



# تغيّر هيكل سوق الائتمان العالمي وتحوّل المصارف نحو الظل

## تغير هيكل سوق الائتمان العالمي وتحول المصارف نحو الظل



د. سامر مظهر قنطجبي

رئيس تحرير مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية

الإقراض عملية موهلة في التاريخ مارسته أغلب الشعوب والحضارات، غلب عليه أن يكون ربوياً أي مال بمال مع زيادة، والربا حرمة الشرائع السماوية جميعها، لما فيه من ضرر وفساد. لقد ضعف حجم الائتمان في الآونة الأخيرة، بسبب تدني سعر الفائدة؛ فأحجمت المصارف عن إقراض عملائها؛ فدخل سوق الائتمان مؤسسات عديدة غير مالية. مما فرض تغييرات بدأت تصبح جوهرية في سوق الائتمان العالمي.

إنه بعد النشوء المتواضع لعمل المصارف؛ ثم تحولها لتعمل ضمن كيان سُمي بالمصرف؛ وبسبب زيادة القيود على عمل المصارف؛ تغيرت طريقة تعريفها في أمريكا؛ فتم فصل المصارف التجارية عن الاستثمارية؛ ثم بتحول مصرفي (مورغان ستانلي) و(غولدمان ساكس) إلى شركتين مصرفيتين قابضتين انتهى نموذج البنوك الاستثمارية.

وشهد القرن الماضي إفلاس العديد من المصارف، وأفلس إثر أزمة ٢٠٠٨ رمز الرأسمالية (ليمان براذرز)



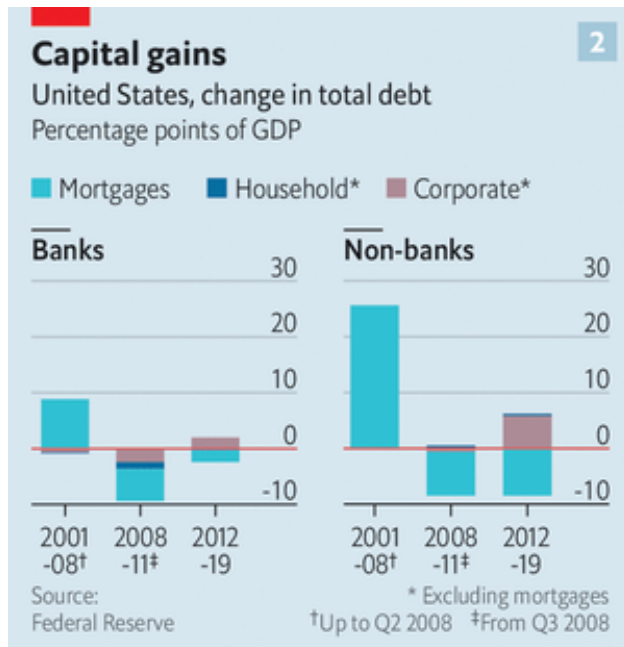
The Economist

رابع أكبر مصرف أمريكي، وكان لانتهياره وقع كبير في القطاع المالي العالمي بعد أن تجاوز عمره القرن والنصف، ولطالما ضُرب به المثل من الإفلات سالما من أزمات مالية تاريخية ضخمة كالكساد الكبير الذي ضرب العالم في ثلاثينيات القرن الماضي.

وقد قادت الابتكارات المالية أسواق المال إلى صيغ ائتمانية غيرت من عملياته؛ كالتوريق وإصدار الديون وتداولها بالبيع والشراء؛ مما زاد حجم الإقراض المباشر

من قبل مؤسسات مالية غير مصرفية، بلغت حصتها في أمريكا من الناتج المحلي الإجمالي حوالي ١٢٪ (الرسم ١). ولانعدام الضوابط؛ خلفت هذه الابتكارات آثاراً سيئة على الاقتصاد؛ حيث تدخل الاحتياطي الفيدرالي في أسواق رأس المال، داعماً البنوك التجارية والاستثمارية، كما كرر تدخله إثر أزمة كورونا مؤخراً، وبذلك؛ فبدلاً من أن يكون الاحتياطي الفيدرالي هو الملاذ الأخير للمصارف كمقرض، صار صانع سوق الملاذ الأخير؛ وبلغت تكلفة التدخل الأخير في أسواق الائتمان ٢٣.٥ تريليون دولار، وهو أضخم تدخل في التاريخ.

