديون الشركات.

حدث تحول ملحوظ في بقية العالم، حيث لعبت أسواق رأس المال تاريخياً دوراً أصغر. منذ الأزمة توسعت هذه. في عام ٢٠٠٧، بلغت الأصول المالية العالمية غير المصرفية ١٠٠ تريليون دولار، أي ما يعادل ١٧٢٪ من الناتج المحلي الإجمالي و ٤٦٪ من إجمالي الأصول المالية، وفقاً لمجلس الاستقرار المالي (FSB)، وهو مجموعة من المنظمين. الآن هذه الأصول، التي تبلغ قيمتها ١٨٣ تريليون دولار، تشكل ٢١٢٪ من الناتج المحلي الإجمالي، أو ٤٩٪ من الأصول المالية العالمية.

ما الذي يعتبر بنك الظل؟

من السهل الآن تحديد البنوك في أمريكا: فهي تأخذ ودائع التجزئة ويتم تنظيمها من قبل الاحتياطي الفيدرالي. يمكنهم إيداع النقود في حسابات لدى البنك المركزي والاقتراض منها مباشرة في أوقات الشدة. وفي الوقت نفسه، يمكن أن ينطبق مصطلح الظل المصرفي على مجموعة من المؤسسات والأنشطة المالية. ويشمل المؤسسات العريقة مثل التقاعد والتأمين والأسهم الخاصة وصناديق التحوط، بالإضافة إلى المؤسسات الأحدث، مثل صناديق الدخل الثابت المتداولة في البورصة، والتي توفر وسيلة للمدخرين لإيداع الأموال النقدية التي يتم استثمارها بعد ذلك في سندات الحكومة والشركات.



The Economist

من الصعب فصل أنشطة البنوك "الحقيقية" عن شركات الظل. تقدم بعض المؤسسات غير المصرفية، بوصفها أذرع الإقراض الائتماني الخاص، قروضاً كما تفعل البنوك. ومثلما فعلت قبل الأزمة المالية، تصدر البنوك أدوات الظل المخصصة في أسواق رأس المال، مثل الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري أو قروض الشركات المجمعّة. البنوك تقرض أيضاً بنوك الظل. كان هذا أحد المجالات التي نما فيها الإقراض المصرفي بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، وهو يشكل الآن 5% من رصيد القروض.

ماذا نفعل في الظل؟

إن حل هذه الروابط المعقدة أمر صعب. ولكن للحصول على فكرة عن كيفية تغير المشهد المالي في أمريكا، انظر ببساطة عبر مجموعة من الأنشطة المصرفية النموذجية، من عمل الخبز والزبدة المتمثل في إقراض الأسر والشركات، إلى الخدمات الاستشارية وصنع السوق.

ابداً بالرهون العقارية. في عام ٢٠٠٧، تم إنشاء ما يقرب من ٨٠٪ من الرهون العقارية من قبل البنوك. بعد عقد من الزمان، تم إنشاء أكثر من النصف من قبل جهات غير مصرفية. ومن بين المضاربين الكبار شركة **Quicken Loans**، وهي شركة إقراض عبر الإنترنت مقرها ميشيغان، وشركة **LoanDepot**، وهي شركة سمسة في كاليفورنيا. كان كلاهما في وقت مبكر من الإقراض العقاري عبر الإنترنت فقط واستثمرا بكثافة في مواقع الويب الرائعة ومراكز الاتصال سريعة الاستجابة. أصبحت **Quicken**، التي تستعد للإدراج في البورصة، أكبر مصدر لقروض الإسكان في أمريكا في عام ٢٠١٨.

كما أن إقراض الشركات المتوسطة الحجم يجتذب أنواعاً جديدة من المؤسسات. ينعكس هذا التحول في اتجاهات صناعة الأسهم الخاصة على مدى العقد الماضي أو نحو ذلك. تستخدم **PE** لتمويل عروض الاستحواذ باستخدام القروض المصرفية أو السندات غير المرغوب فيها. كانت معظم صناديق الائتمان في متاجر الأسهم الخاصة في مهدها قبل أزمة ٢٠٠٧-٢٠٠٩. اليوم، يتم استثمار ما لا يقل عن خمس الأموال الخاضعة للإدارة في خمس من أكبر شركات الأسهم الخاصة - أبولو وآريس وبلاكستون وكارلايل وكوي كي آر - في الأصول الائتمانية. في **Apollo**، تم تخصيص حوالي ٢٢١ مليار دولار من ٢٦٠ مليار جمعتها الشركة منذ عام ٢٠١٠ للاستثمار الائتماني. جمعت صناعة الائتمان الخاص ككل ما قيمته ٨١٢ مليار دولار من الأصول الائتمانية التي تديرها. لإعطاء فكرة عن الحجم، هذا يعادل ١٤٪ من سندات الشركات القائمة.

