

## "الابتكار في مجال التمويل"

معالي نائب رئيس الوزراء ووزير المالية،،،

السيدات والسادة الحضور الكرام،،،

صباح الخير،،،

يسعدني دائماً أن أشارك معكم في افتتاح أعمال هذا المؤتمر، ومعرباً في البداية عن جزيل شكري وامتناني للسيد/ ريتشارد بانكس على حسن تقديمه ودعوته الكريمة لي للتحدث أمام هذا الجمع الرائع من المختصين، وعلى حسن تنظيم هذا المؤتمر الذي بات على قدر كبير من الأهمية.

سوف يقتصر حديثي اليوم على "الابتكار في مجال التمويل"، أو بالأحرى بعض أبعاده. فكما تعلمون أن الابتكار قد أصبح اليوم أحد دوافع النمو والإنتاج والرخاء في مختلف الدول، وتدور حول أهميته مؤلفات اقتصادية كثيرة؛ فقد شرح الاقتصادي النمساوي جوزيف شمبيتر، كيف أصبح الدخول المبتكر لرجال الأعمال بمثابة قوة تغيرية disruptive force، وأن المنافسة ليست مهمة بحد ذاتها، بل المنافسة من السلع الجديدة، التكنولوجيا الجديدة، المصدر الجديد للمستلزمات، والشكل الجديد من التنظيم.....". فملخص الأمر، بالنسبة له، يرتبط بـ "التدمير الخلاق" الذي يساعد على زيادة النمو ورفع مستوى الإنتاج.

---

كلمة سعادة محافظ بنك الكويت المركزي، الدكتور محمد يوسف الهاشل، في مؤتمر اليورومني، الكويت سبتمبر

٢٠١٥

وفيما يتعلق بالتمويل، يمكن مناقشة أهمية الابتكار من زوايا مختلفة، مفادها أن عالم التمويل الحديث يتسم بجد ذاته بالإبداع، وقد مرّ في إطار عملية تطويرية امتدت لعقود. ونظراً لتشعب هذا الموضوع، فإن حديثي سوف يقتصر فقط على الابتكار في التمويل من وجهة نظر ثلاثة أطراف رئيسية وهي: البنوك المركزية، والمؤسسات المالية، وشركات التكنولوجيا، وهي الأطراف التي طرحت سياسات أو منتجات أو نظم مبتكرة لمواجهة التغيير المستمر في مهامهم، كما أود مشاركتكم بعض الأمثلة حول التطورات المبتكرة إلى جانب تقييم مختصر لإيجابيات وسلبيات تلك التطورات.

## البنوك المركزية والسياسات المبتكرة

يعتبر استخدام السياسات النقدية الغير تقليدية في السنوات الأخيرة من قبل البنوك المركزية خير مثال على النهج المبتكر للبنوك المركزية في صناعة سياساتها.

في بدايات الأزمة المالية العالمية، عمدت البنوك المركزية في الدول المتقدمة الرئيسية إلى توفير سيولة كبيرة لدعم أنظمتها المالية المتضررة، كما أجرت تخفيضات متتالية لأسعار الفائدة. على سبيل المثال، قام البنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي بتخفيض سعر الفائدة من حوالي ٥,٢٥% في يوليو ٢٠٠٧ إلى معدل يتراوح بين ٠% إلى ٠,٢٥% في يناير ٢٠٠٩، وتبعه بنك إنجلترا على نفس النهج بتخفيض سعر الفائدة من ٥,٧٥% في يوليو ٢٠٠٧ إلى ٠,٥% في مارس ٢٠٠٩.

وعلى الرغم من أن أسعار الفائدة الرئيسية قد وصلت في بعض الأحيان إلى حدود الصفر بعد سلسلة من التخفيضات المتتالية، إلا إن حالة الاضطراب ظلت تخيم على الأسواق المالية واستمر الناتج الفعلي في التراجع، ولاحقاً في الأفق مخاطر بقاء معدلات التضخم عند مستويات أقل من المعدلات المستهدفة. فالنظرية الاقتصادية هنا تفترض

أن البنوك المركزية قد وقعت في فخ السيولة عند مستوى فائدة في حدود الصفر مما يقيد من قدرتها على إجراء مزيد من التخفيض في سعر الفائدة، إلا إن البنوك المركزية في معظم الدول المتقدمة عمدت على استحداث سياسة مبتكرة تمثلت في تطبيق سياسة نقدية غير تقليدية، وأيضاً البدء في جولات من برامج التيسير الكمي والتيسير الائتماني.

