

# المصارف المركزية

بين القيل والقال والمستقبل المنشور

الدكتور سامر مظهر قنطقجي



# المصارف المركزية

بين القيل والقال والمستقبل المنشود

د . سامر مظهر قنطقجي

الطبعة الأولى ٢٠٢١



وَلَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُم بَيْنَكُم بِالْبَاطِلِ وَتُدْلُوا بِهَا إِلَى  
الْحُكَّامِ لِيَأْكُلُوا فَرِيقًا مِنْ أَمْوَالِ النَّاسِ بِالْإِثْمِ وَأَنْتُمْ تَعْلَمُونَ

سورة البقرة : ١٨٨

## منشورات كاي

- إن مطبوعات ( كتاب الاقتصاد الإسلامي الالكتروني المجاني ) تهدف إلى :
- تبني نشر مؤلفات علوم الاقتصاد الإسلامي في السوق العالمي ؛ لتصبح متاحة للباحثين والمشتغلين في المجالين ( البحثي والتطبيقي ) .
  - توفير المناهج الاقتصادية كافة للطلاب والباحثين بصيغة إسلامية متينة .
  - أن النشر الالكتروني يعتبر أكثر فائدة من النشر الورقي .
  - أن استخدام الورق مسيء للبيئة، ومنهك لمواردها .

والله من وراء القصد .

[رابط](#) زيارة جامعة كاي KIE university

يمكنكم التواصل من خلال : [www.kantakji.com](http://www.kantakji.com)

مركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية  
Islamic Business Researches Center







# جامعة كاي

جامعة مرخصة من التعليم العالي

خيارك الأفضل لدراسة الاقتصاد الإسلامي وعلومه

<https://kie.university>

## توضيح

إن كل ما ورد في الكتاب هو حقوق بحثية للمؤلف، ويعتبر ورقة بحثية من الأوراق البحثية لمركز أبحاث فقه المعاملات الإسلامية وجامعة كاي. يسمح باستخدام هذا الكتاب كمنهج أكاديمي - كما هو منشور - مجاناً مع ضرورة المحافظة على حقوق المؤلف.

[www.kantakji.com](http://www.kantakji.com) , [www.kie.university](http://www.kie.university)

## الإهداء

اللهم اجعل ثواب عملي هذا في صحيفة والديّ وحفيدي سامر وأبيه مظهر وأهليهم.

هذا كتاب أهديه إلى العاملين في مؤسسات النقد والمصارف المركزية لعله يكون مُنقذاً لكل من وقع في الخطأ أو كاد .

واللّٰه من وراء القصد .

المؤلف...

## الفهرس

|    |  |
|----|--|
| ٤  | منشورات كاي  |
| ٦  | توضيح  |
| ٧  | الإهداء  |
| ٨  | الفهرس   |
| ١٣ | تقديم  |
| ١٩ | المقدمة  |
| ٢٧ | الفصل الأول انحرافات هيكلية  |
| ٢٨ | المبحث الأول تعيين رئيس المجلس الاحتياطي أو المصرف المركزي                 |
| ٣١ | على المدى القصير . . . . .   |
| ٣١ | على المدى الطويل . . . . .   |
| ٣٢ | خلفية . . . . .  |
| ٣٣ | المبحث الثاني سلوك المصارف المركزية في الأسواق الناشئة والتضخم المتصاعد،   |
| ٣٤ | المصرف المركزي التركي . . . . .  |
| ٣٤ | المصرف المركزي البرازيلي . . . . .   |
| ٣٥ | المصرف المركزي الروسي . . . . .  |
| ٣٥ | المصرف المركزي النيجيري . . . . .  |
| ٣٥ | المصرف المركزي الهندي . . . . .  |
| ٣٦ | المبحث الثالث الاحتياطي الفيدرالي فقد السيطرة على قصة التضخم               |
| ٣٦ | سلوك الاحتياطي الفيدرالي يزيد ارتفاع التضخم عالمياً . . . . .              |
| ٣٧ | الاحتياطي الفيدرالي يسعى لإحداث تأثير الثروة ليزيد ثروة الأثرياء . . . . . |
| ٣٩ | علامة أخرى تغير العقلية التضخمية . . . . .                                 |
| ٤١ | الفصل الثاني أضرار تخبط السياسات النقدية                                   |
| ٤٢ | المبحث الأول الظلم الاقتصاري   |

- ٤٢..... آثار النموذج الرأسمالي .
- ٤٣ ..... الحل الذي يريده السياسيون .
- ٤٤ المبحث الثاني التضخم عقبة سياسية عند تدهور مزاج الناس
- ٤٦..... ليس هناك طريقة سهلة للخروج .
- ٤٨ ..... كانت فترة رائعة للأثرياء والأغنياء .
- ٥١ المبحث الثالث تخمد المصارف في أسواق رأس المال عند توفير الائتمان
- ٥٧ ..... ما هو مصرف الظل؟
- ٥٨ ..... ماذا تفعل في الظل؟
- ٦٥ المبحث الرابع عبير الديون الأمريكية
- ٦٦..... قروض السيارات والمتأخرات في السداد: ارتفاع الأسعار وفحص التحفيز .
- ٦٦..... أرصدة بطاقات الائتمان والتأخر في السداد: يقوم المستهلكون أخيراً بشحنها مرة أخرى .
- ٦٧ ..... قروض الطلاب، يا إلهي! الصبر أصلح كل شيء .
- ٦٨ ..... ارتفاع أرصدة ديون المستهلكين "الأخرى" مرة أخرى .
- ٦٩ المبحث الخامس السياسة النقدية كلفت المدخرين الأمريكيين ٤ تريليون دولار منذ ٢٠٠٨
- ٧٥ الفصل الثالث واقع نقدي مضطرب بأفق مسدود
- ٧٧ المبحث الأول المصارف المركزية هي المارة المخدرة للاقتصاد
- ٧٨ ..... التيسير الكمي .
- ٨٠ ..... التيسير الكمي على مستوى الشركات: إعادة شراء الأسهم .
- ٨٢ ..... التناقضات بين الأسواق المالية والأساسيات: تأثير التدفق النقدي المحسوم .
- ٨٥ ..... مدمن مخدرات على السيولة .
- ٩١ ..... المواد المخدرة والاقتصاد .
- ٩٤ المبحث الثاني الجسع المتأصل في نظام (فيات)
- ٩٥ ..... اليأس من الاعتماد على الدولار .
- ٩٥ ..... الفائدة الخيرية من البيتكوين .
- ٩٨ ..... دعوة للعمل .
- ١٠٠ المبحث الثالث نظام الدولار (فيات) ليس امتيازاً بل مسؤولية
- ١٠١ ..... خلفية .

|     |  |
|-----|--|
| ١٠٢ | معضلة تريفين   |
| ١٠٣ | نظام اليورو-دولار  |
| ١٠٥ | اليورو-دولار ودعم التجارة الحرة  |
| ١٠٦ | العملة الاحتياطية كعبء   |
| ١٠٨ | الاقتصاد الجغرافي  |
| ١١٠ | نتائج الإيرادات الهامشية للديون  |
| ١١١ | التحول إلى الداخل والطريق إلى البيتكوين  |
| ١١٤ | كيف سيتم الانتهاء من دعم البيتكوين؟  |
| ١١٦ | <b>المبحث الرابع معنى قوة الدولار للاقتصاد العالمي</b>                               |
| ١١٩ | <b>المبحث الخامس مساوى قوة الدولار بالنسبة للاقتصاد العالمي</b>                      |
| ١٢٢ | مخاطر ارتفاع الدولار   |
| ١٤٤ | <b>المبحث السادس معاناة مصارف اليابان مع معدلات الفائدة المنخفضة</b>                 |
| ١٢٥ | كبار المقرضين يبحثون عن دخل من غير الفائدة   |
| ١٢٧ | الفارق بين السعر الفوري وأسعار الصرف الآجلة  |
| ١٢٨ | <b>الفصل الرابع التوجه نحو توسيع الائتمان المباشر للأفراد</b>                        |
| ١٤٩ | <b>المبحث الأول أهمية الدين القومي</b>   |
| ١٣٠ | إصدار الديون   |
| ١٣٣ | الدين كعملة  |
| ١٣٤ | خدمة الدين   |
| ١٣٦ | تسييل الديون   |
| ١٣٨ | التضخم   |
| ١٤٠ | هدف التضخم   |
| ١٤١ | ضغوط كوفيد ١٩  |
| ١٤٤ | <b>المبحث الثاني الأموال المجانية</b>  |
| ١٤٥ | سمات الحقبة الجديدة  |
| ١٤٨ | أسواق مجانية ووجبات غداء مجانية  |
| ١٥٠ | <b>المبحث الثالث ما وراء مشروع الاحتياطي الفيدرالي بإرسال أموال مجانية إلى الناس</b> |
| ١٥١ | بدائل الفائدة السلبية  |

- ١٥٥ ..... دعم فكرة الدولار الرقمي
- ١٥٧ ..... القال والقيل

## ١٦٠ الفصل الخامس التوجه نحو النقود الإلكترونية والمشفرة

### ١٦٢ المبحث الأول تعايش النقود العامة والخاصة في العصر الرقمي

- ١٦٤ ..... تعايش النقود العامة والخاصة
- ١٦٦ ..... عملة المصارف المركزية في العصر الرقمي ستعرض للضغوط
- ١٦٨ ..... الشراكة مع القطاع الخاص لا تزال ممكنة
- ١٧٠ ..... نظام لكل العصور

### ١٧١ المبحث الثاني المصارف المركزية والعملة الرقمية

- ١٧٢ ..... كيف يمكن للمصرف المركزي أن يدعم العملات المستقرة؟
- ١٧٤ ..... ماذا لو أصدر المصرف المركزي عملته الرقمية الخاصة؟
- ١٧٥ ..... ما الذي يمكن أن نتعلمه من هذين المثالين؟

### ١٧٧ المبحث الثالث انتقال المصارف من المدن إلى النظم البيئية الرقمية

- ١٧٩ ..... وقت الذروة للمصارف
- ١٨١ ..... تجربة العميل : عملة المنافسة

### ١٨٣ المبحث الرابع العملات الرقمية المرمزة: الفيديوكوين واليورو الإلكتروني

- ١٨٣ ..... التغيير التكنولوجي يقبل التمويل
- ١٨٧ ..... أموال جديدة ، مشاكل جديدة

### ١٨٩ المبحث الخامس تحذير صندوق النقد حول استخدام الأصول المسفرة كعملة وطنية

- ١٩٠ ..... لا خوف من التقلبات قصيرة المدى
- ١٩١ ..... "التضخم المستقر" مقابل التراكم
- ١٩٣ ..... تكتيكات التخويف
- ١٩٤ ..... الإنتاجية المفقودة
- ١٩٦ ..... بيتكوين هو تهديد لقوتهم

## ١٩٨ الفصل السادس قواعد جديدة وغريبة للاقتصاد العالمي

- ١٩٩ ..... الحقبة الجديدة من السياسة الاقتصادية والأزمة المالية
- ٢٠٠ ..... الاقتصاديون والمسؤولون يكافحون للتكيف
- ٢٠٢ ..... حدود جديدة

المستقبل المنشود ٢٠٤ \_\_\_\_\_

المراجع ٢٠٧ \_\_\_\_\_

صدر للمؤلف ٢٠٩ \_\_\_\_\_



## تقديم

يقول الله تعالى في سورة البقرة الآية ١٨٨: **وَلَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ وَتُدْلُوا بِهَا إِلَى الْحُكَّامِ لِتَأْكُلُوا فَرِيقًا مِّنْ أَمْوَالِ النَّاسِ بِالْإِثْمِ وَأَنْتُمْ تَعْلَمُونَ.**

إن التقرب إلى الحكام بغرض استصدار مراسيم وقرارات لأغراض خاصة وليس لمصلحة عامة هو بمثابة تعدي الحاكم وعماله على المال العام، وأي نفع يستفيد منه الحاكم أو عماله هو غلول وأكل لأموال الناس بالباطل. ومن سعى في استصدار تلك المراسيم والقرارات لنفع يحققه هو أكل لأموال الناس بالباطل. لذلك لا بد من سيادة الإفصاح الكافي، والشفافية، ضمن قواعد الحوكمة الضابطة لتصرفات الحاكم والمحكوم على السواء، حيث تمثل الدولة؛ الحاكم وفريق عمله، ويمثل المجتمع؛ المحكومين بكل قطاعاته.

إن الإضرار بمصالح الناس عموماً أمرٌ منهيٌّ عنه شرعاً وقانوناً؛ ف**(لا ضرر ولا ضرار)**. وفاعله يُعاقب، ولو تأخر عقابه. والحاكم وفريق عمله يعملون وكالة عن الناس المحكومين مقابل أجر يتقاضونه من بيت المال أو وزارة الخزانة، وهذا ما لا يجب أن يتناساه جميعهم، فهم ليسوا ملائكة بل وكلاء عن الناس أنتدبوا لقيادة مصالح الناس نحو الأفضل ولما فيه مصالحهم وقضاء حاجاتهم. أما الإغراق والتماهي في الانفصال عن المجتمع وتعظيم مصالح الدولة على حساب الناس ففيه خروج عن العلاقة الناظمة سواء سمي ناظمها الدستور أو القانون أو العرف السائد، وقد فعلت ذلك النظم الشيوعية سابقاً ثم بادت واختفت، وفي ذلك عبرة.

تعتبر السياسة النقدية أحد سياسات الحكم الثلاث؛ (المالية والاقتصادية والنقدية) التي يتحكم بها أي حاكم، وللهولة الأولى كنت أظنها (شخصياً) أقلها شأنًا، وبعد دراساتي وقراءاتي وتتبع الأحداث، وجدت أنها الأكثر أهمية وتأثيراً بالسياستين المالية والاقتصادية.

ومثاله؛ الهجوم المستمر على الليرة التركية<sup>1</sup>؛ بعدما أعيت تركيا أعداءها لوقف نموها الاقتصادي، والهجوم على الليرة السورية، وكذلك حال الليرة اللبنانية، والقائمة تطول حيث طُبق ذلك الهجوم على بعض دول شرق آسيا وبعض دول أمريكا الجنوبية، وقد أصاب منهم أذية وأضراراً.

إذن السياسة النقدية هي مدخل لمهاجمة الدول المخالفة؛ شأنها شأن الهجوم العسكري بجيوش مدججة بالأسلحة، بل إنه أكثر إيلاً وأطول أمداً.

وقد ركزنا أكثر على الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بوصفه المصرف المركزي (ليس بكل معنى الكلمة) لأكبر اقتصاد عالمي، ولأنه متبنٍ لمدرسة شيكاغو النقدية التي سادت العالم بعد منتصف القرن الماضي وما زالت، والتي تترنح ترنحاً شديداً، وتشهد تخلي العالم عن مبادئها وسياساتها بمن فيهم الاحتياطي الفيدرالي نفسه.

لكن وبسبب تأخر تبني التغييرات المحيطة من قبل مسؤولي الدول والحكومات ومن قبل الجامعات الناشرة للفكر الاقتصادي، سواء لعدم الاقتناع، أو بانتظار صلاحية ما هو جديد، أو لكسل وتخلف فكري مقيت؛ فقد فكرت بترجمة ونشر أكثر

<sup>1</sup> بلغ سعر الليرة التركية حوالي ٧ ليرة /الدولار عند معدل فائدة ٢٠٪ في البنوك التركية وعندما تم خفض معدل الفائدة إلى ١٥٪ بلغ سعر الليرة مقابل الدولار ١٢.٥ أي أن:  
الضغوط السياسية التي سببت زعر الأسواق + تغير سعر الفائدة = ٥.٠٪  
١٢.٥ ليرة/ دولار - ٧ ليرة/ دولار = ٥.٥ ليرة

المقالات حادثة والمتعلقة بالسياسات النقدية كما نشرتها أكبر الصحف والمواقع العالمية والمهورة بتوقيع أفضل الاقتصاديين العالميين، لتكون مجموعة بين دفتي كتاب، بغية لفت نظر المسؤولين التنفيذيين والمفكرين والمهنيين إلى ما يحدث أو ما سيحدث قريباً، فالتأخر في تبني الفكر الأصح والتقنيات الأفضل سيتسبب في دمار مصالح أغلب الناس وسيستغله أكثر الناس أنانية وحقداً على الناس عامة وضعفائهم خاصة، بغض النظر عن أية ايديولوجيات أو مذاهب أو حزبيات أو لون أو جنس .