تعمل بنوك الظل أيضاً على الانخراط في الأعمال التجارية التي كانت حكراً على البنوك الاستثمارية العملاقة. يتضمن ذلك خدمات استشارية بشأن عمليات الدمج والاستحواذ - حيث ازدهرت شركات البوتيك الجديدة مثل **Evercore** و **Financial Technology Partners** جنباً إلى جنب مع الأسماء المعروفة مثل **Lazard** - حتى تداول الأسهم والسندات. كانت البنوك في يوم من الأيام هي المتداول المهيمن على الأسهم والدخل الثابت. لكن هيكل السوق قد تطور، كما يقول بول هاميل من **Citadel Securities**، وهو وسيط وتاجر أنشأه كين جريفين، مؤسس **Citadel**، وهو صندوق تحوط.

الشركة هي واحدة من أكبر متداولي الأسهم في أمريكا. (عندما تم طرح Slack، وهي خدمة رسائل للشركات، للاكتتاب العام في العام الماضي، تم إدراجها مباشرة عبر Citadel Securities) وقد وجدت شركة Jane Street Capital، وهي شركة تجارية أخرى غير مصرفية، نجاحاً في التوسط في أسواق الأسهم.

توسعت شركة Citadel Securities في تداول الدخل الثابت أيضاً، ويرجع ذلك جزئياً إلى اللوائح التي دفعت الأوراق المالية مثل مقايضات أسعار الفائدة إلى منصات المقاصة المركزية، مما يجعل المنافسة أسهل. يقول هاميل إن هناك عدداً قليلاً من المؤسسات الكبيرة التي تجري تداول الخزانة على نطاق واسع؛ وجميعها بنوك كبيرة، باستثناء Citadel Securities. قد تتقدم الشركة لتصبح تاجراً أساسياً – أي مؤسسة يمكنها شراء السندات من الحكومة والتداول مباشرة مع الاحتياطي الفيدرالي. وهذا من شأنه أن يجعلها ثاني جهة غير مصرفية تحصل على الامتياز: تم تعيين Amherst Pierpont، وهو وسيط – تاجر أصغر، تاجراً أساسياً في عام ٢٠١٩.

من الواضح أن البنوك تخوض معركة بين أيديها. هم أقل ربحية في عالم حيث يجب عليهم امتلاك أصول آمنة منخفضة العائد وتحمل مخازن أمان ضخمة. وفقاً لمايكل سبيلاسي من شركة Accenture، وهي شركة استشارية، فإن البنوك تكسب نصف ما يقرب من ١ تريليون دولار من الإيرادات السنوية التي تحققها جميع الشركات العالمية من خلال التوسط في أسواق رأس المال. لكن من بين ١٠٠ مليار دولار من الأرباح الاقتصادية، والتي تأخذ في الاعتبار تكلفة رأس المال والنفقات الأخرى، فإنها تحصل على ١٠٪ فقط. بالنسبة للمقترضين والمستثمرين، أدى استمرار نفوذ أسواق رأس المال وظهور شركات جديدة مبتكرة إلى مزيد من المنافسة في النظام المالي. يمكن لمشتري المنازل المحتملين اختيار المقرض الذي يقدم أفضل الخدمات. يمكن للشركات متوسطة الحجم التي تكافح من أجل الحصول على قروض مصرفية أن تتحول بدلاً من ذلك إلى ثروة من صناديق الائتمان الخاصة المسكوكة حديثاً.

ماذا يعني التحول بالنسبة للمخاطر في النظام؟ إن الدور الذي تلعبه البنوك في تحول الاستحقاق يعني أنها معرضة دائماً للتهديدات، مما يهدد توفير الائتمان للشركات والأسر. يعتمد ما إذا كان تطور النظام المالي محفوظاً بالمخاطر على مدى شبيهة نظام الظل المصرفي.

لقد حاول مجلس الخدمات المالية تحديد الشركات المالية الأكثر عرضة للسيولة المفاجئة مثل البنوك أو الذعر بشأن الملاءة المالية، والتي تشكل خطراً نظامياً على الاقتصاد. يتم استبعاد صناديق المعاشات التقاعدية وشركات التأمين لأنها تطابق التزاماتها طويلة الأجل مع الأصول طويلة الأجل. حددت العملية على مستوى العالم ٥١ تريليون دولار (أو ٥٩٪ من الناتج المحلي الإجمالي) في استثمارات الظل "الضيقة"، ثلاثة أرباعها تقريباً في أدوات "مع ميزات تجعلها عرضة للتشغيل". نمت هذه الشريحة بسرعة، من ٢٨ تريليون دولار في عام ٢٠١٠ (أو ٤٢٪ من الناتج المحلي الإجمالي). في نهاية عام ٢٠١٨، بلغت حصة أمريكا من دلو المخاطر ١٥.٣ تريليون دولار. كانت بنوكها التجارية، بأصول تبلغ ١٥.٦ تريليون دولار، أكبر بقليل.