ولا خلاف على أن "التيسير الكمي" لم يكن مفهوماً جديداً بالكامل، فقد قام بنك اليابان بتطبيق مشابه في عام ٢٠٠١، إلا إن نطاق وطول وأثر التيسير الكمي والإجراءات المبتكرة الأخرى التي أُدخلت منذ عام ٢٠٠٨ كانت غير مسبوقه. وجدير بالذكر أن بنك الاحتياطي الفدرالي الأمريكي قد أجرى وحده ثلاث جولات مختلفة من برامج التيسير الكمي وذلك بشراء أصول مالية تخطت قيمتها ٣,٥ تريليون دولار أمريكي، وهو مبلغ يعادل تقريباً حجم الاقتصاد الألماني.

وفيما يتعلق بالجانب الإيجابي، فإنه حري بنا القول أن السياسات المبتكرة تلك قد ساعدت في تحسين أوضاع الائتمان، وتوفير السيولة، وخفض العائدات لمستويات تاريخية منخفضة ورفع معدل النمو. ولولا مثل هذه الإجراءات لكان من الممكن أن يتكرر سيناريو الكساد الكبير الذي حدث في الثلاثينيات. ورغم أن التعافي لا يزال ضعيفاً وغير متكافئاً في مختلف الاقتصادات الرئيسية المتقدمة، إلا إن الرؤية حيال اقتصادات كل من الولايات المتحدة الأمريكية والمملكة المتحدة قد أصبحت إيجابية بوضوح.

وأود أيضاً أن أسلط الضوء على بعض النقاط الهامة التي تتعلق بتطبيق السياسات النقدية غير التقليدية وما أحدثته من جدل حول نتائجها غير المقصودة

“Unintended Consequences” وتراجع فاعليتها، وتأثيراتها بالنسبة للاستقرار المالي العالمي.

أولاً، ساهمت السياسات النقدية غير التقليدية في دفع معدلات الفائدة في الكثير من الدول المتقدمة إلى مستويات منخفضة، لا بل تحولت إلى سلبية في بعض دول منطقة اليورو، مما يعني تحميل المودعين تكلفة مقابل ودائعهم. وهذا ما أشار إليه بنك التسويات الدولية في تقريره السنوي الأخير، "بأن حدود اللامعقول في السياسة النقدية تُختبر اليوم في أوروبا". ومع بقاء معدلات الفائدة على مستوياتها المنخفضة غير المسبوقة، ارتفعت المخاطر مع استمرار سعي المستثمرين للبحث عن العوائد التي تقاربت بشكل كبير سواء للأصول ذات المخاطر أو الأصول التي لا تحمل مخاطر، وذلك كما يتضح من الضغوط الكبيرة على هوامش الائتمان السيادي في منطقة اليورو، وهو ما أدى إلى خطأ تسعير المخاطر السيادية. علاوة على ذلك، ومع انخفاض معدلات الفائدة إلى مستوى الصفر، يلجأ المستثمرون إلى الاستثمار في الأوراق المالية طويلة الأجل بمعدلات عائد منخفضة جداً، مما يدفع علاوات الأجل إلى مستويات سلبية، وهذا ما قد يكبد هؤلاء المستثمرين خسائر كبيرة عندما تعود العوائد طويلة الأجل في نهاية الأمر إلى مستوياتها الطبيعية.

ثانياً، أدت السياسات النقدية الميسرة للغاية إلى ارتفاع سريع في أسعار الأصول المالية نجم عنه زيادة مخاطر حدوث هبوط اقتصادي حاد في المستقبل وخاصة عندما يتم في نهاية الأمر سحب المستوى الحالي من السيولة.

ثالثاً، رغم الانخفاض التاريخي في معدلات الفائدة، إلا إن أثر ذلك على النشاط الاقتصادي الحقيقي بقي محدوداً مع ضعف الاستثمار. وقد أشار صندوق النقد الدولي إلى أن أخذ المخاطر المالية كان مرتفعاً ولكنه بقي محدوداً بالنسبة للمخاطر الاقتصادية،

كما أن انتقال أثر السياسة النقدية الميسرة إلى الاقتصاد الحقيقي بقي محدوداً وخاصة في الدول التي ظلت فيها الميزانيات العمومية للبنوك ضعيفة.