أما عن القيل والقال؛ فقد تعددت السلوكيات النقدية واضطربت باضطراب الفكر المالي الذي يخصها في القرون الأخيرة حيث سيادة المدارس التجارية وما تلاها، وكذلك تغير النظم الاقتصادية المتعاقبة التي تلخصت آثارها في القرن الماضي بأزمات عالمية وإقليمية حادة. وقد ذكر البخاري في صحيحه أن رسول الله صلى الله عليه وسلم قال: (إِنَّ اللَّهَ كَرِهَ لَكُمْ ثَلَاثًا: قَيْلَ وَقَالَ، وَإِضَاعَةَ الْمَالِ، وَكَثْرَةَ السُّؤَالِ)، وهذه وصية للفرد بوصفه اقتصاداً جزئياً، وتصلح كوصية للمؤسسات كلها بوصفها اقتصاداً كلياً؛ فسلوك الأفراد بمجمله سلوك كلي، لذلك هي تشمل الدول أيضاً، وقد شملت الوصية النهي عن إضاعة المال وهي كالقيل والقال، وما أكثر ما أضاعت المؤسسات النقدية والمالية الدولية والمحلية؛ المال الكثير دون طائل .

يهدف هذا الكتاب إلى تتبع القيل والقال في شأن السياسة النقدية ممن هم أكبر أهلها عالمياً، أفراداً ومؤسسات، وإن المتتبع لما سيتم عرضه سيرى ويتلمس الأخطاء المتعاقبة دون أخذ للدروس والعبر. فإظهار اضطراب مؤسسات النقد والمصارف

المركزية وضعف رؤيتها وهدرها لأموال الناس ولأموال العامة؛ مقيت<sup>1</sup> ويجب التوقف عنه ولو عارض بعض المصالح الخاصة.

والأبشع من ذلك أن يميل البنك المركزي لفعة من الناس في المجتمع دون فعة، وهذا ما نهت عنه الآية الكريمة التي ذكرناها في صدر هذا التقديم.

كما أن تكسب البنك المركزي من مجتمعه أمر غير صحيح وغير جائز، فهو بنك البنوك، وهو يمثل المصلحة العامة، وموقفه يجب أن يكون حيادياً فلا يحق له استخدام نفوذه للتكسب من الناس ولو سعى السياسيون لفعل ذلك، فالأصل أن البنك المركزي يحمي مصالح الناس ويصونها.

لذلك يجب على البنك المركزي أن يحقق الحرية النقدية التي تدعم الحرية الاقتصادية بانضباط رشيد، وهذا ما فشلت فيه النظم الشيوعية والرأسمالية وما بينهما من نظم بالية وقد أرسى رسول الله صلى الله عليه وسلم أسس تلك الحرية التي تحقق العدل والإفصاح والشفافية لجميع أطراف السوق على السواء؛ فقال: **(لَا يَبِعُ حَاضِرٌ لِبَادٍ، دَعَا النَّاسَ يَرْزُقُ اللَّهُ بَعْضَهُمْ مِنْ بَعْضٍ)<sup>1</sup>**، فترك الناس

تتسبب من بعضها البعض هو أساس حركة الاقتصاد، وكلمة (دعوا) من دعا أي حث على اعتقاد الشيء ونادى به، هو أمر لأولي الأمر وللناس المتنفذين سواء أكانوا هيئات أو اتحادات أو تكتلات بترك الناس أحراراً في أعمالهم، لكن تلك الحرية المصونة منضبطة بمنع التأثير من قبل البعض على ظروف العرض والطلب وإخفاء سعر الوقت وقد شُبه ذلك بأن يبيع شخص عالم بأحوال السوق أو يبتاع من

<sup>1</sup> رواه مسلم في صحيحه.

آخر لا يعلم ظروف العرض والطلب للشيء المراد المتاجرة به بيعاً أو شراءً. وهذه هي الحرية بمعناها المنضبط، فلا هي مُصادرة؛ كما هو حال الأنظمة الشيوعية والاشتراكية التي بادت، ولا هي مُنفلتة كما هو حال الأنظمة الرأسمالية التي تدعي الحرية وهي منها براء.

وقد دعا صلى الله عليه وسلم إلى توضيح معنى الحرية في عمليات البيع والشراء بين أطراف السوق بضمان حرية الاختيار ما دام مجلس العقد منعقداً؛ واستقرار ما تم الاتفاق عليه بعد تمامه، فقال: (الْبَيْعَانِ بِالْخِيَارِ مَا لَمْ يَتَفَرَّقَا، - أَوْ قَالَ: حَتَّى يَتَفَرَّقَا - فَإِنْ صَدَقَا وَبَيَّنَّا بُورِكَ لِهَـمَا فِي بَيْعِهِمَا، وَإِنْ كَتَمَا وَكَذَبَا مُحِقَّتْ بَرَكَةٌ بَيْعِهِمَا)<sup>1</sup>، فبعد رسم العلاقة بين طرفي عملية التبادل، وبيان ضابطها بالتفرق أو الافتراق، - وقد ذهب الفقهاء لبيان المجلس بافتراق الأقوال أو الأبدان أو حتى القيام من المجلس وكل ذلك حسنٌ ولا بأس به -، أوضح عليه الصلاة والسلام تنمة عناصر عملية التبادل؛ بأن يصدق كلاهما، وأن يُبينَا بشفافية ما هو لازم الإفصاح عنه أو النصح به للطرف الآخر. وأثر ذلك على مستوى الاقتصاد الجزئي هو رضا الطرفين وسعادتهما بأن حصل كلاهما على مراده وحقق نفعاً مرجواً، وعلى مستوى الاقتصاد الكلي سيكون رواج الأسواق، أما إن كتما وكذبا فالحال سخطٌ وغضبٌ واختلافٌ بين طرفي المبادلة، وقد يتطور لأكثر من ذلك، وعلى مستوى الاقتصاد الكلي سيكون كساد الأسواق وانكماشها لتحول رغبة الأطراف إلى أسواق غيرها أو الامتناع عن الشراء والبيع فيها. ويلاحظ الإعجاز النبوي في هذا الحديث ببيانه:

<sup>1</sup> رواه البخاري في صحيحه.

(صدقاً وبيئاً) ثم القول: (كتما وكذباً)، فأولا يجب الصدق ثم تأتي الشفافية تالياً ومعززة، لأنها مرحلة إضافية من الإفصاح، ثم إذا لم يلزم أطراف السوق بتلك الضوابط، سرعان ما تختفي الشفافية أولاً ويتلوها شيوع الكذب وما يتلوه من جرائم اجتماعية تقض مضجع السوق وتزعزعه.

لذلك فإننا نعتقد؛ أن هدم جزء من البنيان الخرب، أفضل أحياناً من إعمار ما هو صالح، وهذه قاعدة يميل إليها أغلب المهندسين والبنائين لجدواها الفنية والاقتصادية.

حماة (حماها الله) بتاريخ ٢١ ربيع الثاني ١٤٤٣ هـ الموافق ٢٦ نوفمبر/ تشرين

الثاني ٢٠٢١ م

المؤلف

## المقدمة



يعتبر تدخل المصارف المركزية في الحياة النقدية مطلوباً إذا وقع اعتداء على الشأن النقدي في المجتمع؛ منعاً للضرر. وسياسات التدخل منها الصالح ومنها ما دون ذلك، فطباعة النقد مثلاً عندما تكون ضمن قواعد الإصدار حيث تقابل كمية النقود **حاجة** الأسواق السلعية والخدمية أي بحدود **M1**؛ هامة وضرورية، بينما طباعته خارج الحاجة هو مؤذٍ للمصالح العامة والخاصة، ويشمل ذلك **M2, M3, M4**. كما أن محاربة مزوري النقد أمرٌ لا بد منه، وقد نهى صلى الله عليه وسلم عن كسر سكة المسلمين لما فيه اعتداء على نظام القياس الذي به يتعاملون. وكذلك فإن تعويم سعر العملة ممكن باستخدام الأدوات النقدية الصالحة عند **الضرورة**، أما استخدام سعر الفائدة؛ فحرام شرعاً وهو بمثابة تعويم غير نظيف، وقد أعلن الله

الحرب على من استخدم هذه السياسة؛ فقال عز وجل: يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ  
وَذُرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنْتُمْ مُؤْمِنِينَ\* فَإِن لَّمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِّنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ  
وَإِن تَابْتُمْ فَلَكُمْ رُءُوسُ أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلِمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ (البقرة):

٢٧٨-٢٧٩). ووعد المجتمع المرابي بآثارها الضارة، وأهمها شيوع التضخم الذي  
شبهته الآية الكريمة بالذي مسه الشيطان حيث يكون سلوكه غير سوي ولا  
صحيح، يقول الله تعالى: الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ  
الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ<sup>٤</sup>... (البقرة: ٢٧٥). وهذا ما تساءل<sup>١</sup> عنه فريدمان في بداية  
الثمانينيات؛ حيث بحث أسباب السلوك الطائش الذي لم يسبق له مثيل للاقتصاد  
الأمريكي، وتوصل إلى أن هذا السلوك الطائش يساوي أسعار الفائدة مما يصعب  
اتخاذ القرارات الاستثمارية الطويلة الأجل أو التخطيط الجيد للأعمال.

وبما أن التدخل بسعر الفائدة هو تعويم غير نظيف فهذا يأخذنا إلى بنية المذهب  
الاقتصادي الرأسمالي الذي يضع الحرية ركنه الركين؛ بالقول (دعه يعمل دعه  
يمر)؛ فالتدخل برفع وخفض سعر الفائدة (أو التسهيل والتشديد الكمي) هو بمثابة  
حدّ لحرية رؤوس الأموال وتوجيه حركتها وفق منظور البنك المركزي أو من يقوم  
مقامه، وبهذا فلا حرية حقيقية في ذلك النظام الرأسمالي مما يطعن بمذهبه  
الاقتصادي. وإن سلمنا جدلاً بأهمية ذلك التدخل الربوي، ألا يعتبر ذلك خرقاً  
لركن آخر من أركان المذهب الرأسمالي؟ حيث أن الديمقراطية التي تعني حكم

<sup>1</sup> Friedman, M., The yo-yo U.S. Economy, Newsweek, 15 Feb, 1982. p. 4.



الأكثرية – أي الأسواق – قد غلب عليها رأي مُسَيَّرٍ السياسة النقدية؛ ممثلة بشخص رئيسها أو مجلس النقد والتسليف دون اعتبار لرأي الأكثرية التي في السوق .

---

تتلاعب البنوك المركزية – وبخاصة الفيدرالي الأمريكي – بمعدلات الفائدة الطويلة والقصيرة الأجل؛ مما يزيد من سوء آثارها الاقتصادية والنقدية؛ فأسعار الفائدة الطويلة آثار سلبية كبيرة على أعمال البنوك التقليدية<sup>1</sup>.

---

على كل حال، سنسرد لقطات سريعة ومتنوعة حول ما يقوله أو يفعله كثيرون حول العالم من مفكرين ومحللين ومدراء تنفيذيين وغيرهم من المهتمين المهرة، لتتعرف على مدى القلقة الفكرية السائدة، والتي تعكس تماماً تخبط سلوكيات الأسواق بسبب سلوك مؤسسات النقد والمصارف المركزية العالمية والمحلية.

◆ تحاول تركيا جذب المستثمرين العقاريين الغربيين والخليجيين، ليجلبوا معهم أموالاً؛ فيرفعون بها الأسعار. ويتم إغراء البعض من أولئك بمنحهم الجنسية، إلا أن هذه الأموال التي دخلت السوق التركي سرعان ما تهاجر إذا ما شعرت باضطرابات سياسية قد تحصل، وبما أن تركيا تقع في منطقة جيوسياسية تضم جرفاً قارياً يقع على محور زلازل، ومنطقة كثيرة الاضطرابات السياسية؛ فإن حصل شيء من ذلك؛ فإن مصرفها المركزي سيكون في وضع لا يُحسد عليه، وستعاني ليرتها الأمرين، أكثر مما هي عليه الآن.

---

1 للمزيد كتابنا: السياسات النقدية والمالية والاقتصادية المثلث غير المتساوي الأضلاع بنظرة إسلامية، منشورات كاي، طبعة ١، ص ٤١١.

◆ تهدف حملة ترويج هجرة المتقاعدين من الولايات المتحدة إلى إفريقيا (المعرضة في الإنترنت) إلى إخراجهم، بسبب زيادة تكاليفهم المعيشية والطبية وانعدام إنتاجيتهم، ثم لتأمين عيش جيد لهم هناك؛ وهذا من نكران الجميل، فهو سلوك يجعل العاملين القائمين على عملهم؛ يرون مستقبلهم فيما إذا تقدم بهم العمر، فإن تعاملوا عن ذلك فسيرونه حقيقة. وبذلك فإن الإنسان شأنه شأن أي مشروع تطبق عليه قواعد دراسة الجدوى؛ فإن زادت تكاليفه عن منافعه تم التخلص منه، وهذا منافٍ لكل القواعد الإنسانية والشرعية والقانونية.

◆ إذا أوقف الفيدرالي التيسير الكمي، إنهار سوق الأسهم، وهذا ربط للسياسة الاقتصادية بالسياسة النقدية القائمة على الديون اللامتناهية، مما يسبب خللاً هيكلياً على مستوى الدولة والمجتمع معاً، فعادة يربح البعض؛ لكن في حالة الخسارة فالعادة؛ أن الجميع يخسر.

◆ إذا توسع الفيدرالي بالتيسير الكمي بمزيد من سندات الخزنة، غذى الطلب، وأدى إلى مزيد من التضخم. وإذا اشترى سندات خزنة وسندات مدعومة بالأصول بسرعة كبيرة حافظ على أسعار الفائدة الطويلة. وبهذه السياسة يضيف عدة تريليونات من الدولارات، ويكون التضخم الضار هو المصير البشع للجميع.

◆ يتعلق التضخم بالعملة ومدى فقدها لقوتها الشرائية؛ فإذا فقد الناس ثقتهم في عملتهم وحاولوا التخلص منها في أسرع وقت ممكن، مما يسمح لمزيد من التضخم في الارتفاع بشكل مستمر.

◆ إن رحلة سحب الأرصدة من المصارف ستبدأ قريباً إذا بقيت الأمور بهذا المشهد دون معالجات، وسيبدأ تحويل النقود إلى أصول أخرى أكثر ثباتاً للقيمة. وما سلوك المصارف المركزية والتجارية بحجز الأرصدة والسماح بالسحب ضمن أضيق الحدود، إلا أكلُ لأموال الناس بالباطل واعتداءً سافرٌ.

◆ البلدان الأقل نمواً هي التي تعاني من اضطرابات مختلفة، وللتغلب على هروب رؤوس الأموال منها؛ (كتحويلها إلى عملات وأصول أجنبية أكثر جدارة بالثقة)، تلجأ لرفع أسعار الفائدة بشكل كبير لتشجيع رؤوس الأموال للبقاء في البلاد. فإن فشلت انتقلت للحديث عن ضوابط منع رأس المال وتحويله إلى خارج البلاد قسراً، ولنا في لبنان مثلاً قريباً.

◆ إن الانتقال من أزمة مالية إلى أزمة مالية أخرى سببه أن البيروقراطيين يجيدون التفاعل، ولا يتصرفون بشكل استباقي لتحقيق هدف حقيقي. والبيروقراطيون هم الذين يطبقون القوانين بالقوة في المجتمعات المنظمة، حيث تعتمد القوانين على إجراءات موحدة وتوزع المسؤوليات بطريقة هرمية مع مراعاة العلاقات الشخصية؛ وهذا مما أشارت إليه الآية الكريمة في صدر الكتاب، لأن الوسيلة هي رشوة الحكام لاستصدار ما يناسب مصالحهم الشخصية.