وقد أظهرت المصارف ضعف مزاياها التنافسية وتباطؤها في تبني التكنولوجيا المالية، وبتزايد عزوفها عن



The Economist

المخاطرة، بدأت مؤسسات غير مصرفية تركز تقدماً في سوق الائتمان لخبرتها بالتكنولوجيا. قال ريتشارد بيرنر من جامعة نيويورك: لقد سهلت التكنولوجيا في العقد الماضي حدوث تحول بتعزيزها نمو المدفوعات والأنشطة شبه المصرفية خارج النظام المصرفي (الرسم ٢). ثم بعد تخلص أمريكا من ديونها إثر الأزمة المالية؛ وانخفاض ديون الرهن العقاري فيها؛ ارتفعت ديون الشركات لتبلغ أعلى مستوياتها على الإطلاق<sup>1</sup>.

و تُسرِّر مصارف الظل الجزء الأكبر من هذا النشاط، ولعل أسواق رأس المال قد مولت الجزء الأكبر من الزيادة في ديون الشركات. فقد لعبت أسواق رأس المال دوراً أساسياً في أزمة ٢٠٠٨؛ ليتوسع دورها، وقد بلغت الأصول المالية العالمية غير المصرفية ١٧٢٪ من الناتج المحلي الإجمالي و ٤٦٪ من إجمالي الأصول المالية، أما الآن فوصلت إلى ٢١٢٪ من الناتج المحلي الإجمالي، و ٤٩٪ من الأصول المالية العالمية. مما يشير لحدوث تحول ملحوظ في العالم.

1 للمزيد يراجع كتابنا السياسة النقدية والمالية والاقتصادية المثلث غير المتساوي الأضلاع بنظرة إسلامية، ٢٠٢٠، كاي للنشر.

## فما هو مصرف الظل؟

المصارف هي التي تأخذ ودائع التجزئة بتنظيم وإشراف المصرف المركزي، ثم قد تودعها في حساباته، كما يمكنها الاقتراض منها مباشرة في أوقات الشدة. ومصطلح الظل المصرفي ينطبق على مجموعة من المؤسسات والأنشطة المالية؛ كمؤسسات التقاعد والتأمين والأسهم الخاصة وصناديق التحوط، إضافة إلى المؤسسات الأحدث؛ كصناديق الدخل الثابت المتداولة في البورصة<sup>1</sup>، وعادة ما يصعب فصل أنشطة المصارف الحقيقية عن شركات الظل؛ التي تقدم الإقراض الائتماني الخاص.

## فماذا يفعل في الظل؟



The Economist

تم إنشاء حوالي ٨٠٪ من الرهون العقارية من قبل البنوك في عام ٢٠٠٧، وبعد عقد من الزمن، تم إنشاء أكثر من نصف الرهون من قبل جهات غير مصرفية؛ كشركتي Quicken Loans<sup>2</sup>، و LoanDepot<sup>3</sup>.

وبذلك جذب إقراض الشركات المتوسطة أنواعاً جديدة من المؤسسات؛ ليتحول اتجاه صناعة الأسهم الخاصة على مدى العقد الماضي، للاستثمار في

أصول ائتمانية؛ فجمعت صناعة الائتمان الخاص ٨١٢ مليار دولار من الأصول الائتمانية ما يعادل ١٤٪ من سندات الشركات القائمة.

لقد صارت بنوك الظل تمارس نشاطها في الأعمال التجارية بعد أن كانت حكراً على البنوك الاستثمارية العملاقة؛ كالخدمات الاستشارية للاندماج والاستحواذ.

## لقد تغير هيكل سوق الائتمان... وبناء عليه؛

١. فالبنوك تخوض معركتها؛ لأنها:

<sup>1</sup> هي التي توفر وسيلة للمدخرين لإيداع الأموال النقدية التي يتم استثمارها بعد ذلك في سندات الحكومة والشركات

<sup>2</sup> Quicken Loans هي شركة إقراض عبر الإنترنت مقرها ميشيغان.

<sup>3</sup> LoanDepot هي شركة سمسة في كاليفورنيا، تستعد للإدراج في البورصة لأنها صارت أكبر مصدر لقروض الإسكان الأمريكية في عام ٢٠١٨.



