

### الفصل الثاني

## الصيرفة الدولية بعد الأزمة: هل تتوسع محلياً وتصبح أكثر أماناً؟

### ملخص

هناك تطوران بارزان بين التغيرات التي شهدتها الصيرفة الدولية منذ الأزمة المالية العالمية. أولاً، انخفض الإقراض المباشر عبر الحدود كنسبة من مجموع الأصول المصرفية، مما يرجع في معظمه إلى تقليص نشاط البنوك الأوروبية. ثانياً، ظلت نسبة الإقراض المحلي الذي تقدمه فروع البنوك الأجنبية ثابتة دون تغيير. فقد اتجهت البنوك العالمية بوجه خاص إلى تركيز نشاطها في بعض الأسواق الرئيسية، تاركة للبنوك الأخرى فرصة التوسع. ونتيجة لذلك، زاد عمق الروابط المالية داخل المناطق المختلفة، ولا سيما في آسيا.

وبالرغم من أن انخفاض الإقراض عبر الحدود كان مَرَدَه إلى الأزمة في الأساس، فإن التغييرات التنظيمية ومواطن الضعف في الميزانيات العمومية المصرفية ساهمت بدور كبير فيما أعقب ذلك من تقليص النشاط. فكانت البنوك ذات الرسملة الأفضل هي الأرجح أن تحتفظ بأنشطة الإقراض عبر الحدود. وقد ساهمت عوامل الاقتصاد الكلي بدور في هذا الصدد أيضاً.

ويتأثر الاستقرار المالي في البلدان المضيفة متأثراً إيجابياً بالتحول النسبي في أنشطة البنوك الأجنبية من الإقراض عبر الحدود إلى مزيد من الإقراض المحلي عن طريق الفروع التابعة لها. ذلك أن الإقراض عبر الحدود يزيد من تفاقم الصدمات المحلية والعالمية المعاكسة. أما الفروع ذات الملكية الأجنبية، ولا سيما التابعة لبنوك عالية الرسملة، فيغلب عليها الابتعاد عن مسابرة التقلبات الدورية في أوقات الأزمات المحلية، إذا ما قورنت بسلوك البنوك المحلية.

وتتميز الصيرفة الدولية، مبدئياً، بعدد من المزايا التي لن نتطرق إليها في هذا الفصل. فعلى سبيل المثال، تساهم البنوك العالمية في توزيع المدخرات العالمية على مختلف البلدان، مما يعود بآثار إيجابية على الاستثمار والنمو. وقد يتسبب انخفاض الإقراض عبر الحدود في تخفيف هذه المزايا.

ولذلك ينبغي أن يسعى صناع السياسات إلى تعظيم مزايا الصيرفة الدولية مع العمل على تخفيف المخاطر المصاحبة في نفس الوقت. ويخلص هذا الفصل إلى نتائج مؤيدة لما تم من إصلاحات مالية مؤخراً لتعزيز صلابة البنوك العالمية، كما أنها تؤكد الحاجة إلى مزيد من التعاون الدولي للتعامل مع الصدمات الإقليمية أو العالمية.

### الفصل الثالث صناعة إدارة الأصول والاستقرار المالي

#### ملخص

هناك منافع كثيرة تنتجها الوساطة المالية من خلال شركات إدارة الأصول. فهي تساعد المستثمرين على تنويع الأصول بسهولة أكبر ويمكن أن تقدم التمويل للاقتصاد العيني بحيث يكون أداة احتياطية يمكن الاستعانة بها حتى إذا تعثرت البنوك. ومن منظور الاستقرار المالي، تتميز هذه الصناعة بعدد من المزايا المتنوعة التي تتفوق فيها على البنوك.

ومع ذلك، زاد القلق في الآونة الأخيرة من المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها الاستقرار المالي بسبب النمو في قطاع إدارة الأصول بالإضافة إلى التغييرات الهيكلية في النظم المالية. فقد شهدت صناديق الاستثمار في السندات نمواً كبيراً، وزادت الاستثمارات في الأصول الأقل سيولة، وحدث توسع كبير في حجم المنتجات الاستثمارية التي تطرح للجمهور العام في الاقتصادات المتقدمة. وهناك إدراك واسع النطاق بالفعل لمخاطر بعض القطاعات في هذه الصناعة - صناديق التحوط وصناديق سوق المال التي تعتمد على الرفع المالي.