◆ لا يمكن جمع الأموال؛ فلا أحد قادر على تحمل الديون المرتفعة التي تُغرق الاقتصاد في كساد – يشمل ذلك الحكومة –، كما لا يمكن شطب الديون بسبب الخطر الذي يلحق بذلك. أي أن الدول صارت محاصرة، والحل الوحيد المتبقي أمامها هو الاستمرار في الفعل نفسه؛ أي الدوران في المكان، بانتظار أزمة عالمية

تكنس الديون وتلغيها، ليكون أكلاً لأموال الناس بالباطل؛ فإن كان أموالاً ربوية فقد ذهب المال الحرام كله.

◆ تتمثل الوظيفة الأساسية لجميع المصارف المركزية في إرسال إشارات خاطئة للمقترضين والدائنين في كل وقت. وتتمثل مهمتها الثانوية في إنقاذ المصارف التجارية الكبيرة التي تعاني من تهافت المصارف بما فيها مواجهة إفلاسها. وإن عمليات تشغيل المصارف ما هي إلا نتيجة تنفيذ المصارف التجارية لسياسة المصرف المركزي لخداع المقترضين والدائنين.

◆ المصرف المركزي هو المزور المرخص له رسمياً من قبل الحكومة؛ فالتزييف غير قانوني لأن الحكومات والمصارف المركزية والمصارف التجارية لا تريد المنافسة. وما يقومون بحمايته حقاً هو علامتهم التجارية المحمية من قبل الحكومة.

◆ إن تخزين الأموال يدمر قوتها الشرائية، وخزائن المصارف مليئة بالنقود، وقد فشلت سياسة الفائدة الصفرية في تحريك هذه المخازن. لذلك فالاعتقاد في جدوى الفائدة خاب وفسل.

◆ يعتقد البعض أن أسعار الفائدة هي المكابح التلقائية والرئيسية للديون الجامحة، وهذا اعتقاد خاطئ، يدفع الناس ثمنه باستمرار.

◆ دائماً ما يتم إنشاء الفقاعة المالية بالأموال الإلزامية (فيات)، وتتولى أسعار الفائدة إنشاؤها من خلال تحريك أسعارها بأقل مما هو سائد في السوق الحرة. وعند انفجار الفقاعة، يخسر المستثمرون أموالهم، ونادراً ما يلومون المزورين الرسميين بذلك؛ أي المصرف المركزي والمصارف التجارية.

◆ الضرائب عمياء تجاه المكلفين، وعمياء لا ترى التضخم الذي تُحدثه، فإذا ساندتها ارتفاع سعر الفائدة، فإن هذا التزاوج مدمر للحياة الاقتصادية تماماً.

◆ يعيش معظم الأمريكيين بطريقة تفوق إمكانياتهم بسبب ثقافة الديون التي تنتشر بينهم، ويتعين عليهم خفض مستوى معيشتهم والبدء بسداد الديون التي تراكمت عليهم وعلى الحكومة؛ فهذه هي الطريقة الوحيدة للخروج من الفوضى التي يعيشها الاقتصاد الأمريكي.

◆ الدين الثابت للائتمان مستقر ومتراجع للفرد منذ الأزمة المالية العالمية. أما في قطاعات الإسكان وقروض الطلاب والشؤون الطبية فالدين في تصاعد؛ ويعتبر ٦٠٪ من الناس في الولايات المتحدة في القاع اقتصادياً، مما يرشح بقاء الأمور على ما هي عليه.

◆ إن تضخم الأصول المالية ما هو إلا انخفاض في قيمة العملة وانكماش للعمالة، فالتضخم شيء مروع، وهي أشبه بالسرقة المستمرة.

◆ المشكلة هي أننا سنضطر في الواقع إلى استخدام عملة مدعومة بالذهب في أحسن الحالات، فالعملة المدعومة بالذهب تفيد المدخرين فقط ولا تسمح بالتوسع كثيراً. وبما أن ثقافة الديون هي الأكثر رواجاً؛ فإن الائتمان يُعبر عنه بسوق الديون وهذا ما لن يتم تقييده أبداً.

◆ بصفتنا مدخرين اليوم، لسنا بحاجة إلى فرض قاعدة جديدة على أي شخص لأنه يمكننا شراء الذهب. وسيهدمون الدولار كما يُخرب الأثاث في يوم الانتقال من بيت لآخر.

◆ كان على نيكسون أن يدفع ثمن الحرب في ذلك الوقت، وكان يفعل ذلك بالدولار. لكن لما بدأ ديغول في تحويل الدولارات إلى ذهب، لم يكن أمام نيكسون سوى إغلاق نافذة الذهب.

◆ عندما يحدث الركود، يمكن لمجلس الاحتياطي الفيدرالي إنشاء مبلغ معين من الدولارات الرقمية وإيداعها في الحسابات، وبعد دقيقة واحدة، يمكن تحويل هذه الأموال إلى المصرف الذي تتعامل معه أو إنفاقها عبر تطبيق أو أي شيء آخر، وهذا دليل على أن ركود الاقتصاد هو حالة لا نهائية.

◆ إن ضخ الأموال لا يحل المشكلات الحقيقية التي يمر بها البلد. لأن الناس بحاجة إلى وظائف برواتب مناسبة للعيش. ومع ضخ الأموال في نقاط عشوائية، فإنه لا يُسمح لأي شخص بموازنة نفقاته، وهذا مؤداه إنشاء مجتمع يعتمد على الصدقات لأن الناس ستكون في عوز ودون عمل.

## الفصل الأول

### انحرافات هيكلية

يتناول هذا الفصل ثلاثة مباحث؛

يتعلق الأول بإعادة تعيين جيروم باول رئيساً لمجلس الاحتياطي الفيدرالي رغم عيوبه، تحاشياً للتشكيك في استقلالية الاحتياطي الفيدرالي، وعلى الرغم من ذلك، أعاد الرئيس الأمريكي إعادة تعيين باول إبعاداً لاحتمال إطالة أمد التيسير الكمي، ولإعطاء الانطباع بأن البيت الأبيض لا يريد التأثير على الاحتياطي الفيدرالي. وبهذا فإن للسياسيين تأثيرهم الخفي كما لغيرهم في دول أخرى تأثيرهم الفج.

ويتعلق الثاني بسلوك البنوك المركزية في الأسواق الناشئة حيث التضخم المتصاعد، ففي أزمة كوفيد ١٩ لجأت هذه الأسواق إلى التشديد النقدي، مما أوجع التضخم فيها، وجعل عملاتها تتأرجح؛ بسبب مستويات ديونها الكبيرة جداً. وهذا تقسيم مدروس بين الأسواق المتقدمة التي لجأت للتسهيل الكمي والأسواق الناشئة التي لجأت للتشديد الكمي.

يتعلق الثالث بفقد الاحتياطي الفيدرالي سيطرته على التضخم، فقصته التي يروج لها بأن كابوس سلسلة التوريد تسبب في انفجار التضخم، خاطئة وكاذبة.

## المبحث الأول

### تعيين رئيس المجلس الاحتياطي أو المصرف المركزي<sup>1</sup>



جيروم باول: رئيس مجلس المحافظين للنظام الاحتياطي الفدرالي، مصرفي ومحامي وسياسي أمريكي، ولد في ٤ فبراير ١٩٥٣ في واشنطن العاصمة في الولايات المتحدة. حزبياً، نشط في الحزب الجمهوري. وقد انتخب رئيس مجلس المحافظين للنظام الاحتياطي الفدرالي

على الرغم من عيوبه، يجب إعادة تعيين (جيروم باول) رئيساً لمجلس الاحتياطي الفيدرالي، وسيكون وقتاً سيئاً للتشكيك في استقلالية الاحتياطي الفيدرالي. وعند ترشيح رئيس مجلس الاحتياطي الفيدرالي، يختار رئيس أمريكا الشخص الذي يتمتع بأكبر سلطة فورية على الاقتصاد العالمي. حيث تجلب قيادة مصرف الاحتياطي الفيدرالي معها السيطرة على أسعار الفائدة الأمريكية، والمسؤولية عن الميزانية العمومية البالغة ٨.٣ تريليون دولار والالتزام بتنظيم أهم المصارف في العالم. يمكن لخطأ في مبنى Eccles أن يتسبب في سقوط الملايين من الوظائف،

<sup>1</sup> The Economist, Despite his shortcomings, Jerome Powell should be reappointed Fed chairman, Aug 28th 2021, [Link](#).



أو تعكير صفو الأسواق العالمية، أو إطلاق العنان للتضخم. حتى أن الاحتياطي الفيدرالي يدعم الأسواق المالية الخارجية من خلال تقديم إمدادات جاهزة من الدولارات للمصارف المركزية الأجنبية.

---

يضم مبنى مجلس الاحتياطي الفيدرالي Marriner S. Eccles المكاتب الرئيسية لمجلس محافظي نظام الاحتياطي الفيدرالي للولايات المتحدة. ويقع في واشنطن العاصمة. وقد استكمل بناؤه في عام ١٩٣٧.

---

مصير جيروم باول، الرئيس الحالي الذي يجب أن تنتهي ولايته في فبراير، يقع في يد الرئيس جو بايدن. ومن غير الواضح كيف سينظر التاريخ إلى فترة ولاية باول الأولى. قبل الوباء، فسياسته النقدية الفضفاضة ساعدت على بلوغ البطالة أدنى مستوياتها التاريخية دون إثارة التضخم. وعندما انغلق الاقتصاد في ربيع عام ٢٠٢٠، منع الاحتياطي الفيدرالي انهيار الأسواق المالية من خلال تدخلات هائلة وسريعة، كان بعضها: الاكتتاب الضمني غير المسبوق لسوق سندات الشركات، في أغسطس ٢٠٢٠، حيث عدل المصرف المركزي هدفه للتضخم البالغ ٢٪، والذي كان حتى الآن أقل من المستوى المطلوب، من خلال جعله يُطبق في المتوسط على مدار الدورة الاقتصادية، مما يعني أنه سيتعين على مصرف الاحتياطي الفيدرالي تعويض أخطائه السابقة.

في الآونة الأخيرة، مع ذلك، بدت يد باول أقل ثباتاً. ووفقاً لمقياس أهداف الاحتياطي الفيدرالي، ارتفع التضخم إلى ٤٪ في العام السابق، أو ٦.٤٪ إذا قمت بزيادة الأسعار ربع إلى ربع سنوي. وإن فشل المصرف المركزي في توقع ارتفاع

الأسعار جعل وعوده بأن يهدأ التضخم أقل طمأنة. وقد يضطره ذلك إلى الانعكاس المفاجئ للحافز.

إضافة إلى ذلك، إن هدف التضخم الجديد، على الرغم من أنه مرغوب فيه من الناحية النظرية، لا يزال غامضاً وغير مفهوم بشكل جيد من الناحية العملية. والمصرف المركزي مستمر في تقديم ١٢٠ مليار دولار شهرياً من التسهيل الكمي QE، وشراء السندات بأموال تم إنشاؤها حديثاً. ومن غير المرجح أن يفيد التيسير الكمي اليوم؛ الاقتصاد بشكل مباشر، لكنه يخلق مخاطر مالية خفية لدافعي الضرائب، لأنه يشمل مصرف الاحتياطي الفيدرالي، الذي يضمه، ويصدر احتياطات قصيرة الأجل لشراء السندات طويلة الأجل. وإذا ارتفعت أسعار الفائدة قصيرة الأجل، فسوف ترتفع فاتورة الفائدة التي يجب على مصرف الاحتياطي الفيدرالي دفعها على تلك الاحتياطات.

وعلى الرغم من هذا السجل المختلط، يجب على بايدن إعادة تعيين باول. ويرجع ذلك جزئياً إلى أن أي بديل من المرجح أن يفكر فيه البيت الأبيض من المحتمل أن يكون أكثر حرصاً على إطالة أمد التيسير الكمي، وقد يكون أيضاً متشككاً في التنظيم المرحب به للوائح المصارف التي ترأسها باول أيضاً. وإن أهم سبب لإبقاء باول في وظيفته هو أن هذه ستكون لحظة مروعة لإعطاء الانطباع بأن البيت الأبيض يريد التأثير على الاحتياطي الفيدرالي.

## على المدى القصير

يكمن الخطر في أن التضخم المرتفع ثابت ومستمر. ومع تولي باول المسؤولية، سيبدو ذلك خطأً صريحاً، خطأً يشير سجله إلى أنه سيحاول تصحيحه بسرعة. ففي عام ٢٠١٨، رفع مصرف الاحتياطي الفيدرالي أسعار الفائدة مع تسخين الاقتصاد؛ وفي يونيو كانت إشارة إلى أنه سيستجيب لارتفاع التضخم بسياسة نقدية أكثر تشدداً، وهي خطة اتخذتها الأسواق لتكون ذات مصداقية. ومع ذلك، ومع تعيين بايدن على رأس القيادة، والذي تم اختياره في المقام الأول بسبب ولعه أو حبه للتحفيز، قد يبدو الاحتياطي الفيدرالي غير مستقل بشكل كافٍ وبالتالي يتعين عليه رفع أسعار الفائدة أكثر – وبالتالي إبطاء الاقتصاد أكثر – لإقناع المستثمرين بأنه مصمم على احتواء التضخم.

## على المدى الطويل

تهدد البيئة الاقتصادية استقلالية المصارف المركزية. بسبب انخفاض أسعار الفائدة بالقرب من الصفر، مما جعلها تفتقر إلى الذخيرة. ويسهل الخلط بين أنواع التيسير الكمي، فهو البديل الرئيسي للمصارف المركزية لخفض أسعار الفائدة، لتمويل أي عجز نقدي حكومي. فالمستودعات تحتاج إلى إعادة الملء، كما يحتاج تقسيم المسؤوليات بين المصارف المركزية والسياسة المالية الحكومية إلى إعادة التفكير. يجب أن يتعاون السياسيون والخبيرون لدراسة العملات الرقمية للمصرف المركزي CBDCS، والتي لديها القدرة على تحويل كيفية عمل المال والأعمال المصرفية.

ويجب أن يتخذ القادة المنتخبون القرارات المتعلقة بالعملة الرقمية للمصارف المركزية، وتعتبر المشورة المستقلة من التكنوقراط حاسمة .  
إذاً يخاطر التعيين الجديد بإذكاء الشكوك بأن كل هذه الإصلاحات ستعمل على تسييس المصارف المركزية .

### خلفية

حصل باول على وظيفته قبل أربع سنوات لأن دونالد ترامب ألقى سابقه، لم تمس منذ سبعينيات القرن الماضي، مفادها أنه يتعين على الرؤساء إعادة تعيين رؤساء مجلس الاحتياطي الفيدرالي الذين اختارهم أسلافهم، حتى أولئك الذين ينتمون إلى أحزاب معارضة . من الأفضل أن يقوم بايدن بإعادة تأكيد هذا المبدأ، وبالتالي إرسال رسالة مفادها أن السلطة التنفيذية تحترم استقلالية مصرف الاحتياطي الفيدرالي .

## المبحث الثاني

### سلوك المصارف المركزية في الأسواق الناشئة والتضخم المتصاعد<sup>2،1</sup>



WOLF RICHTER: FOUNDER AND PUBLISHER OF [WOLF STREET](#). IN HIS CYNICAL, TONGUE-IN-CHEEK MANNER, HE REPORTS ON AND DISSECTS ECONOMIC, BUSINESS, AND FINANCIAL DATA, WALL STREET SHENANIGANS, COMPLEX ENTANGLEMENTS, DEBACLES, AND OPPORTUNITIES.

أرخت أزمة وباء كوفيد ١٩ بثقلها على الاقتصادات الناشئة وألجأتها إلى التشديد النقدي، وتواجه الاقتصادات النامية أزمة ارتفاع تضخم ملحوظ، مما يجعل عملاتها بحاجة إلى الدعم؛ فمستويات الديون فيها ترتفع ارتفاعاً كبيراً خلال الوباء، كما تؤثر الزيادات المستمرة في أسعار السلع على التضخم وتسبب بمزيد من الزيادات للأشهر التالية .

<sup>1</sup> Wolf Richter, Shock-and-Awe Rate Hikes Begin in the Emerging Markets amid Surging Inflation, Mar 18, 2021, [Link](#).