The Economist

أضحت الأقل ربحية في عالم يوجب عليها؛ امتلاك أصول آمنة منخفضة العائد؛

تعاذل إيراداتها نصف ما تكسبه جميع الشركات العالمية من خلال التوسط في أسواق رأس المال، ومن بين ١٠٠ مليار دولار من الأرباح تحصل على ١٠٪ فقط<sup>١</sup>.

٢. أما بالنسبة للمقترضين والمستثمرين، فقد أدى استمرار نفوذ أسواق رأس المال وظهور شركات جديدة مبتكرة إلى مزيد

من المنافسة في النظام المالي؛ فصارت الشركات متوسطة الحجم؛ صناديق ائتمان خاصة، بعد أن كانت تكافح للحصول على قروض مصرفية. وهذا التحول سيعني بالنسبة للمخاطر؛ أن البنوك صارت معرضة للتهديدات، مما سيهدد توفير الائتمان للشركات والأسر.

ويرى مكتب الاستقرار المالي<sup>٢</sup> أن أكثر أنواع مصارف الظل خطورة هي الصناديق ذات الدخل الثابت وصناديق أسواق المال، وهي كبيرة في أمريكا.

وبناء على ما سبق، يجد صناع السياسة - مرة أخرى - أن أدواتهم المعتادة لا تعمل بالشكل الذي قد يرغبون فيه؛ فحتى في أسوأ الحالات التي حلم بها بنك الاحتياطي الفيدرالي في اختبارات الإجهاد لهذا العام، انخفضت نسب رأس المال الأساسي من ١٢٪ إلى ٩.٩٪ في ٣٣ مصرفاً في أمريكا، مما جعله يعمل كصانع سوق الملاذ الأخير بدل عمله كمقرض الملاذ الأخير للنظام المصرفي، وكانت أزمة ٢٠٠٨ بمثابة اختبار لهذا الدور، مع بعض التدخلات التجريبية (الرسم البياني ٤) كالتالي:

<sup>١</sup> مايكل سيلاسي من شركة الاستشارات Accenture.

<sup>٢</sup> تتمثل المهام والمسؤوليات الأساسية لمكتب الاستقرار المالي في كل بنك مركزي؛ بضمان وجود نظام مالي قوي وقادر على مواجهة الصدمات المالية والاقتصادية، بما يعزز الاستقرار المالي ويخفف حدة أي أزمات مالية في إطار تطبيق نظام للإنذار المبكر، استناداً لتقييم موضوعي للمخاطر التي يتعرض لها النظام المالي، وباستخدام اختبارات الضغط المالي ونماذج أداء الاقتصاد الكلي.



- تدخل لتهدئة سوق المال .
- تدخل لإحياء سوق سندات الشركات التي توقفت عن العمل، من خلال الوعد بشراء السندات .
- قدم التمويل لسوق الريبو – حيث تتم مبادلة سندات الخزانة بين عشية وضحاها بالنقد – كما حصل في سبتمبر ٢٠١٩، عندما تعثر السوق .
- وفر السيولة لصناديق الاستثمار المشتركة في أسواق المال، التي تأخذ السيولة من الأفراد وتضعها في استثمارات قصيرة الأجل للغاية (كسندات الخزانة)، على أمل أن يتم الدفع للمستثمرين فور الخروج من هذه الصناديق .
- اشترى الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري، باعتبارها المنتج النهائي لمقدمي الرهن العقاري بالتجزئة .
- هدأ قلق المستثمرين، بسبب قوة إعلاناته؛ فأقرض ما يقارب ١٠٠ مليار دولار .
- إذا؛ قد لا يكون ركود البنوك أمراً سيئاً؛ لأن الائتمان حقق نمواً بشكل أكثر تنافسية، وصار أقل اعتماداً على مؤسسات كبيرة تحفها المخاطر. أما الفارق: فعند تعطل البنوك، يعرف المنظمون أين يبحثون؛ بينما عندما يحدث نشاط مفرط في الظل، فسيخاطرون بالتنبؤ كمن يتحسس في الظلام .

### دخول المصارف المركزية على خطوط تمويل التجزئة

إن ما كان مشروعاً قيد الدراسة في أكتوبر ٢٠٢٠ تحول إلى وعدٍ من الرئيس الأمريكي الجديد بعد تمرير مجلس النواب مشروع قانون<sup>1</sup> تعهد فيه تقديم ٢٠٠٠ دولار كشيكات تحفيزية لمساعدة المواطنين مسنداً تنفيذه لمجلس الاحتياطي الفيدرالي للقيام بذلك .