رابعاً، أدت السياسات النقدية غير التقليدية إلى إعادة توازن المحافظ مع تحول وجهة التدفقات الرأسمالية. فخلال الفترة من ٢٠٠٩ إلى ٢٠١٢، إستقبلت الأسواق الصاعدة لحوالي ٤,٥ تريليون دولار أمريكي من إجمالي تدفقات رؤوس الأموال، حيث عمد المستثمرون إلى إعادة التوازن لمحافظهم بمنأى عن سندات الخزنة الأمريكية بحثاً عن عائدات أعلى. وفي صيف عام ٢٠١٣، تأثرت الأسواق الصاعدة بسبب تصريحات رئيس مجلس الاحتياطي الفدرالي الأمريكي باحتمال خفض الفائدة على السندات كجزء من سياسة التيسير الكمي (Taper Tantrum) مما أدى إلى عكس اتجاه التدفقات الرأسمالية. وتذكرنا هذه الأحداث بأن السياسات النقدية الغير تقليدية لها تداعيات عالمية رغم أن أهداف السياسة النقدية للبنوك المركزية لا تخرج عن النطاق المحلي.

خامساً، على الرغم من تعزيز التواصل لمسارات السياسة، إلا إن توقيت ووتيرة الانعكاس في السياسات النقدية غير التقليدية يمكن أن يؤثر على السوق، ومن ثم، فإن التخطيط للخروج الممنهج لن يكون سهلاً بأي حال من الأحوال. فإذا ما أرادت البنوك المركزية التخارج في مرحلة مبكرة، فإنها بذلك تتحمل مخاطر تباطؤ النمو في اقتصاداتها، وإذا كان التخارج في مرحلة متأخرة، فإن السيولة المفرطة قد تؤدي إلى حدوث فقاعات في أسعار الأصول، وبالتالي انكشاف القطاع المالي لمخاطر أكثر في المستقبل.

ونستخلص مما سبق أن التداعيات ذات الصلة تتمثل في اختلاف السياسات النقدية للدول المتقدمة؛ ففي الوقت الذي تستعد فيه كل من الولايات المتحدة الأمريكية

والمملكة المتحدة لأول رفع في معدلات الفائدة منذ ثمان سنوات، يستمر البنك المركزي الأوروبي وبنك اليابان في إتباع سياساتهم النقدية الميسرة. لذلك، وحتى إذا كان تطبيق السياسة النقدية المبتكرة على مستوى من التنسيق، فإن التباعد في مسارات السياسات يجعل من عملية الخروج المنظم أكثر تحدياً، ليس فقط للدول المعنية ولكن أيضاً للاقتصاد العالمي ككل.

وفي السياق عينه، هناك ابتكار آخر في صنع السياسات لا يقل أهمية، وهو استخدام الأدوات التحوطية الكلية. وقد أثبتت التجارب، وآخرها الأزمة المالية العالمية، أن ضمان استقرار البنوك من خلال أسلوب التحوط الجزئي قد لا يحقق استقرار النظام ككل، مما دفع بالمشرعين إلى استكمال أدوات التحوط الجزئي بإجراءات تحوط كلي تهدف إلى مواجهة الانكشاف للمخاطر النظامية في مختلف المؤسسات وبمرور الزمن. ورغم أن هذا المفهوم ليس جديداً كلياً، إلا أن الاعتراف لسياسة التحوط الكلي في ازدياد باعتبارها أداة قيّمة في مواجهة مشكلات الاستقرار المالي، حين تبدو السياسة النقدية لوحدها محدودة الفعالية. ومع ذلك، فقد ظهرت أيضاً تحديات بشأن تقييم ملاءمة أدوات التحوط الكلي، والتنسيق الفعال بين مختلف السلطات الرقابية، وكذلك الآثار المحتملة على استقلالية البنوك المركزية.

وحيث أنني قمت بطرح تلك القضايا أمام هذا المنتدى الموقر في سبتمبر الماضي، فإنني أفضل الانتقال مباشرة إلى مناقشة الجزء التالي من كلمتي هذه والمتمثل في الطرفين الآخرين في موضوع الابتكارات المالية، وهما المؤسسات المالية، ثم شركات التكنولوجيا.

## المؤسسات المالية والمنتجات المبتكرة

إن الحديث عن المؤسسات المالية والمنتجات المبتكرة لا بد وأن ينطلق بالضرورة من مناقشة الإرتفاع المذهل الذي شهدته وتيرة الابتكار في المنتجات والأدوات المالية، لاسيما خلال الفترة التي سبقت الأزمة المالية العالمية. فعلى سبيل المثال، وخلال فترة العشر سنوات حتى عام ٢٠٠٧، ارتفع إجمالي قيمة عقود مبادلات أسعار الفائدة والمشتقات من ٧٥ تريليون دولار أمريكي إلى ٦٠٠ تريليون دولار أمريكي، أي أحد عشر ضعف قيمة الناتج المحلي الإجمالي العالمي. وخلال عام ٢٠٠٧ وحده سجل سوق عقود المشتقات العالمية إرتفاعاً بمعدل ٥٠% تقريباً.