<sup>2</sup> Wolf Richter, Powell in WSJ Op-ed: "I Truly Believe that We [the Rich] Will Emerge from this Crisis Stronger and Better, as We [the Rich] Have Done so Often Before", Mar 19, 2021, [Link](#).

ويدفع تضخم أسعار المواد الغذائية في البلدان التي تحوي شرائح سكان أكثر فقراً، إلى إنفاق مبالغ لا تتناسب مع دخولهم، مما يجعل أثر تضخم أسعار المواد الغذائية مدمراً.

### المصرف المركزي التركي

رفع المصرف المركزي التركي سعر الفائدة، من ١٧٪ إلى ١٩٪ وكانت التوقعات بمقدار نصف هذه الزيادة.

ردت لجنة السياسة النقدية ذلك لزيادة التضخم إلى ١٥.٦٪ في فبراير، وهذا التشديد إنما يهدف إلى خفض التضخم واستقرار الأسعار، وقد تحسن سعر الليرة بنسبة ١.٥٪ مقابل الدولار.

لقد اقترضت الحكومة التركية وقطاع الشركات بكثافة بالعملات الأجنبية، باليورو والدولار في المقام الأول. حيث يصبح من الصعب خدمة هذا الدين مع انخفاض الليرة. مما ترك تركيا تترنح على حافة أزمة مالية على مدى السنوات الثلاث الماضية.

### المصرف المركزي البرازيلي

رفع المصرف المركزي البرازيلي سعر الفائدة، إلى ٢.٧٥٪.

ردت لجنة تحديد الأسعار ذلك لزيادة التضخم إلى ٥.٢٪ في فبراير وهو معدل يفوق الهدف المرسوم عند ٤٪، وهذا التشديد إنما يهدف إلى خفض التضخم الذي تجاوز هدف السياسة النقدية.

## المصرف المركزي الروسي

حافظ المصرف المركزي الروسي على سعر فائدته عند ٤.٢٥٪ متبعاً سياسة نقدية محايدة؛

حيث تكون المعدلات عند ٥-٦٪، وتبلغ نسبة التضخم ٥.٧٪ في فبراير وهي في تزايد شهري، وتشير توقعات الأسواق بارتفاع سعر الفائدة قريباً. وإذا استمر نمو الأسعار، وسط طلبٍ متعافٍ بسرعة وأكثر استدامة، فستستمر قيود العرض في الضغط على الأسعار بشكل تصاعدي. عندئذ سيكون رفع أسعار الفائدة محتملاً بقوة.

## المصرف المركزي النيجيري

حافظ المصرف المركزي النيجيري على سعر الفائدة عند ١١.٥٪، مع ارتفاع معدل التضخم إلى ١٧.٣٪ في فبراير. وبما أن الاقتصاد النيجيري يعاني من الركود التضخمي فإن رفع معدل الفائدة قد يؤثر سلباً على الاقتصاد، ويزيد من التضخم المتسارع إلى حالة منهكة.

## المصرف المركزي الهندي

حافظ المصرف المركزي الهندي على سعر الفائدة عند ٤٪، مع ارتفاع معدل التضخم إلى ٥٪ في فبراير. وزيادة تضخم أسعار المواد الغذائية بأكثر من الضعف إلى ٣.٩٪.

يظل التضخم ضمن النطاق المستهدف الواسع لمصرف الاحتياطي الهندي من ٢-٦٪.

## المبحث الثالث

الاحتياطي الفيدرالي فقد السيطرة على قصة التضخم<sup>١</sup>

القصة التي يروج لها بنك الاحتياطي الفيدرالي هي أن كابوس سلسلة التوريد تسبب في انفجار التضخم، وهو الأسوأ منذ عقود.

### سلوك الاحتياطي الفيدرالي يزيد ارتفاع التضخم عالمياً

التضخم أخذ في الارتفاع في البلدان الأخرى أيضاً، مع أعلى مستوياته منذ عدة عقود في ألمانيا، في أوروبا بشكل عام، في كندا، وأماكن أخرى. انتشر هذا في أجزاء كبيرة من العالم.

لكن مجلس الاحتياطي الفيدرالي وحكومة الولايات المتحدة رفضا تحمل المسؤولية عن نوبة التضخم هذه وألقيا باللوم على عقبات سلسلة التوريد ونقص العمالة، ووصف هذا التضخم بأنه "مؤقت" و "عابر"، نافيين أن يطبعوا أموالهم بشكل طائش وفوائدهم. إن سياسات المعدل، وعجز الإنفاق الهائل له علاقة بها.

<sup>1</sup> Wolf Richter, The Fed Lost Control of the Inflation Narrative, Nov 4, 2021, [Link](#).



لكن الاحتياطي الفيدرالي فقد السيطرة.

في الـ ٢٠ شهراً منذ مارس ٢٠٢٠، زاد الاحتياطي الفيدرالي الأصول في ميزانيته العمومية بمقدار ٤.٢ تريليون دولار، بعد أن ضاعف ما يقرب من إجمالي أصوله إلى ٨.٦ تريليون دولار. هذا مبلغ ضخّم من خلق المال. وذهب هذا المال في كل مكان. لقد أدى إلى تضخم أسعار الأصول، مما جعل مالكي الأصول أكثر ثراءً. العقارات والأسهم والعملات المشفرة ومجموعة من الأصول الأخرى. إنها فقاعة كل شيء.

### الاحتياطي الفيدرالي يسعى لإحداث تأثير الثروة ليزيد ثروة الأثرياء

فعل الاحتياطي الفيدرالي هذا لخلق ما يسميه تأثير الثروة. وقد تم توضيح ذلك في الصحف الرسمية من قبل الاحتياطي الفيدرالي. الفكرة هي أنه عندما يزداد هؤلاء الأشخاص ثراءً، فإنهم سينفقون بعضاً من هذه الثروة الجديدة. وعندما تكون أسعار الفائدة منخفضة، يمكنهم الاقتراض بثمن بخس مقابل أصولهم، بدلاً من الاضطرار إلى بيعها، ويمكنهم إنفاق هذه الأموال المقترضة.

حدث هذا عن طريق سحب الأموال من الرهون العقارية، وحدث ذلك من خلال الرافعة المالية في سوق الأوراق المالية، والتي تضخمت إلى السجلات، وحدث ذلك من خلال الجماعات التي تسمح لمالكي العملات المشفرة بالاقتراض مقابل ممتلكاتهم المشفرة. ارتفعت الرافعة المالية في جميع المجالات. وقد تم إنفاق هذه الأموال، وسوف يتم إنفاقها، لتوفير الكثير من الرخم الذي لم يأت من العمل.

ثم كانت هناك برامج التحفيز الحكومية، ليس فقط للعاطلين والأشخاص تحت مستوى دخل معين، ولكن للشركات، مثل قروض الشراكة بين القطاعين العام والخاص التي ذهبت إلى حد كبير إلى الأشخاص الذين لا يحتاجون إليها، كما نعلم الآن. كانت القواعد فضفاضة، ولم يكن الناس بحاجة لخرق القواعد للحصول على هذه الأموال. تم تقديم أكثر من ٨٠٠ مليار دولار من قروض الشراكة بين القطاعين العام والخاص، معظمها قابل للتنازل عنه. وبعض هذه الأموال تم إنفاقها على سيارات فاخرة وأشياء أخرى وتوفير المزيد من الزخم الذي لم يأتي من العمالة.

حصلت الشركات الكبرى أيضاً على الكثير من أموال التحفيز، وتم إنفاقها واستثمارها. وحصلت حكومات الولايات والبلديات على الكثير من أموال التحفيز، ويتم إنفاقها، وكلها ستوفر المزيد من الزخم الذي لم يأت من العمالة. لم يتم تصميم أي شيء لهذا النوع من الاندفاع في الطلب. لكن هذا المطلب لم يأت من فراغ. فقد تم إطلاقها عن قصد بمقدار ٤.٢ تريليون دولار في طباعة النقود في ٢٠ شهراً في الولايات المتحدة وحدها، وبنسبة ٥.٤ تريليون دولار في الإنفاق بالعجز، بناءً على حجم الدين القومي الأمريكي الذي ارتفع خلال هذه الفترة – بمقدار ٥.٤ تريليون دولار في ٢٠ شهراً. ومجموعة، ما يقرب من ١٠ تريليون دولار في إجمالي التحفيز. ولا تزال مستمرة.

تحدث كل شركة كبرى الآن عن الزيادات الحالية في الأسعار، وعن الزيادات المستقبلية في الأسعار، وارتفاع تكاليف المواد والمكونات والعمالة. وهم يقولون

بشكل متزايد أن هذه الزيادات في التكلفة والزيادات في الأسعار ليست حلقة قصيرة ولكنها تدخل في الاقتصاد .

### علامة أخرى تغير العقلية التضخمية

يعود الأمر في النهاية إلى الطلب، والطلب ضخم، وهو عالمي، وقد جاء فجأة، بسبب التحفيز، والتحفيز مستمر عالمياً، على الرغم من أن بعض البنوك المركزية قد بدأت في رفع أسعار الفائدة والبعض الآخر أنهى التيسير الكمي، لكنهم " لا يزالون يخفضون فقط مقدار التحفيز، وهم ليسوا قريبين من الحياد، وهم بعيدون عن وضع أقدامهم على الفرامل . فلا زال لديهم الشهية للفعل المزيد، ولو أقل بقليل من ذي قبل .

لا يزال بنك الاحتياطي الفيدرالي يحاول إلقاء اللوم على النقص الذي ظهر فجأة من العدم . لكنهم لم يأتوا من العدم . انخرط بنك الاحتياطي الفيدرالي في قدر كبير من طباعة النقود لتضخيم أسعار الأصول حتى ينفق الأشخاص الذين حققوا هذه المكاسب بعضاً منها وسيزيدون من تحفيز الطلب . وكان لدى الحكومة نوبة ضخمة من الإنفاق بالعجز لتعزيز الطلب .

لم يكن ذلك في الولايات المتحدة فحسب، بل على مستوى العالم . في الولايات المتحدة، تم تضخيم كل هذا، مع ما يقرب من ١٠ تريليونات دولار من التحفيز . هذه العشرة تريليونات دولار يتم تداولها، وهي تتسبب في حدوث كل أنواع الأشياء، وجميع أنواع التشوهات، والسيولة الزائدة، وتضخم أسعار الأصول . المقدار القياسي للرافعة المالية يضاعف كل هذا . ويتفاعل الناس .

ما يحدث هو أن الاحتياطي الفيدرالي فقد السيطرة على روايته القائلة بأن لا علاقة له بهذا التضخم، وأن الأمر يتعلق ببعض مشكلات سلسلة التوريد التي ظهرت من العدم. لا يزال الاحتياطي الفيدرالي يروي قصة واحدة، في حين أن الواقع قد بدأ بالفعل يذهب في طريق آخر.

لكن يمكن لمجلس الاحتياطي الفيدرالي اتخاذ إجراءات صارمة ضد التضخم. بفضل ميزانيتها العمومية البالغة ٨ تريليونات دولار والتي يمكن فكها ومعدلات سياستها عند ما يقرب من ٠٪، يمكن أن ترفع، لديها الكثير من الأدوات لمكافحة التضخم، تتلخص جميعها في خفض الطلب.

إلا أن التغييرات في السياسة النقدية تستغرق ما يقرب من ١٨ شهراً قبل أن يكون لها أي تأثير على التضخم، وحتى بعد هذا التأخير الأولي، فإن محاربة التضخم المتأصل عملية صعبة طويلة. وكلما طال انتظار الاحتياطي الفيدرالي، كلما ترسخ هذا التضخم، وزاد من صعوبة إزاحته.

وهذا الموقف – بمعنى جهود بنك الاحتياطي الفيدرالي لإزاحة التضخم المتأصل – هو شيء لم يختبره معظم الأمريكيين.

## الفصل الثاني

### أضرار تحبب السياسات النقدية

يتناول هذا الفصل أربعة مباحث؛

يتعلق الأول بالظلم الاقتصادي حيث عدم المساواة حتى في العالم الغني، مما أدى لتحفيز الشعبويين للظهور ثانية إثر التطرف في إعادة توزيع الثروة.

ويتعلق الثاني بالتضخم الذي تحول إلى عقبة سياسية بعد ازدياد احتمال خروج الناس تائرين خوفاً على مصالحهم وضياع ثرواتهم.

ويتعلق الثالث بخسارة البنوك في أسواق رأس المال منح الائتمان الذي نما الائتمان بشكل أكثر تنافسية، وصار أقل اعتماداً على عدد من المؤسسات الكبيرة المحفوفة بالمخاطر.

ويتعلق الرابع بتحول الأمريكيين إلى عبيد للديون، فصدق فيه قول رسول الله صلى الله عليه وسلم: (تَعَسَّ عَبْدُ الدِّينَارِ، والدَّرْهَمِ)، فثقافة الديون التي ساعدت في جعلهم مستغرقين في الديون، وبتغيير قواعد اللعب في السوق، كانوا أول الضحايا فتعبوا وتعسوا.

ويتعلق الخامس بالسياسة النقدية للفدرالية الأمريكية التي كلفت المدخرين الأمريكيين حوالي ٤ تريليون دولار منذ عام ٢٠٠٨، وقد حان الوقت لمطالبته بمعالجة تأثيره على المدخرين.

## المبحث الأول الظلم الاقتصادي<sup>1</sup>

# The Economist

تقول Economist في افتتاحية ٢٨-١١-٢٠١٩: هناك الكثير مما يجب عمله لجعل الاقتصادات أكثر عدالة؛ فارتفاع عدم المساواة في العالم الغني، حفز الشعوبيين، الذين يقولون إن النخب الحضرية الأنانية قد سحبت سلم الفرص بعيداً عن الناس العاديين، وأعطت العون لليسار، الذي اقترح طرقاً أكثر تطرفاً لإعادة توزيع الثروة. وقد أثير هذا القلق بين رجال الأعمال، الذين يدعي الكثير منهم الآن السعي لتحقيق هدف اجتماعي أعلى، خشية أن يُرى أنهم يشتركون في نموذج للرأسمالية يعرفه الجميع بالفشل.

### آثار النموذج الرأسمالي

١. ارتفاع تكلفة التعليم الجامعي بحيث صار بعيداً عن متناول العديد من الأسر.
٢. ارتفاع الإيجارات وأسعار المنازل، بحيث صار من الصعب تحمل تكاليف العيش في المدن الناجحة التي تحتوي على معظم الوظائف.

<sup>1</sup> The Economist, Inequality could be lower than you think, Nov 28th 2019, [Link](#)

٣ . تركزت الصناعات القديمة في مدن وبلدات فقيرة، مما أنشأ جيوباً واضحة من الحرمان .

٤ . تراجع حصة العمال من الناتج المحلي الإجمالي أمام تزايد حصة العالم الغني .

٥ . تزايد عدم المساواة في صافي الثروة التي يملكها الناس؛ وتشير حملة إيزابيث وارين، المنافس الرئاسي الديمقراطي، إلى أن حصة الثروة التي يملكها أغنى ١ .٠٪ من الأميركيين ارتفعت من ٧٪ في عام ١٩٧٨ إلى ٢٢٪ في عام ٢٠١٢ .

### الحل الذي يريده السياسيون

أما الحل الذي يريده السياسيون، بمن فيهم السيدة (وارن) و (بيرني ساندرز)، فيتمثل في تطبيق الضرائب على الثروة، لزيادة الإيرادات العامة. أما التشكيك بالادعاء حول عدم المساواة؛ فغير مبرر للحد من الإلحاح لمعالجة الظلم الاقتصادي.

## المبحث الثاني

### التضخم عقبة سياسية عند تدهور مزاج الناس<sup>1</sup>



في خضم أكبر وأسرع طفرة في أسعار الأصول المالية على الإطلاق، بسبب الطباعة المتشددة للأموال وقمع أسعار الفائدة من جانب مصرف الاحتياطي الفيدرالي، تدهورت الحالة المزاجية للأمريكيين بشأن الاقتصاد بشكل كبير حيث تضررت ثرواتهم من التضخم.