غير أن هناك آراءً متباينة حول طبيعة وحجم أي مخاطر مصاحبة تنشأ عن المنتجات الاستثمارية النمطية البسيطة (plain vanilla) الأقل اعتماداً على الرفع المالي، مثل صناديق الاستثمار المشترك والصناديق الاستثمارية المتداولة في البورصة. ويبحث هذا الفصل المخاطر النظامية المرتبطة بهذه المنتجات من الوجهتين النظرية والتجريبية.

ومن حيث المبدأ، يمكن أن تكون هذه الصناديق النمطية البسيطة مصدراً للمخاطر التي تهدد الاستقرار المالي. فتقويض مهمة الإدارة اليومية للمحافظ الاستثمارية ينشئ مشكلات تتعلق بالحافز لدى المستثمرين النهائيين ومديري المحافظ، مما يمكن أن يشجع السلوك المخل بالاستقرار ويتسبب في تضخيم الصدمات. ويمكن أن تؤدي خيارات الاسترداد السهلة والميزة التي يستفيد بها "المبادر الأول" إلى نشأة مخاطر السحب الجماعي، كما يمكن أن تنتشر ديناميكية الأسعار الناتجة عن ذلك لتصل إلى أجزاء أخرى في النظام المالي عن طريق أسواق التمويل وقناتي الميزانية العمومية والضمان الإضافي.

ويشير التحليل التجريبي إلى أدلة على وجود كثير من هذه الآليات المنشئة للمخاطر، رغم اختلاف أهميتها تبعاً لاختلاف أسواق الأصول. ويبدو أن استثمارات الصناديق المشتركة تؤثر على ديناميكية أسعار الأصول، على الأقل في الأسواق الأقل سيولة. وهناك عوامل متنوعة تنشئ ميزة "المبادر الأول"، مثل قواعد تسعير الأسهم في بعض الصناديق

الاستثمارية، ولاسيما الصناديق التي تتسم بدرجة عالية من عدم الاتساق في تدفقات السيولة. وبالإضافة إلى ذلك، تعتبر مشكلات الحافز عاملاً مؤثراً، حيث نجد ازدحام التداول أمراً شائعاً ومتزايداً بين مديري المحافظ الاستثمارية.

ولا يهدف هذا الفصل إلى الخروج بحكم نهائي على مدى الأهمية النظامية الكلية التي تُعَلَّق على المخاطر المحتملة أو يسعى للإجابة عما إذا كان ينبغي تصنيف بعض شركات إدارة الأصول باعتبارها شركات ذات أهمية نظامية. غير أن التحليل يوضح أن الصناديق الأكبر والصناديق التي تدير أصولها شركات أكبر لا تساهم مساهمة أكبر بالضرورة في زيادة المخاطر النظامية؛ ذلك أن موضع تركيز الاستثمار يبدو عاملاً أهم نسبياً من حيث المساهمة في زيادتها.

وينبغي تعزيز الإشراف على هذه الصناعة بتحسين المراقبة الاحترازية للمخاطر على مستوى الاقتصاد الجزئي، واعتماد منهج للسلامة الاحترازية على مستوى الاقتصاد الكلي. فينبغي أن تتحول أجهزة الرقابة على الأوراق المالية إلى نموذج رقابي أكثر اعتماداً على الأساليب العملية، تدعمه معايير رقابية عالمية وبيانات ومؤشرات أفضل للمخاطر. كذلك ينبغي إعادة النظر في الأدوار التي تؤديها أدوات إدارة المخاطر الحالية ومدى ملاءمتها، بما في ذلك متطلبات السيولة الإلزامية، والرسوم، وقواعد تسعير أسهم الصناديق الاستثمارية، مع النظر بعين الاعتبار إلى دور هذه الصناعة في المخاطر النظامية ومدى تنوع منتجاتها.