من ناحية أخرى، دفع تطوير الأدوات المالية المبتكرة المؤسسات لتلبية احتياجاتها المالية، والتحوط لمخاطرها بشكل فعال، كما تمكن الأفراد من ضبط استهلاكهم بمرور الوقت. وبالمثل، فإن سندات الكوارث "CAT bonds" catastrophe bonds ومشتقات الطقس weather derivatives قد ساعدت الدول على أخذ الحيطه مقابل المخاطر الناجمة عن الكوارث الطبيعية والأحوال الجوية المعاكسة.

إن تعقيد الأدوات المالية (على سبيل المثال التزامات الدين المضمونة CDO-squared) قد أثار جدلاً حول ما إذا كانت الابتكارات المالية قد تجاوزت حدود المعقول. وأستشهد بما قاله وارن بوفيت، وهو أحد أقطاب عالم الأعمال الأمريكي، بأن الأدوات المالية المعقدة وهيكلها المبهمة هي، بدون مبالغة، "أسلحة مالية للدمار الشامل".

بصفة عامة، فإن تجميع وتقسيم المخاطر ساعد المستثمرين على تحمل المخاطر التي تلائم مستوى تحملهم، كما أدى إلى تقييم أوضح لمختلف أبعاد المخاطر. ورغم ذلك، فإن تجميع المخاطر قد يجد من توقع المخاطر قبل وقوعها، وإدارة المخاطر بعد وقوعها، وهي المشكلة التي بدت جلية في حالة أزمة الرهن العقاري الأمريكية. وكما لاحظنا، فإن

المستثمرين النهائيين لديهم حوافز محدودة للغاية لمراقبة أداء المقرضين، بافتراض أن المقرضين لديها حصص كافية في عملية التوريد. ومع ذلك، فقد سعى المقرضون إلى الحجم أو الكم، متغاضين بذلك وبجدية عن معايير الإقراض لديهم. وكما يوضح هذا المثال، فإن قوة المنتجات المبتكرة، التي ساعدتنا في البداية على تجميع وتحويل المخاطر، كان لها في النهاية تداعيات كارثية، فضلاً عن الحوافز الغير ملائمة وضعف الإشراف الرقابي.

وفي ضوء تلك الخبرات، فإننا في حاجة لتحقيق التوازن عن طريق توفير بيئة مواتية للابتكار، ولكن وفي ذات الوقت، يجب أن تضمن تلك الابتكارات تحقيق الغرض المرجو منها، ولا ينبغي أن تكون نهاية في حد ذاتها.

### شركات التقنيات والنظم والعمليات المبتكرة

وسوف أنتقل الآن إلى النقطة الثالثة والأخيرة في كلمتي، وهي الحلول المبتكرة من قبل المؤسسات العاملة في مجال التكنولوجيا. وأود هنا أن أركز على الابتكارات التكنولوجية وأثرها على نظم التمويل وعملياته، حيث إستطاعت التكنولوجيا فعلياً تحويل التمويل بجميع جوانبه، من برامج وتطبيقات تداول الأصول إلى شبكات لنظم الدفع. فإذا ما أخذنا البورصات على سبيل المثال نرى أن التكنولوجيا في مجال الحاسب الآلي قد أحدثت ثورة في تداول الأسهم في العقود الأخيرة، كما أصبحت هذه المعاملات أكثر سرعة وكفاءة، حيث أصبح بالإمكان من خلال نظم المتاجرة الإلكترونية إجراء ملايين عمليات التداول الإلكتروني يومياً عبر شاشات الكمبيوتر من قبل المشتريين والبائعين في مختلف أرجاء العالم.



وليس خافياً على أحد الدور الذي لعبته التكنولوجيا في تحقيق الشمول المالي للدول النامية وذلك على نطاق لم يكن متصوراً من قبل؛ فقد ساعد الانتشار الواسع لأجهزة الهاتف النقال في الدول التي لديها توسعات محدودة للخدمات المصرفية على تقديم مجموعة متنوعة من المنتجات والخدمات المالية للفقراء الذين لا يتمتعون بالخدمات المصرفية أو غير قادرين على الحصول عليها.