يؤدي ارتفاع التضخم إلى التهام مكاسب الأجور، فقد أضحت بعض الأشياء أكثر تكلفة بشكل رهيب في أي وقت من الأوقات، مثل بعض المواد الغذائية، والسيارات الجديدة والمستعملة، والإسكان – ارتفعت هذه الأسعار بشكل أسرع بكثير من مؤشرات التضخم الإجمالية.

الناس محبطون من الاقتصاد، لأنهم قلقون لأن كل شيء صار أكثر تكلفة، وهم يلومون الحكومة والسياسيين، بينما لا يلومون الاحتياطي الفيدرالي، لأن

<sup>1</sup> Wolf Richter, Inflation Becomes a Political Bitch for Democrats as People's Mood Sours amid Biggest Fed-Fueled Boom for the Wealthy, Nov 14, 2021, [Link](#)



استطلاعات الرأي لا تسأل عن الاحتياطي الفيدرالي، ولأن كثير من الناس لا يفهمون حتى ما يفعله الاحتياطي الفيدرالي .

كان الاقتصاد من بين العوامل الرئيسية – الاقتصاد الذي صممه مصرف الاحتياطي الفيدرالي مع تضخم هائل في أسعار الأصول والآن تضخم أسعار المستهلك الهائل الذي أدى إلى ارتفاع التكاليف للأمريكيين العاديين: قال ٧٠٪ أن الاقتصاد في حالة سيئة، فقد كان ٥٨٪ في الربع .

وبالنسبة للأشخاص الذين يكسبون عيشهم من عملهم، يرون القوة الشرائية لعملهم تتضاءل بسبب ارتفاع الإيجارات، وارتفاع أسعار المساكن، وارتفاع أسعار المواد الغذائية، والارتفاع الكبير الجديد والمستعمل – أسعار السيارات، إرتفاع أسعار البنزين، إرتفاع تكاليف الرعاية الصحية . فزيادة الأجور بنسبة ٢٠٪ التي حصلوا عليها عندما انتقلوا إلى وظيفة أفضل قبل بضعة أشهر أصبحت الآن تتآكل بسبب ارتفاع التكاليف .

وقد قفز مؤشر أسعار المستهلك الواسع CPI-U بنسبة ٦.٢٪ على أساس سنوي . ومؤشر أسعار المستهلك لجميع العاملين بأجر في المدن والعمال الكتابيين، ارتفع مؤشر أسعار المستهلك بنسبة ٦.٩٪، وهو أعلى رقم منذ يونيو ١٩٨٢ .

كان عام ١٩٨٢ حقبة فولكر في مجلس الاحتياطي الفيدرالي . تم ترشيحه من قبل الرئيس كارتير في يوليو ١٩٧٩، ثم استخدمه الرئيس ريغان لترويض وحش التضخم لمدة ٤٠ عاماً .

بدأ مصرف الاحتياطي الفيدرالي في رفع معدل سياسته، معدل الأموال الفيدرالية، في عام ١٩٧٧ من أقل من ٥٪ إلى أكثر من ١٠٪ في منتصف عام ١٩٧٩. عندما بدأ فولكر في إدارة مصرف الاحتياطي الفيدرالي، رفع أسعار الفائدة أكثر، مما أدى إلى الركود الأول، مما دفعه إلى خفض أسعار الفائدة مرة أخرى. وما زال هذا لم يقهر وحش التضخم، لذلك رفع المعدلات مرة أخرى إلى ذروتها بنسبة ٢٠٪ في يونيو ١٩٨١، مما أدى إلى الركود الثاني، والذي أدى مهمة كسر ظهر وحش التضخم.

وانخفض التضخم على مدى عقود، مما أدى إلى أكبر انتعاش في سوق السندات وجميع أنواع الأشياء الجيدة الأخرى، واكتسب مصرف الاحتياطي الفيدرالي مصداقية في قدرته على التغلب على التضخم، وهو ما ساعد في حد ذاته على إبقاء التضخم تحت السيطرة.

الآن أطلق الاحتياطي الفيدرالي العنان لذلك الوحش مرة أخرى. وقد دمرت مصداقيتها في قدرتها على هزيمة التضخم لأنها لا تريد حتى قهر التضخم.

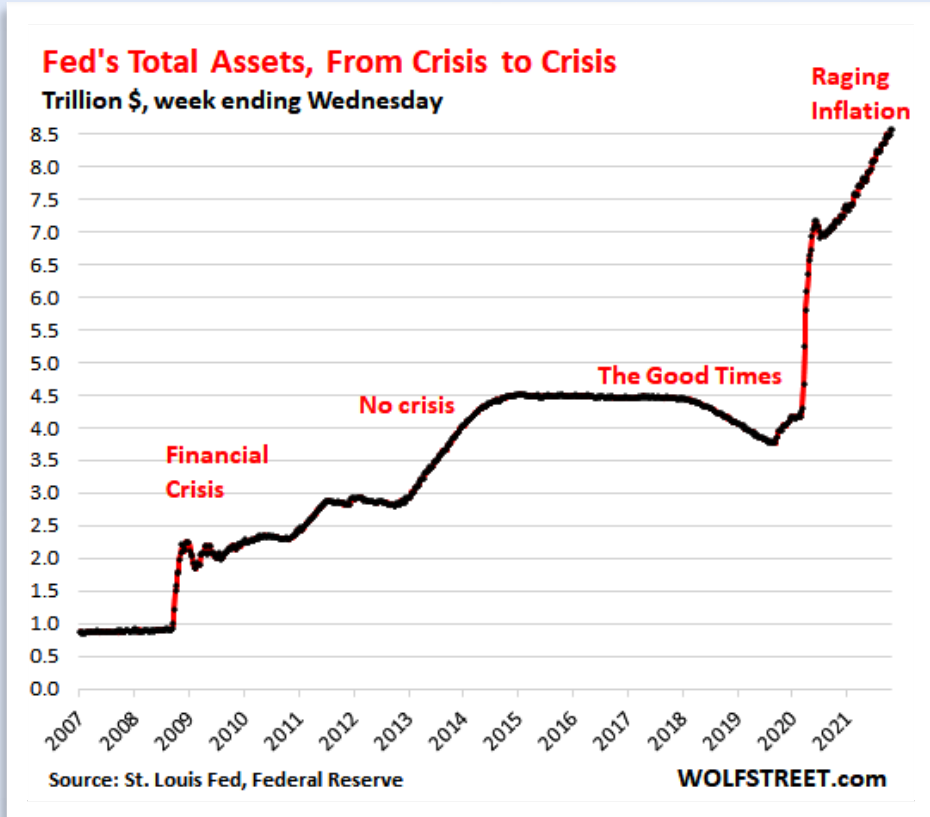
### ليس هناك طريقة سهلة للخروج

لا يحتاج الاحتياطي الفيدرالي إلى رفع أسعار الفائدة قصيرة الأجل إلى ٢٠٪، كما حدث في أوائل الثمانينيات. سيكون هذا هراء. لديها ميزانية عمومية ضخمة، نتيجة لطباعة النقود الفاحشة، يمكن تفريغها بدلاً من ذلك.

يمكن لمجلس الاحتياطي الفيدرالي رفع أسعار الفائدة قصيرة الأجل إلى نسبة متواضعة تبلغ ٤٪ خلال الاثني عشر شهراً القادمة، والتي ستظل محفزة لأن هذا

المعدل أقل من معدل التضخم، مما ينتج عنه معدلات سلبية "حقيقية" قصيرة الأجل.

ويمكنها تفريغ ٥ تريليونات دولار من الأصول التي اشترتها منذ سبتمبر ٢٠١٩ وإعادة أصولها إلى المستوى الضخم الذي لا يزال في سبتمبر ٢٠١٩ (٣.٨ تريليون دولار). يمكن أن تفعل ذلك على مدار الـ ٢٤ شهراً القادمة، وهو ما يعادل تقريباً متوسط وتيرة التيسير الكمي منذ سبتمبر ٢٠١٩، فقط في الاتجاه المعاكس، وبالتالي تفريغ حوالي ٢١٠ مليار دولار شهرياً. وهذا من شأنه أن يحرر المعدلات طويلة الأجل ويسمح لها بالطفو على ارتفاع أعلى.



لكن بدلاً من ذلك، أمضى مصرف الاحتياطي الفيدرالي شهوراً في إنكار وجود التضخم، متحدياً ما يراه الأمريكيون كل يوم أمامهم، ثم قضى شهوراً في تجاهل هذه القضية من خلال وصفها بأنها "مؤقتة". والحكومة، بغياء، تتماشى مع تلك الإستراتيجية.

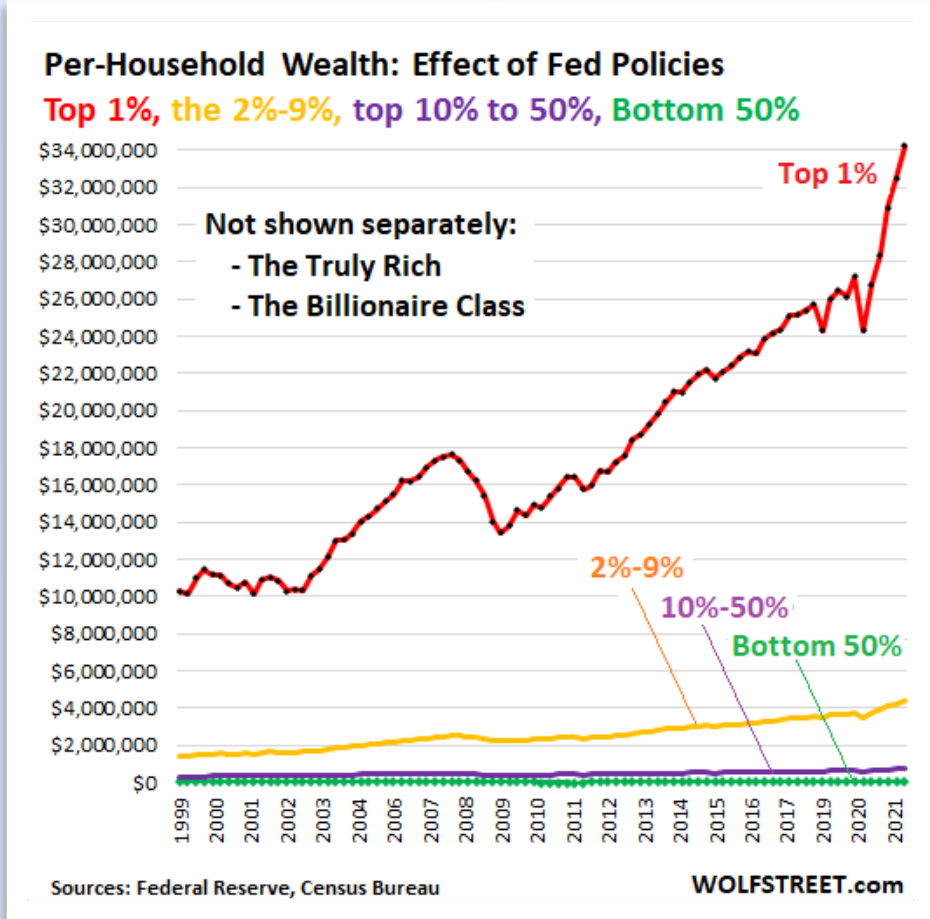
لا يزال مصرف الاحتياطي الفيدرالي يقوم بقمع أسعار الفائدة قصيرة الأجل إلى ما يقرب من ٠٪ وما زال يطبع النقود بقبضة اليد لقمع أسعار الفائدة طويلة الأجل. هذا الأسبوع، ستبدأ الطباعة بمعدل أبطأ قليلاً يبلغ ١٠٥ مليار دولار شهرياً بدلاً من طباعة ١٢٠ مليار دولار شهرياً، وقالت إنها ستتوقف عن الطباعة تماماً بحلول يونيو من العام المقبل.

### كانت فترة رائعة للأثرياء والأغنياء

خلقت سياسات مصرف الاحتياطي الفيدرالي أفضل طفرة على الإطلاق لأصحاب الأصول الأكبر، وبالتالي خلقت أكبر تفاوت في الثروة على الإطلاق في أقصر فترة زمنية، بين أعلى ١٪ من الأسر و ٥٠٪ من الأسر على مقياس الثروة، وحتى بين ١٪ وأدنى ٩٩٪، وفقاً لبيانات مصرف الاحتياطي الفيدرالي الخاصة عن ثروة الأسرة، بما يتماشى مع عقيدته الرسمية لتأثير الثروة.

٥٠٪ الأدنى (باللون الأخضر) لا تملك أي أصول تقريباً لأنها لا تكسب ما يكفي من المال لوضع أي شيء جانباً، ولم يحصلوا على أي شيء من تضخم أسعار الأصول. لكنهم يأكلون تكاليف السكن المرتفعة. حتى أعلى ١٠٪ إلى ٥٠٪

(أرجواني) لديهم القليل مقارنة بـ ١٪ (أحمر). والأثرياء حقاً (٠.٠١٪) وفئة الملياردير خارج المخطط تماماً:



هناك سبعة مناصب في مجلس المحافظين، تم شغل ستة منهم وشغور واحد . وبحلول أوائل العام المقبل، قد يكون هناك أربعة شاغرين، ويجب ملء هذه الفتحات الأربعة في مجلس الإدارة المكون من سبعة أعضاء من قبل الصقور الذين يركزون على عقد صفقة سياسية مع الحكومة لقهر وحش التضخم وإنهاء استخدام

السياسة النقدية – طباعة النقود وقمع أسعار الفائدة – لخلق ثروة أكبر من أي وقت مضى . عدم المساواة من خلال تضخم أسعار الأصول .

## المبحث الثالث

### تخسر المصارف في أسواق رأس المال عند توفير الائتمان<sup>1</sup>

# The Economist

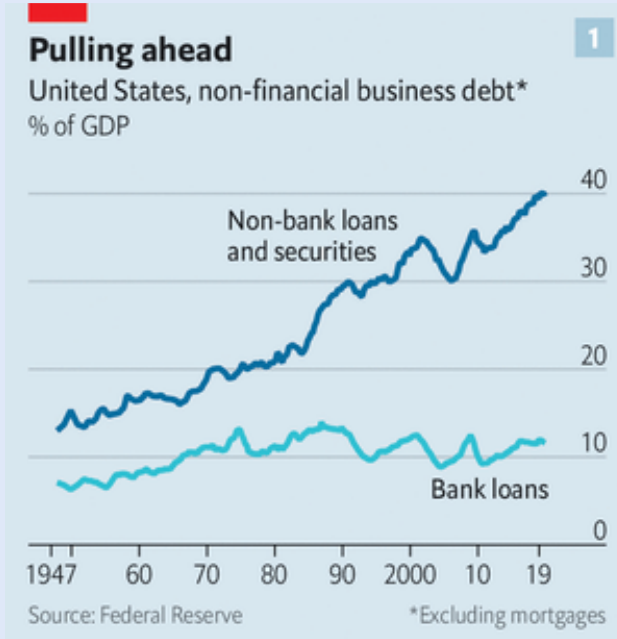
ما يفسر استجابة مصرف الاحتياطي الفيدرالي للأزمة الاقتصادية



الأخيرة

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 المصارف على إقراض الأسر والشركات منذ ذلك الحين. مع ذلك، لطالما كانت أمريكا مختلفة. نعم، لعبت المصارف دوراً كبيراً في التنمية الاقتصادية: كان جون بيربونت 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.

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



The Economist

لقد تغيرت طريقة تعريف المصارف في أمريكا بمرور الوقت؛ فبين عامي ١٩٣٣ و ١٩٩٩، كان يُطلب قانوناً فصل المصارف التجارية عن المصارف 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 المصارف التي سقطت عندما تم الاستيلاء على أسواق الأوراق المالية غير السائلة، أو اندفع المودعون 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.



لقد بلغت هذه الصورة للمصارف المهيمنة والخطيرة تماماً في أهميتها وتبدو اليوم وكأنها قديمة. أصبحت المصارف أكثر أمناً - بما في ذلك المصارف 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 المصارف كحصة من الناتج المحلي الإجمالي، على سبيل المثال، راكد عند حوالي ١٢٪، حتى مع إعادة بناء قوتها، وانغماس أمريكا في طفرة الاقتراض.