يقول مكتب الاستقرار المالي إن أكثر أنواع بنوك الظل خطورة تشمل الصناديق ذات الدخل الثابت وصناديق أسواق المال، وهي كبيرة في أمريكا. الشركات التي تقدم قروضاً والتي قد تعتمد على التمويل قصير الأجل، مثل الرهن العقاري بالتجزئة أو مقدمي الائتمان الاستهلاكي؛ الوسطاء المتداولون الذين يتداولون الأوراق المالية؛ والكيانات التي تقوم بوساطة الائتمان القائمة على التوريق، مثل إنشاء التزامات القروض المضمونة التي تجمع قروض الشركات التي يتم بيعها بعد ذلك للمستثمرين. من الجدير بالذكر أن العديد من هذه الأسواق هي التي توقفت في مارس وأبريل.

مع تزايد عدد وظائف أسواق رأس المال وقدر كبير من توفير الائتمان للشركات الموجودة خارج النظام المصرفي، وجد صناع السياسة مرة أخرى أن أدواتهم المعتادة لا تعمل بالشكل الذي قد يرغبون فيه. في الأزمة المالية، وقعت البنوك وغير البنوك في حالة من الذعر. هذه المرة لم يكن هناك قلق من احتمال فشل البنوك. حتى في أسوأ الحالات التي حلم بها بنك الاحتياطي الفيدرالي في اختبارات الإجهاد لهذا العام، انخفضت نسب رأس المال الأساسي من متوسط ١٢٪ عبر ٣٣ بنكاً في أمريكا إلى ٩.٩٪ لا تزال مكتظة.

وبدلاً من العمل كمقرض الملاذ الأخير للنظام المصرفي، فقد اضطر بنك الاحتياطي الفيدرالي للعمل كصانع سوق الملاذ الأخير. كانت أزمة ٢٠٠٧-٢٠٠٩ بمثابة اختبار لهذا الدور، مع بعض التدخلات التجريبية. الآن تدخل بنك الاحتياطي الفيدرالي في مجموعة محيرة من الأسواق المالية (انظر الرسم البياني ٤). وتدخلت لتهدئة سوق الخزانة، ولإحياء سوق سندات الشركات، التي توقفت عن العمل، من خلال الوعد بشراء



The Economist

السندات. لقد قدمت التمويل لسوق الريبو - حيث يتم مبادلة سندات الخزانة بين عشية وضحاها بالنقد - كما فعلت في سبتمبر ٢٠١٩، عندما تعثر السوق. إنه يوفر السيولة لصناديق الاستثمار المشتركة في أسواق المال، والتي تأخذ السيولة من الأفراد وتضعها في استثمارات قصيرة الأجل للغاية مثل سندات الخزانة، على أمل أن يتم الدفع للمستثمرين على الفور عند الخروج من هذه الصناديق. واشترت الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري - الناتج النهائي لمقدمي الرهن العقاري بالتجزئة.

تمكن بنك الاحتياطي الفيدرالي من تهدئة المستثمرين من خلال قوة إعلاناته؛ لقد أقرضت حتى الآن ١٠٠ مليار دولار فقط من خلال مخططاتها. لكن ستيفن سيكيتي وكيرميت شوينهولتز، وهما عالمان، حسبوا مقياس كل من الضمانات الضمنية. بتكليف أرقامهم، نقدر أن الاحتياطي الفيدرالي قد وعد بإقراض، أو شراء الأدوات، لتصل قيمتها إلى أكثر من ٤ تريليونات دولار في أسواق الائتمان بقيمة إجمالية معلقة تبلغ ٢٣.٥ تريليون دولار. وهذا مدعوم بضمان بقيمة ٢١٥ مليار دولار من وزارة الخزانة، مما قد يعرض بنك الاحتياطي الفيدرالي للخسائر.

اتساع نطاق التدخل يأخذ الاحتياطي الفيدرالي إلى منطقة جديدة . وكما أشار بنك التسويات الدولية، وهو نادٍ من محافظي البنوك المركزية، في تقريره السنوي الأخير، فإن عواقب إنقاذ أسواق رأس المال على هذا النطاق قد تستمر. " أدى توفير السيولة الواسع والقوي إلى القضاء على الخلل الوظيفي في السوق، ولكنه أدى أيضاً إلى دعم أسعار الأصول عبر مجموعة واسعة من المخاطر. قد يؤثر ذلك على تسعير المخاطر في السوق في المستقبل ".

قد لا يكون ركود البنوك أمراً سيئاً: فقد نما توفير الائتمان بشكل أكثر تنافسية، وربما أصبح أقل اعتماداً على حفنة من المؤسسات الكبيرة المحفوفة بالمخاطر. لكن عندما تتعطل البنوك، يعرف المنظمون على الأقل أين يبحثون . عندما يحدث الكثير من النشاط في الظل، فإنهم يخاطرون بالتحسس في الظلام.