ولئن كان الأثر التحويلي لنظم المدفوعات والمقاصة الحديثة وأهميته خارج أي جدال، إلا أن المحافظة على أمن واستقرار هذه النظم، وقبل ذلك كله، إستمرار عمل هذه النظم طوال الوقت بكفاءة وفاعلية ودون أي توقف، لاشك يعتبر مهمة شاقة. ولعلكم تتذكرون ما حدث في يوم ٨ يوليو من هذا العام عندما توقفت نظم الكمبيوتر في بورصة نيويورك عن العمل لقراءة الأربع ساعات في منتصف اليوم مما أدى إلى توقف قلب الأسواق المالية الأمريكية. ولم يكن هذا الحدث هو الأول من نوعه الذي يؤدي إلى توقف الأسواق عن العمل، ففي أبريل من العام الفائت ٢٠١٤، توقف العمل لفترة وجيزة في بورصة شيكاغو التجارية، وهي أكبر بورصة على مستوى العالم للعمليات المستقبلية. وفي أغسطس ٢٠١٣، تجمدت التعاملات في بورصة ناسداك لمدة ثلاث ساعات بسبب مشكلات فنية. ورغم أن مثل هذه الأحداث نادرة الحدوث، إلا إن أثرها في حال حدوثها كبير بسبب الترابط القوي بين النظم والأسواق.

ومع تطور التكنولوجيا الحديثة وتزايد استخداماتها، بدأت طبيعة المخاطر أيضاً في التغير بصورة كبيرة، حيث أصبح ارتكاب عمليات الغش في غاية السهولة، ويتم عن بعد وعلى نطاق واسع. وعلى الرغم من أن تزوير الشيكات أو التلاعب بها، مثلما صور لنا المخرج الكبير ستيفن سبيلبرج في فيلمه "Catch Me If You Can"، أصبح أمراً نادراً حالياً، إلا أن هناك مخاطر من نوع آخر بدأت في الظهور وهي مخاطر هجمات الإنترنت. ففي عام ٢٠١٣، استهدفت بعض الهجمات الإلكترونية من قبل قرصنة

الكمبيوتر متاجر "تارجت" "Target" الأمريكية وتمكنوا من سرقة البيانات الشخصية لأكثر من ٧٠ مليون عميل، مما كبدها أكثر من ١٥٠ مليون دولار أمريكي، وفقد الرئيس التنفيذي وظيفته.

رغم هذه المخاوف، فلا ننكر دور التقنيات الحديثة في رفع مستوى الراحة والسرعة وأمن السداد وسهولة ممارسة الأعمال. وإذا كانت محاولات القرصنة والغش تحظى بالاهتمام الجماهيري، فذلك بالطبع يعود إلى أن مثل هذه الحوادث أصبحت نادرة الوقوع، وهو ما يؤكد أن التقنيات الحديثة قد حققت لنا أمن النظم واستقرارها رغم هذه الأحداث العابرة.

## ختاماً

في الختام أود أن أؤكد أن لكل سياسة أو نظام أو منتج مبتكر تكاليفه ومزاياه، الأمر الذي يستدعي أن نضمن تفوق المزايا على التكاليف، أقلها على المدى الطويل، إن لم يكن فورياً.

في الوقت ذاته، لا نناقض أنفسنا عندما نؤكد صعوبة التكهن بالنتائج السلبية للابتكار، فقصور خبراتنا السابقة يقف حائلاً أمام تحديد نتائج أو آثار الابتكارات التي تختلف اليوم بطبيعتها عما كانت عليه بالأمس، وكلما كان الابتكار أكثر حداثة، كلما كان دور الخبرات السابقة أقل فاعلية.

وفي مطلق الأحوال، فإن المجتمعات مطالبة بتشجيع الإبتكار، حيث أن الإكتفاء بما وصلنا إليه في الوضع الراهن والإستقرار عند هذا الحد ليس بالحل المناسب الذي يمكن إفتراضه لتجنب ما قد تنطوي عليه الإبتكارات الجديدة من مخاطر. ذلك أن الثبات في

عالم يتسم بالتقدم والتطور لا يعني في واقع الأمر سوى التخلف عن مجارة ركب التطور  
الذي لا بد من الإنطلاق به لمواكبة حركة التغير المستمرة التي يشهدها عالمنا اليوم.

شكراً لحسن استماعكم.

والسلام عليكم ورحمة الله وبركاته.