كان لركود المصارف ونفورها من المخاطرة عواقب على كيفية استجابة المصارف المركزية للأزمات. في ٢٠٠٧-٢٠٠٩، كان على الاحتياطي الفيدرالي التدخل في أسواق رأس المال، لكنه بذل جهوداً أكبر بكثير لدعم المصارف التجارية والاستثمارية. لكن في وقت سابق من هذا العام، مرت المصارف بسلام نسبياً مع توقف أسواق رأس المال. وبدلاً من العمل كمالأخيراً للمصارف 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 ٢٠٠٧-٠٩.

أظهرت الأزمة أن المصارف 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، المصارف معاً بتمويل نفسها برأس مال أكبر، وشجعته على تحمل مخاطر أقل. ونتيجة لذلك، تمتلك المصارف 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 المصارف 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).

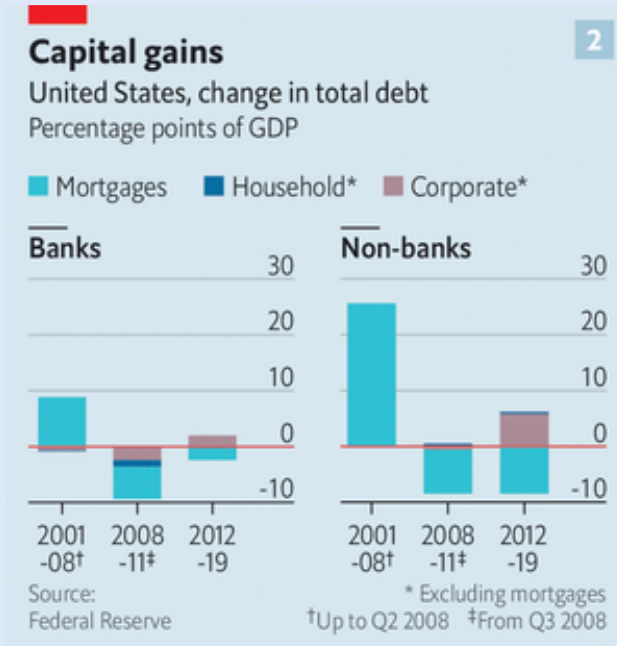
تهدف العديد من هذه القواعد إلى ترويض الأنشطة المصرفية الاستثمارية الموجودة داخل الشركات الضخمة مثل Bank of America و JP Morgan Chase. نظراً لأن جميع أنواع المصارف واجهت تنظيمًا أكثر صرامة، فقد تطور آخر مصرفين استثماريين منفصلين، هما Goldman Sachs و Morgan Stanley،

ليبدوان كتكتلات مصرفية أيضاً، وانتشرا في مناطق رصينة تجذب المزيد من الودائع، مثل إدارة الثروات والخدمات المصرفية للأفراد.

أضعف التنظيم الميزة التنافسية للمصارف. حقيقة أنهم كانوا مندمجين رأسياً – 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 المصارف عن المخاطرة، فإن غير المصارف، التي غالباً ما تكون على دراية بالتكنولوجيا، تتقدم. يقول ريتشارد بيرنر من جامعة نيويورك: "عندما تنظم المصارف 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 بالمصارف خارج النظام المصرفي.

يمكنك قياس ذلك من خلال النظر في كيفية تغير مخزون الإقراض من قبل المصارف وغير المصارف ببطء. تخلصت أمريكا من الديون منذ الأزمة المالية. كان هذا كله تقريباً مدفوعاً بالانخفاض في ديون الرهن العقاري التي تحتفظ بها المصارف وغير المصارف. ومع ذلك، فقد وصلت ديون الشركات إلى أعلى مستوياتها على الإطلاق، ولا تزال مصارف الظل تُيسر الجزء الأكبر من النشاط.



The Economist

من رصيد الدين الذي  
أضافته الشركات منذ  
عام ٢٠١٢، زاد ذلك  
المُقَرَّض من قبل المصارف  
بمقدار نقطتين مئويتين  
فقط من الناتج المحلي  
الإجمالي. وارتفع المخزون  
الذي يحتفظ به القطاع  
غير المصرفي بمقدار ٦  
نقاط مئوية. وعلى الرغم

من أن المصارف 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 هو مصرف الظل؟

من السهل الآن تحديد المصارف في أمريكا: فهي تأخذ ودائع التجزئة ويتم تنظيمها من قبل الاحتياطي الفيدرالي. يمكنهم إيداع النقود في حسابات لدى المصرف 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 المصارف "الحقيقية" عن شركات الظل. تقدم بعض المؤسسات غير المصرفية، بوصفها أذرع الإقراض الائتماني الخاص، قروضاً كما تفعل المصارف. ومثلما فعلت قبل الأزمة المالية، تصدر المصارف أدوات الظل

المخصصة في أسواق رأس المال، مثل الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري أو

قروض الشركات المجمعة. المصارف تقرض أيضا مصارف الظل. كان هذا أحد المجالات التي نما فيها الإقراض المصرفي بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي، وهو يشكل الآن ٥٪ 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.

ابدأ بالرهون العقارية. في عام ٢٠٠٧، تم إنشاء ما يقرب من ٨٠٪ من الرهون العقارية من قبل المصارف. 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 دولار 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 مصارف الظل أيضاً على الانخراط في الأعمال التجارية التي كانت حكرًا على المصارف 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 المصارف 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 الخزنة على نطاق واسع؛ وجميعها مصارف 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 المصارف 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 المصارف 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 المصارف في تحول الاستحقاق يعني أنها معرضة دائماً للتهديدات، مما يهدد توفير الائتمان للشركات والأسر. يعتمد ما إذا كان تطور النظام المالي محفوفاً بالمخاطر على مدى شبيهة نظام الظل المصرفي.

لقد حاول مجلس الخدمات المالية تحديد الشركات المالية الأكثر عرضة للسيولة المفاجئة مثل المصارف أو الذعر بشأن الملائة 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 مصارفها التجارية، بأصول تبلغ ١٥.٦ تريليون دولار، أكبر بقليل.

يقول مكتب الاستقرار المالي إن أكثر أنواع مصارف 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 المصارف وغير المصارف في حالة من الذعر. هذه المرة لم يكن هناك قلق من احتمال فشل المصارف. حتى في أسوأ الحالات التي حلم بها مصرف الاحتياطي الفيدرالي في اختبارات الإجهاد لهذا العام، انخفضت نسب رأس المال الأساسي من متوسط ١٢٪ عبر ٣٣ مصرفاً في أمريكا إلى ٩.٩٪ لا تزال مكتظة.

وبدلاً من العمل كمقرض الملاذ الأخير للنظام المصرفي، فقد اضطر مصرف الاحتياطي الفيدرالي للعمل كصانع سوق الملاذ الأخير. كانت أزمة ٢٠٠٧-٢٠٠٩ بمثابة اختبار لهذا الدور، مع بعض التدخلات التجريبية. الآن تدخل مصرف 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 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

The Economist

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 مصرف 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 مصرف الاحتياطي الفيدرالي للخسائر. اتساع نطاق التدخل يأخذ الاحتياطي الفيدرالي إلى منطقة جديدة. وكما أشار مصرف التسويات الدولية، وهو نادٍ من محافظي المصارف 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 المصارف أمراً سيئاً: فقد نما توفير الائتمان بشكل أكثر تنافسية، وربما أصبح أقل اعتماداً على حفنة من المؤسسات الكبيرة المحفوفة بالمخاطر. لكن عندما تتعطل المصارف، يعرف المنظمون على الأقل أين يبحثون. عندما يحدث الكثير من النشاط في الظل، فإنهم يخاطرون بالتحسس في الظلام.

## المبحث الرابع

### عبيد الديون الأمريكية<sup>1</sup>



ظاهرة الصبر والمال الحر وسط ارتفاع أسعار المنازل والسيارات 

مما يبعث على الارتياح لدى مصرف الاحتياطي الفيدرالي، أن عبئ الديون الأمريكيين الأقوياء يتجهون أخيراً إلى ديون أعمق، بعد بذل جهود مخيفة في الفصول السابقة لسداد بطاقات الائتمان الخاصة بهم، وهي أعلى الديون مع هوامش ربح أكبر للمصارف. ما ساعد على زيادة إجمالي الاقتراض كان الزيادات الهائلة في الأسعار التي كان لابد من تمويلها - خاصة المنازل والمركبات - وقفزت القروض لتمويل هذه المشتريات حتى لو لم يكن حجم المشتريات كذلك.

قفز إجمالي ديون الأسرة والرهن العقاري، وبطاقات الائتمان، وقروض السيارات، وقروض الطلاب، والديون الأخرى - بمقدار ٣١٣ مليار دولار في الربع الثاني من الربع الأول، وفقاً لتقرير الديون والائتمان المنزلي لمصرف الاحتياطي الفيدرالي في

<sup>1</sup> Wolf Richter, State of the American Debt Slaves: Forbearance & Free-Money Phenomenon amid Soaring Prices of Homes & Autos, Aug 3, 2021, [Link](#)

نيويورك اليوم. كانت هذه القفزة بنسبة ٢.١٪ أكبر قفزة ربع سنوية في سنوات، مطابقة للربع الرابع من عام ٢٠١٣، وكلاهما كان أكبر قفزة منذ عام ٢٠٠٧. بلغ إجمالي رصيد الدين ما يقرب من ١٥ تريليون دولار.

### قروض السيارات والمتأخرات في السداد: ارتفاع الأسعار وفحص التحفيز

قفز ميزان قروض السيارات وعقود الإيجار بنسبة ٢.٤٪ في الربع الثاني من الربع الأول، إلى ١.٤٢ تريليون دولار، وهي أكبر زيادة ربع سنوية منذ عام ٢٠١٦، ويعتمد ذلك إلى حد كبير على ارتفاع أسعار السيارات الجديدة والمستعملة. لكن تأثير التحفيز بدأ. في أواخر آذار (مارس)، بدأت شيكات التحفيز البالغة ١٤٠٠ دولار في الخروج، واستمرت في ضرب الحسابات المصرفية لأشهر، واستخدمها البعض للوقوع في فخ قروض السيارات التي تخلفوا عنها. وانخفضت أرصدة القروض المتأخرة السداد (٩٠ يوماً زائد متأخر السداد) إلى ٤.٣٥٪ من إجمالي الأرصدة القائمة. كان هذا الانخفاض البالغ ٤٤ نقطة أساس عن الربع السابق أكبر انخفاض في البيانات منذ عام ٢٠٠٣:

### أرصدة بطاقات الائتمان والتأخر في السداد: يقوم المستهلكون أخيراً بشحنها مرة أخرى

بعد سداد بطاقات الائتمان الخاصة بهم منذ الذروة في الربع الرابع من عام ٢٠١٩، الأمر الذي أربك الناس في الاحتياطي الفيدرالي في الربع السابق، رأى الأمريكيون أخيراً خطأهم وتراجعوا وراكموا المزيد من الديون على بطاقاتهم، من أجل دفع ١٥٪ أو ٢٥٪ أو حتى ٣٠٪ فائدة في بيئة معدل فائدة ٠٪.

وارتفعت أرصدة بطاقات الائتمان بنسبة ٢.٢٪ من الربع الأول إلى ٧٨٧ مليار دولار. دعونا نأمل ألا يكون هذا الارتفاع "مؤقتاً"، وإلا فسيكون لدى الاحتياطي الفيدرالي بقرة.

وانخفضت أرصدة بطاقات الائتمان المتأخرة بشكل خطير إلى ٩.٣٪ من إجمالي الأرصدة، وذلك بفضل الشيكات التحفيزية التي صدرت في مارس وساعدت بعض الأشخاص على الانقطاع. على الرغم من فحوصات التحفيز، تظل حالات التأخر في السداد لأكثر من ٩٠ يوماً أعلى مما كانت عليه في نطاق ٢٠١٤-٢٠١٩.

### قروض الطلاب، يا إلهي! الصبر أصلح كل شيء

انخفضت أرصدة قروض الطلاب بمقدار ضئيل - كما يحدث غالباً في الربع الثاني، بعد القفزة في الربع الأول - إلى ١.٥٧ تريليون دولار، ولا تزال مرتفعة بنسبة ١.٩٪ عن العام الماضي.

على الرغم من أن قلة من مقترضي قروض الطلاب ما زالوا يسددون مدفوعات انخفض معدل التأخر الخطير أكثر، وهو الانخفاض الفصلي السادس على التوالي، إلى ٥.٧٪ من إجمالي الأرصدة، وهو أدنى معدل في البيانات الجارية بالعودة إلى ٢٠٠٣.

لم تنخفض حالات التخلف عن السداد ليس لأن المقترضين يلحقون فجأة بقروضهم الطلابية بطريقة رائعة، أو يهدرون منبهاتهم للحاق بالركب، ولكن لأن

قروض الطلاب تم إدخالها تلقائياً في التحمل في الربع الماضي، والقروض المتعثرة لا تعتبر متأخرة في السداد. تم حل المشكلة:

### ارتفاع أرصدة ديون المستهلكين "الأخرى" مرة أخرى

أرصدة القروض الشخصية وخطوط الائتمان من المصارف، ومصارف الظل، والمقرضين من نظير إلى نظير، ومقرضي يوم الدفع، بعد انخفاضها خمسة أرباع متتالية، ارتفعت أخيراً مرة أخرى بنسبة ١.٩٪ عن الربع السابق. ظلت حالات التأخر الخطيرة في السداد ثابتة تقريباً مع الربع السابق عند ٧.٧٪ من إجمالي الأرصدة.

هذا اقتصاد تم فيه التغلب على مشاكل الائتمان، حيث توقف العديد من المستهلكين عن سداد المدفوعات دون عواقب سلبية، حتى مع الترحيب بالأموال المجانية عليهم.



## المبحث الخامس

### السياسة النقدية كلفت المدخرين الأمريكيين ٤ تريليون دولار منذ ٢٠٠٨'



ALEX J. POLLOCK IS A DISTINGUISHED SENIOR FELLOW AT THE R. STREET INSTITUTE AND HE FORMERLY SERVED AS THE PRINCIPAL DEPUTY DIRECTOR OF THE U.S. DEPARTMENT OF TREASURY'S OFFICE OF FINANCIAL RESEARCH. [LINK](#)

بعد ١٣ عاماً مع متوسط عوائد حقيقية سلبية للمدخرات، حان الوقت لمطالبة بنك الاحتياطي الفيدرالي بمعالجة تأثيره على المدخرين.

مع ارتفاع معدل التضخم إلى أكثر من ٦٪ وأسعار الفائدة على المدخرات تقترب من الصفر، يقدم الاحتياطي الفيدرالي عائداً حقيقياً سالباً بنسبة ٦٪ (معدل

<sup>1</sup> Alex J. Pollock, Since 2008, Monetary Policy Has Cost American Savers about \$4 Trillion, Nov 17, 2021, [Link](#)

حسب التضخم) على المدخرات التي تبلغ تريليونات الدولارات. هذا يصادر فعلياً بيض عش المدخرين الأمريكيين بمعدل ٦٪ سنوياً.

ومع ذلك، فهي ليست مشكلة فقط في عام ٢٠٢١، ولكنها مشكلة مستمرة في السياسة النقدية وطويلة الأمد. كان بنك الاحتياطي الفيدرالي يقدم عوائد حقيقية سلبية على المدخرات لأكثر من عقد من الزمان. يجب أن يناقش مع الهيئة التشريعية ما يفكر فيه حول هذه النتيجة وتأثيراتها على المدخرين.

تنتشر آثار الإجراءات النقدية للبنك المركزي في المجتمع وتحويل الثروة بين مجموعات مختلفة من الناس – عملاً سياسياً. يمكن أن تتسبب السياسات النقدية في:

١. تضخم أسعار المستهلك، كما هو الحال الآن.
٢. تضخم أسعار الأصول، مثل تلك التي لدينا في الأسهم والسندات والمنازل والعملات المشفرة.
٣. يمكنهم إطعام الفقاعات التي تتحول إلى تماثيل نصفية.
٤. يمكنهم من خلال العوائد الحقيقية السلبية دفع المدخرين إلى الأسهم والسندات غير المرغوب فيها والمنازل والعملات المشفرة، مما يؤدي إلى تضخم الأسعار مؤقتاً مع زيادة المخاطر بشكل كبير.
٥. يمكنهم أخذ الأموال من المدخرين المحافظين لدعم المضاربين ذوي الرافعة المالية، وبالتالي تشجيع المضاربة.
٦. يمكنهم تحويل الثروة من الناس إلى الحكومة عن طريق ضريبة التضخم.