قالت رئيسة بنك الاحتياطي الفيدرالي في كليفلاند أن الاحتياطي الفيدرالي كان يبحث في طرق يمكن من خلالها تقديم مدفوعات مباشرة وفورية لكل أمريكي، حتى أولئك الذين ليس لديهم حسابات بنكية .

وبذلك يتجنب الفيدرالي اللجوء إلى أسعار الفائدة السلبية، ويقدم بدائل؛ بإرسال الأموال مباشرة إلى المستهلكين، مما سيعزز:

<sup>1</sup> قناة الحرة تاريخ ٢٠-١٢-٢٠٢٠ .

١ . الطلب الفعلي للمستهلكين،

٢ . تضخم أسعار المستهلك،

٣ . بديل سياسة التسهيل الكمي .

ويبدو أن هذه التكنولوجيا ستمثل (دولاراً رقمياً)، أو عملة رقمية للبنك المركزي؛ فبموجبه يكون لكل أمريكي حساب في الاحتياطي الفيدرالي يمكن إيداع هذه الدولارات الرقمية فيه، أو عبر تطبيق، أو أي شيء آخر، ومن خلال الرابط التالي يمكن لأي أمريكي فتح حساب عبر الإنترنت لدى وزارة الخزانة الأمريكية [www.treasurydirect.gov](http://www.treasurydirect.gov).

### فأي دور بقي للمصارف التقليدية؟

يبدو أن لكل عصر اقتصادي تحديات تخصه؛ فبعد ثلاثينيات القرن الماضي، كانت المهمة منع الكساد، وفي السبعينيات وأوائل الثمانينيات، كان إنهاء الركود التضخمي .

أما اليوم فتتمثل مهمة صانعي السياسات في إنشاء إطار يسمح بإدارة دورة الأعمال ومواجهة الأزمات المالية والوبائية دون تسييس للاقتصاد، ويتضمن ذلك :

١ . تراجع دور السياسة النقدية وأدواتها؛ فبعد سقوط مفاهيم مدرسة شيكاغو النقدية، وظهور مفاهيم النظرية النقدية الحديثة، وسيكون عهد شيوع الدولار الذي أساسه الديون فقط قد بدأ عصره، وسوف ينتشر في الأسواق العالمية طالما أن العالم ما زال مرتبطاً بنظام الدولار كمنقذ عالمي . والصورة التالية تظهر فئة الخمس دولارات<sup>1</sup>.



<sup>1</sup> الويكيبيديا: اللون الأحمر يشير إلى أن الأوراق النقدية صادرة عن وزارة الخزانة الأمريكية مباشرة وليس البنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي الذي يحمل اللون الأخضر وهو الشائع بين الناس؛ فالأولى أساسها ديون، والثانية أساسها نقود.

وفي هذه الحالة فإن الحكم الشرعي لهذه الأوراق لن يكون كسابق عهده، حيث صارت ديوناً وليست نقوداً.

يبدو أن مرحلة موت النقود بات واقعاً نعيشه، وبذلك تحققت توقعات الاقتصادي الأمريكي ( جويل كورتزمان ) في كتابه موت النقود .

٢ . تفويض التكنوقراط بالإدارة المالية .

٣ . إصلاح النظام المالي ؛ لتمكين البنوك المركزية تقديم الخدمات المصرفية بشكل مباشر من خلال التكنولوجيا المالية والمدفوعات الرقمية بعيداً عن الخدمات القديمة التي صارت بالية .

## لقد تغير هيكل سوق الائتمان، وهو في طريقه نحو مزيد من التغييرات المتتالية...

حماة ( حماها الله ) بتاريخ ٣ جمادى الآخرة ١٤٤٢ هـ الموافق ١٦ كانون الثاني / يناير ٢٠٢١ م

### References:

- The Economist, Banks lose out to capital markets when it comes to credit provision, 25 Jul 2020 [Link](#).
- The Economist, Governments must beware the lure of free money, Jul 23rd 2020, [Link](#).
- Wolf Richter, What's Behind the Fed's Project to Send Free Money to People Directly?, Oct 2, 2020, [link](#).
- The St. Louis Federal, David Andolfatto, Does the National Debt Matter?, December 4, 2020, [Link](#).

- قنطقجي، د. سامر، السياسات النقدية والمالية والاقتصادية المثلث غير المتساوي الأضلاع بنظرة إسلامية، رابط.