٠٧ . يمكنهم معاقبة التوفير والحصافة والاعتماد على الذات .

المدخرات ضرورية للتقدم الاقتصادي على المدى الطويل ولرفاهية المالية الشخصية والعائلية والمسؤولية . ومع ذلك، فإن سياسات الاحتياطي الفيدرالي، وسياسات الحكومة بشكل عام، قد دعمت وشددت على التوسع في الديون، ولسوء الحظ يبدو أنها نسيت المدخرات . كان المنظرون الأصليون لحركة المدخرات والقروض واضحين، حسب تقديرهم، أنه لديك أولاً "مدخرات"، لجعل "القروض" ممكنة . يمكن وصف سياستنا الحالية غير المتوازنة، بدلاً من "المدخرات والقروض"، بأنها "قروض وقروض" .

كخطوة فورية واحدة، يجب أن يطلب الكونجرس من الاحتياطي الفيدرالي تقديم تحليل رسمي لتأثير المدخرين كجزء منتظم من تقارير همفري هوكينز حول السياسة النقدية والأهداف . يجب أن يحدد تحليل تأثير المدخرين هذا كميًا ويناقش ويوقع للمستقبل تأثيرات سياسات الاحتياطي الفيدرالي على المدخرات والمدخرين، بحيث يمكن النظر في هذه التأثيرات بشكل صريح وعادل جنباً إلى جنب مع العوامل الأخرى ذات الصلة .

تشمل الأسئلة الحرجة :

٠١ . ما هو تأثير السياسة النقدية لمجلس الاحتياطي الفيدرالي على المدخرين؟

٠٢ . من يتأثر؟

٠٣ . كيف ستؤثر خطط بنك الاحتياطي الفيدرالي للسياسة النقدية على المدخرات

والمدخرين في المستقبل؟

يسير تضخم أسعار المستهلك على أساس سنوي اعتباراً من أكتوبر ٢٠٢١، كما ندرك بشكل مؤلم، عند ٦.٢٪. بالنسبة للأشهر العشرة من عام ٢٠٢١ حتى الآن، فإن الوتيرة أسوأ من ذلك - معدل تضخم سنوي قدره ٧.٥٪. في مواجهة هذا التضخم، ما هي العوائد التي يعتبرها المدخرون من جميع الأنواع، بما في ذلك المتقاعدين والمدخرين ذوي الموارد المتواضعة، الذين يحصلون على مدخراتهم؟ لا شيء في الأساس:

وفقاً لتقرير سعر الفائدة الوطني الصادر عن المؤسسة الفيدرالية للتأمين على الودائع في ١٨ أكتوبر ٢٠٢١، كان متوسط سعر الفائدة الوطني على حساب التوفير ٠.٠٦٪. وبلغت نسبة الودائع في سوق المال ٠.٠٨٪. على شهادات الإيداع لمدة ثلاثة أشهر، ٠.٠٦٪؛ على أقراص مدمجة مدتها ستة أشهر، ٠.٠٩٪؛ على أذون الخزانة لمدة ستة أشهر، ٠.٠٥٪؛ وإذا التزمت بأموالك لمدة خمس سنوات، فإن معدل الأقراص المضغوطة الرائع يبلغ ٠.٢٧٪.

أقدر، كما هو موضح في الجدول أدناه، أن السياسة النقدية منذ عام ٢٠٠٨ كلفت المدخرين الأمريكيين حوالي ٤ تريليون دولار.

يفترض الجدول أن المدخرين يمكنهم الاستثمار في سندات الخزانة لمدة ستة أشهر، ثم يطرح من متوسط سعر الفائدة معدل التضخم المطابق، مما يعطي معدل الفائدة الحقيقي للمدخرين. هذا في المتوسط سلبي للغاية لهذه السنوات. أحسب مقدار المدخرات التي تمت مصادرتها فعلياً بالمعدلات الحقيقية السلبية. ثم أقارن أسعار الفائدة الحقيقية الفعلية بتقدير معدل الفائدة الحقيقي العادي لكل عام، بناءً على

متوسط خمسين عاماً للمعدلات الحقيقية من ١٩٥٨ إلى ٢٠٠٧. وهذا يعطينا الفجوة التي أنشأها الاحتياطي الفيدرالي بين الحقيقي الفعلي المعدلات على مر السنين منذ عام ٢٠٠٨ وما كان يمكن أن يكون معدلات طبيعية تاريخياً. تتضاعف هذه الفجوة في مدخرات الأسرة، وهو ما يوضح لنا من خلال حساب الفجوة الإجمالية بالدولار.

| <b>The Impact of the Fed on Savers</b>            |                          |                  |                           |                           |  |   |                               |
|---|--------------------------|------------------|---------------------------|---------------------------|--|---|-------------------------------|
| <b>Negative versus Normal Real Interest Rates</b> |                          |                  |                           |                           |  |   |                               |
| Year  | Avg 6-month T-bill rates | CPI              | Real 6-month T-bill yield | Total savings trillions * | Total lost to negative real rates billions | Gap from normal ** real to actual real rate | Total loss to savers billions |
| 2008  | 1.63%                    | 3.9%             | -2.23%                    | \$7.8                     | \$175                                      | 3.9%  | \$304                         |
| 2009  | 0.28%                    | -0.4%            | 0.64%                     | \$7.7                     | -\$49                                      | 1.0%  | \$79                          |
| 2010  | 0.20%                    | 1.6%             | -1.44%                    | \$7.8                     | \$111                                      | 3.1%  | \$240                         |
| 2011  | 0.10%                    | 3.2%             | -3.06%                    | \$8.0                     | \$245                                      | 4.7%  | \$377                         |
| 2012  | 0.13%                    | 2.1%             | -1.94%                    | \$8.4                     | \$163                                      | 3.6%  | \$302                         |
| 2013  | 0.09%                    | 1.5%             | -1.37%                    | \$8.7                     | \$119                                      | 3.0%  | \$263                         |
| 2014  | 0.06%                    | 1.6%             | -1.56%                    | \$9.1                     | \$142                                      | 3.2%  | \$292                         |
| 2015  | 0.16%                    | 0.1%             | 0.04%                     | \$9.5                     | -\$4                                       | 1.6%  | \$154                         |
| 2016  | 0.45%                    | 1.3%             | -0.81%                    | \$10.4                    | \$84                                       | 2.5%  | \$256                         |
| 2017  | 1.02%                    | 2.1%             | -1.08%                    | \$10.4                    | \$112                                      | 2.7%  | \$284                         |
| 2018  | 2.08%                    | 2.4%             | -0.32%                    | \$11.1                    | \$4  | 2.0%  | \$219                         |
| 2019  | 2.02%                    | 1.8%             | 0.22%                     | \$12.0                    | -\$3                                       | 1.4%  | \$173                         |
| 2020  | 0.36%                    | 1.2%             | -0.84%                    | \$12.9                    | \$109                                      | 2.5%  | \$323                         |
| 2021 Q3   | 0.05%                    | 5.5%             | -5.48%                    | \$13.7                    | \$749                                      | 7.1%  | \$975                         |
|   | <b>0.62% Avg.</b>        | <b>2.0% Avg.</b> | <b>-1.37% Avg.</b>        | <b>\$9.8 Avg.</b>         | <b>\$1,957 Total</b>                       | <b>3.0% Avg.</b>                            | <b>\$4,240 Total</b>          |

\* يتكون إجمالي مدخرات الأسرة من الودائع لأجل والادخار، وأسهم صناديق سوق المال، وأذون الخزانة

\*\* المعدل الحقيقي العادي هو متوسط عوائد سندات الخزانة لمدة ٦ أشهر مطروحاً منه تضخم مؤشر أسعار

المستهلكين، ١٩٥٨-٢٠٠٧، = ١.٦٦٪

المصادر: إحصاء الاحتياطي الفيدرالي الإصدار، الحسابات المالية للولايات المتحدة Z.1، مكتب إحصاءات العمل الأمريكي، مؤشر أسعار المستهلك لجميع المستهلكين الحضريين: جميع العناصر في متوسط مدينة الولايات المتحدة، ومجلس محافظي نظام الاحتياطي الفيدرالي (الولايات المتحدة)، ٦ أشهر سعر السوق الثانوية لأذون الخزانة

بعد ثلاثة عشر عاماً مع متوسط عائدات حقيقية سلبية للمدخرات المحافظة،  
حان الوقت لمطالبة مجلس الاحتياطي الفيدرالي بمعالجة تأثيره على المدخرين .

## الفصل الثالث

### واقع نقدي مضطرب بأفق مسدود

يتناول هذا الفصل ستة مباحث؛

يتعلق الأول بالبنوك المركزية بوصفها مخدرة الاقتصاد، فقد اعتادت الأسواق على التسهيل الكمي وصار قطعها مستحيلاً، صارت الأسواق هي التي تملي القواعد، وليس محافظي المصارف المركزية.

ويتعلق الثاني بالجشع المتأصل في نظام النقود الإلزامية (فيات)، فالنظام النقدي الحالي يُعرض عالم الفقراء والمحرومين لانخفاض القيمة المستمر.

ويتعلق الثالث بنظام الدولار (فيات) بوصفه مسؤولية وليس امتيازاً، ويبدو أن سيحصل هو إضعاف الاحتياطي الفيدرالي، للعودة إلى حقبة المصارف، وليس المصارف المركزية. فالولايات المتحدة تعيد اكتشاف ماضيها الشعبي غير التدخلي، وعليه فقد تعيد تعريف نظامها النقدي بما يتماشى مع الماضي أيضاً، وهذه المرة حول عملة البيتكوين.

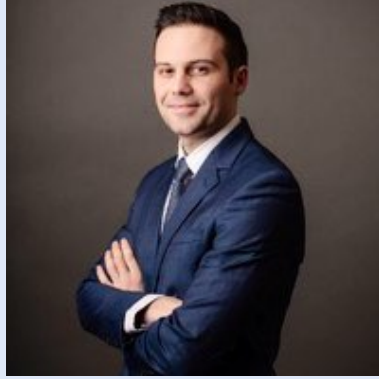
ويتعلق الرابع بمعنى قوة الدولار للاقتصاد العالمي، حيث أدى الإفراط في الاقتراض بالدولار خلال السنوات الأخيرة لارتداده بشكل حاد.

ويتعلق الخامس بمساوى قوة الدولار بالنسبة للاقتصاد العالمي، فقد ارتفعت أسواق الأسهم في أمريكا لتوقع حدوث نمو قوي بوصفه فرصة، رغم ضعف الاقتصاد العالمي ويزيد هوانه ضعف قوة الدولار. أما الدولار القوي فيحرك الدورة باتجاه

معاكس، حيث يسعى المقترضون لخدمة تكاليف ديونهم المرتفعة عند هروب رأس المال، وهبوط أسعار الأصول. أما النتيجة فمزيد من الشروط الائتمانية في كثير من الأماكن خارج أمريكا لضبط الثروات بالدولار. ويتعلق السادس بمعاونة بنوك اليابان مع معدلات الفائدة المنخفضة، حيث معدلات الفائدة السلبية. وصار هدف مصرف اليابان المحافظة على عائد سندات صفري لمدة عشر سنوات.



## المبحث الأول المصارف المركزية هي المادة المخدرة للاقتصاد<sup>1</sup>



📖 كاتب المقال داستن لامبلين؛ شخص قضى عشرة ساعات يومياً أمام شاشة بلومبيرج الخاصة به؛ محاولاً لتقييم التأثير المستقبلي للسياسة النقدية على حياتنا اليومية. شبهها (بلقطة سريعة قوية) لرأيه الشخصي وأبحاثه واستنتاجاته التي جمعها على مدار خمس سنوات مضت عندما عمل مديراً لمحفظة عملاء القطاع الخاص. ويأمل الكاتب أن تكون هذه المقالة تحدياً لتصورات القارئ لتزيد اهتماماته بموضوع يمس حياة الجميع في القرن الحادي والعشرين.

ستتجاوز عواقب السياسة النقدية سوق الأوراق المالية أو الاقتصاد. وستتطال حياة الجميع طوال القرن الحادي والعشرين، بفقدان المعنى الحقيقي للحرية والديمقراطية.

<sup>1</sup> DUSTIN LAMBLIN, WHY CENTRAL BANKS ARE THE OPIOID OF OUR ECONOMY, Bitcoin Magazine,, NOV 5, 2021, [Link](#)

## التيسير الكمي

إن سمة العصر الحديث للمصارف المركزية، هي التيسير الكمي، وهو الأداة الرئيسية التي استخدمتها المصارف المركزية لإعادة إطلاق اقتصادنا بعد أزمة عام ٢٠٠٨. والتسهيل الكمي هو معاملة يقوم فيها المصرف المركزي بشراء كمية معينة من الأصول المالية؛ كالسندات، من الحكومات أو الشركات. حيث تحصل الحكومة أو الشركة على السيولة، التي تستخدمها لتمويل برنامج ما؛ على سبيل المثال للحكومات: الرعاية الاجتماعية أثناء وباء كوفيد ١٩.

تتمثل الآلية الكامنة وراء التيسير الكمي في خفض أسعار الفائدة بشراء الأصول المالية؛ لتخفض التكلفة على جامعي الأموال من الأسواق؛ سواء الحكومات أو الشركات، وهذا ما يجب أن يتمثل بزيادة الإنفاق في الاقتصاد.

فهل يعادل التيسير الكمي؛ طباعة النقود؟ قد يجادل البعض بأن التيسير الكمي هو مجرد مقايضة أصول بين المصارف المركزية والمصارف التجارية، ولإنشاء أموال جديدة في النظام، ستحتاج المصارف التجارية إلى إنشاء قروض جديدة. ومع ذلك، لا أحد يستطيع الطعن في حقيقة أن المصارف المركزية تشتري الأصول من خلال تكوين احتياطات المصرف المركزي. لذلك فالمصرف المركزي يشتري الأصول من فراغ؛ وهذا بذاته طباعة نقود.

من الواضح أن المصرف المركزي يتمتع بسلطة غير محدودة لطباعة النقود، ومن الناحية النظرية، يمكنه طباعة أكبر قدر ممكن من النقود. كما يمكنه التبرع بالمال بشكل غير مباشر للناس. على سبيل المثال: يمكن لفرنسا إصدار أي عدد من

السندات الحكومية وإعادة توزيع عائداتها على الناس، مع العلم تماماً أن المصرف المركزي سيشتري هذه السندات. إن طباعة النقود (بأي شكل من الأشكال) لها عواقبها الخاصة؛ وهي ليست مجانية.

وبالعودة إلى التيسير الكمي وضخ السيولة، وما هي تكلفته الخفية؟ ما هي مشكلة ضخ السيولة ما دمنا قادرين على شراء الأشياء، وبالإمكان الاستهلاك أكثر لأن الائتمان أرخص؟

إن طباعة المصرف المركزي للنقود، هو قرض "ضمني"، للمجتمع، أي هو قرض جماعي. لذلك شأنه شأن أي قرض تحصل عليه، حيث لا بد من سداد هذه السيولة في وقت ما، بطريقة أو بأخرى. وهناك العديد من الطرق:

- إما أن يكون لدينا تضخم أعلى.
- أو أن عملتنا ستكون أقل قيمة.
- أو ستكون لدينا ضرائب أعلى.

فكلما كان الشيء متاحاً، قلت قيمته. وهو الشيء نفسه مع أموالنا.

إن عدم ظهور الأعراض لا يعني أنها لن تظهر أبداً، لذلك يعتقدون أنهم يستطيعون الاستمرار في فعل ما يفعلونه دون عواقب.

إذاً الغرض من التيسير الكمي هو تحفيز الاقتصاد أثناء الانكماش، وخلال فترة الركود، من المهم إعادة تنشيط الاقتصاد. وبانخفاض أسعار الفائدة، تُنقل رؤوس أموال جديدة إلى الشركات والمشاريع والاستثمارات. وهذا ما يساعد على خلق فرص عمل، وكلما زاد عدد الأشخاص الذين لديهم وظائف، كلما زاد

استهلاكهم، وأصبح من الأسهل عليهم الإنفاق. إنها حلقة تغذية راجعة ذاتية التغذية. وفي هذه النقطة، من المنطقي جداً استخدام مثل هذه الأدوات لتحفيز الطلب الكلي خلال الأوقات الصعبة.

إن التيسير الكمي هو كمضاد حيوي يتم إعطاؤه لنظام المناعة الاقتصادي، وكما هو الحال مع المضادات الحيوية، حيث يؤدي استخدامها المتكرر وغير السليم إلى نمو حشرات سيئة ومقاومة للعلاج، وعلى المدى الطويل، يعيق قدرتنا الطبيعية على محاربة الأمراض. وقد قمنا بإطعام أجسامنا الاقتصادية بالمضادات الحيوية على مدار ١٣ عاماً الماضية، بشكل يومي، ودون سبب معين. لقد عملنا على جعل نظام المناعة الاقتصادي أضعف وأضعف عاماً بعد عام.

وباستخدام تدابير متطرفة بشكل منتظم. ففي مرحلة ما، ستصبح المقاييس "المتطرفة" طبيعية بالوضع الجديد. وهذا ما سيجعل مجابهة الأزمات القادمة صعباً لأن الأدوات استنفذت.

يُنظر للأزمات المؤلدة إلى أنها أداة تنظيف البيئة الاقتصادية من فائض؛ الروافع المالية الزائدة، والاحتيايل، والفقاعات المالية. وهذه الظروف تبني نظاماً هشاً وغير طبيعي.

### التيسير الكمي على مستوى الشركات: إعادة شراء الأسهم

يعتبر ضخ الأموال في الشركات الكبرى جزء من خطة التسهيل الكمي؛ فالهدف الأولي لعملية شراء السندات هو نزع فتيل هذا التأثير في النظام بأكمله. وما حدث بعد ذلك؛ تعثرت الأموال على مستوى الشركة، ولم يتم تحويلها إلى بقية

الاقتصاد. تخيل أنك عضو في مجلس إدارة شركة كبيرة، وانتهى الركود، وازدهر الاقتصاد ولديك الكثير من السيولة. علاوة على هذه الأموال وحتى دون أن تطلب، تظهر المصارف المركزية لشراء السندات في السوق، وتدفع أسعار الفائدة إلى أسفل وتقدم لك نقوداً رخيصة على طبق من ذهب. وفي هذا الوضع تواجه الشركات مخاطر ائتمانية تؤثر على المعدل الذي يمكنها به اقتراض الأموال، ولكن وبما أن سعر الفائدة يتجه نحو الأسفل بقوة دفع من قبل المصارف المركزية. فستنخفض التكلفة الإجمالية للتمويل، وبافتراض ثبات باقي المتغيرات. فإن قرض الشركات الكبيرة لن يكون له أي فائدة تقريباً، بل يمكن لبعض الشركات الكبيرة الاقتراض بأسعار فائدة سلبية. فهل ترفض هذا العرض من المصارف المركزية؟ أكيد لا. فهذه أموال إضافية مجانية، فحتى لو لم تكن بحاجة إليها، يمكنك إعادة الأموال للمساهمين.

وإحدى الطرق الشائعة جداً التي زادت شعبيتها مؤخراً هي "إعادة شراء الأسهم". فأنت تقترض أموال مجاناً تقريباً وتعيد شراء أسهمك، وبالتالي رفع سعر سهمك إلى أعلى.

وهذه الآلية لن تؤدي إلى زيادة ثروة المستثمرين لديك، بل ستجعل، أسهمك أكثر جاذبية للمشتريين في المستقبل، حيث سترتفع أرباح السهم (أو ستبقى الأرباح ثابتة ولكن عدد أسهمك سينخفض). غالباً ما يتم استخدام EPS لتحديد وشراء الأسهم.

هناك حجة قوية أخرى لدفع الشركات للقيام بعمليات إعادة الشراء وهي الحوافز الضريبية، حيث لا يتم فرض ضرائب على إعادة الشراء طالما لم يتم بيع الأسهم لاحقاً، بينما على سبيل المثال، يتم فرض ضرائب على أرباح الأسهم عند إصدارها. هذا هو السبب في أن شركات S&P، تنفق على عمليات إعادة الشراء أكثر مما تنفق على توزيعات الأرباح كل عام منذ عام ٢٠١٠.

خلاصة الأمر أنك تقوم بتحويل الأموال بشكل غير مباشر من دافعي الضرائب إلى المساهمين. ووفقاً ل JPMorgan Chase، في كل من ٢٠١٦ و ٢٠١٧، وصلت نسبة عمليات إعادة الشراء الممولة من سندات الشركات إلى ٣٠٪.

المشكلة الثانية مع ضخ السيولة هي أنها غير متاحة إلا للشركات الكبيرة المدرجة في السوق المالي.

### التناقضات بين الأسواق المالية والأساسيات: تأثير التدفق النقدي المحسوم

تحدثت بتواضع عن تأثير المصارف المركزية على السوق المالية، لكن من الواضح أن لها تأثيراً هائلاً على سعر السوق. فإلى جانب المثال الذي قدمته بشأن إعادة شراء الأسهم، هناك تأثير آخر يتمثل ببساطة في تأثير التدفق النقدي المحسوم.

سعر السهم هو (ببساطة) تحقيق التدفق النقدي المستقبلي عند سعر فائدة معين. حيث يرتفع سعر السهم عندما تنخفض أسعار الفائدة، والعكس بالعكس.

فإذا انخفض سعر الفائدة، دُفع سعر السهم للأعلى (بشكل ميكانيكي). ولفهم نظرية التناقض بين الأسعار والأساسيات، يجب فهم النسبة التي اخترعها وارين بوفيت، والتي تشكلت بقسمة مؤشر ويلشاير ٥٠٠٠ الإجمالي للسوق (أكبر

٥٠٠٠ شركة أمريكية) على الناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة؛ لتمنحك النسبة فكرة عما يقارن سعر السوق في الولايات المتحدة بكيفية أداء الاقتصاد الفعلي. ( وهذا تناقض غير مشهود في تاريخ البشرية ).

مثال آخر على التناقض: أبلغ مسؤولو المصرف المركزي الأوروبي في ٢٣ أبريل ٢٠٢١، عن انخفاض محتمل بنسبة ١٥٪ في الناتج المحلي الإجمالي. في الوقت نفسه، تم الإبلاغ عن أكبر عدد من طلبات إعانة البطالة المسجلة في الولايات المتحدة. لكن الأسواق لم تهتم كثيراً ( المؤشرات الخضراء كما في الصورة أدناه ).

لماذا عدم التصحيح؟ في هذه البيئة الجديدة، يمكن أن تكون الأخبار السيئة أخباراً جيدة. إذا كانت لديك أرقام اقتصادية كلية فصلية سيئة، فهذا يعني المزيد من التحفيز، مما يعني انخفاض أسعار الفائدة، مما يعني ارتفاع أسعار الأسهم؛ حيث ارتفاع المخزونات وانخفاض الاقتصاد.



ظاهرة أخرى مقلقة نراها ضمنية من قبل المصارف المركزية هي ما أطلق عليه الناس "وضع المصرف المركزي": حقيقة أن المصرف المركزي سيكون هنا إلى الأبد، جاهزاً وراعياً في دعم السوق. يميل هذا الخطر الأخلاقي إلى رفع أسعار الأسهم بغض النظر عن الأساسيات. بصفتك مديراً سابقاً للصندوق بسبب التقلبات، كان من المدهش أن نرى كيف يمكن أن تظهر الأسهم خلال اجتماعات المصرف المركزي. تكفي كلمتان ينطق بهما المسؤول لرفع أسعار الأسهم. أدناه، ستجد المؤامرة لدعم نظريتي: إنه أداء EURO STOXX 50 عندما تسحب ثلاثة أيام من اجتماعات المصرف المركزي كل ثلاثة أشهر: اليوم السابق للاجتماع ويوم الاجتماع واليوم الذي يلي الاجتماع. يمكن أن يؤدي سحب ١٢ يوماً فقط من التداول على مدار عام كامل إلى محو الأداء السعودي للمؤشر تماماً.

هذا مذهل، لماذا؟ لأنك لا تتجمع في أفضل أيام السوق وكانت معظم أيام السوق الأفضل حول اجتماعات المصرف المركزي. أظهرت دراسة أجرتها JPMorgan أنه على مدار العشرين عاماً الماضية، إذا فاتتك أفضل ١٠ أيام، يمكنك تقليل عائدك السنوي بمقدار النصف.

كيف يمكننا أن نفسر بشكل سليم أن معظم الأداء على المؤشر يأتي فقط من بعض التعليقات التي أدلى بها مسؤولو المصرف المركزي؟ العمل هو نفسه. لم تبع الشركات سلماً أكثر أو أقل. لا علاقة له بالأساسيات. لا شيء تغير. إنها مجرد كلمات. فقط الثقة المطمئنة لتدخلات المصارف المركزية. هذا هو السبب في أننا نرى هذه الأيام مثل هذه التناقضات بين السعر والأساسيات. وتذكر هذا: السعر



والأساسيات تعني العودة. قد تختلف النافذة الزمنية، لكن في النهاية، يتقارب كلاهما مع بعضهما البعض في مرحلة ما. هل تعتقد أننا قد نشهد زيادة بنسبة ٥٠٪ في الناتج المحلي الإجمالي في العامين المقبلين؟ بعد ذلك، تعرف أيهما من المحتمل أن يتقارب مع الآخر هنا.



هذا ما قاله رئيس مصرف الاحتياطي في دالاس، روبرت كابلان، عن شراء السندات: أخشى أن شراء السندات له بعض التأثير المشوه على اكتشاف الأسعار، وأنهم يشجعون على المجازفة المفرطة، والمخاطرة المفرطة تخلق تجاوزات واختلالات يصعب التعامل معها في المستقبل.

### مدمن مخدرات على السيولة

تحرك مجلس الاحتياطي الفيدرالي في ديسمبر ٢٠١٨ لرفع أسعار الفائدة؛ فكانت ردود الفعل فورية في السوق: الأسواق تراجعت.

كان هذا أول تحذير لمحافظة المصارف المركزية: "لقد أعطيتنا إياه، وأطعمتنا تلك السيولة لفترة طويلة، وتعتقد أنه يمكنك الابتعاد بهذه الطريقة؟ مستحيل". في ذلك اليوم، كان من الواضح أن الأسواق هي التي تملي القواعد، وليس محافظي المصارف المركزية. أصبح الوحش كبيراً جداً، وكانوا هم من يُطعمه. لا أحد يعرف كيف يتعامل مع الطفل المدلل (الذي أفسد نفسه)؛ فلا أحد يريد أن يُذكر على أنه محافظ المصرف المركزي الذي أوجد "أم الأم التي تعاني من أكبر كساد". سيتعين على الشخص الذي سيتعرف أخيراً على ما يجري، ويتصرف بالفعل بناءً عليه، أن يتحمل عبء انفجار الفقاعة. لِيُتهم هذا الشخص بتحطيم السوق، وبطالة الملايين من الناس.

على المدى الطويل، وسواء أحببنا ذلك أم لا، فنحن جميعاً على نفس القارب هنا. أنت، أنا، جيروم باول، كريستين لاغارد. نحن جميعاً، بطريقة أو بأخرى، مرتبطون بالسوق المالي؛ حيث يتم استثمار معاشات الملايين من الأمريكيين بكثافة في سوق الأوراق المالية، ويرتبط أمان عملك بالصحة المالية لشركتك، وهو مرتبط أيضاً بكيفية أداء الاقتصاد، وبكيفية عمل السوق المالية. حتى أموالك الموجودة في حسابك المصرفي مرتبطة بالسوق المالي. قد لا يكون ذلك ذا قيمة إذا فقد الناس، غداً، الثقة في المصارف المركزية.

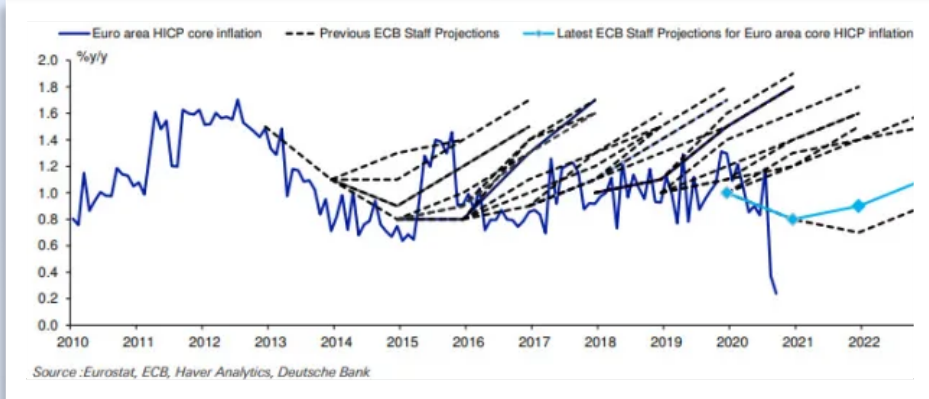
أعتقد أن المصارف المركزية تم إنشاؤها لغرض جيد (أي إعادة إطلاق الاقتصاد). ومع ذلك، مثل معظم الأشياء في الحياة وبسبب الطبيعة البشرية، فقد تم اختطافها لخدمة المصالح الشخصية. مثال مشابه هو إنشاء خوارزميات الذكاء الاصطناعي

على وسائل التواصل الاجتماعي، والتي تم إنشاؤها لخدمة غرض معين (في هذه الحالة لأغراض التسويق)، والتي تنتهي بخدمة أخرى (التلاعب بالانتخابات في جميع أنحاء العالم).

إن الهدف هو زيادة الوعي بين الناس خارج العالم المالي، أن يكون بمثابة نداء إيقاظ لجميع المشاركين في أعمالنا، فالطريق، من الناحية الاقتصادية، غير مستدام. نظراً لأننا نتصرف وفقاً لمصلحتنا الخاصة، لكسب المزيد قليلاً كل يوم على المدى القصير، فإننا سنعرض كل شيء للخطر على المدى الطويل. نحن بحاجة إلى تغيير عقليتنا ومن أجل ذلك من المهم معرفة الحقيقة. ولا بأس أن أكون مخطئاً. لكن الشيء غير المقبول هو الاستمرار في فعل الأشياء نفسها، مراراً وتكراراً، والأمل في تحقيق نتائج مختلفة.

اليوم، لا تزال سياستنا النقدية قائمة على التضخم المستهدف، لأنه تمت كتابتها في كتبنا الأكاديمية قبل ٢٠ عاماً. كل شيء تغير منذ ذلك الحين، ونحن بحاجة للتكيف مع عصرنا. وعدم التكيف معناه عدم وجود مستقبل.

إن حكام المصارف المركزية قد تم انتخابهم لولاية معينة وأن عليهم تنفيذ ما انتخبوا لأجله. لكن كيف يمكنهم بناء سياساتهم النقدية على أشياء لا يمكنهم حسابها؟ بينما أفعالهم عواقبها وخيمة على حياة الجميع!



توقعات المصرف المركزي الأوروبي بشأن التضخم الأساسي

كما قال دانيال كانيمان، "من الخطأ إلقاء اللوم على أي شخص لفشله في التنبؤ بدقة في عالم لا يمكن التنبؤ به. ومع ذلك، يبدو من العدل إلقاء اللوم على المهنيين لاعتقادهم أنهم قادرون على النجاح في مهمة مستحيلة".

ربما كانت ولاياتهم خاطئة في البداية. أعتقد أن الوقت قد حان لإعادة التفكير في كل شيء تعلمناه والتفكير بشكل مختلف. نحن بحاجة لفتح المناقشة. مثلما ذكرت كريستين لاغارد في إحدى خطاباتها الأولى، نحتاج إلى إجراء مراجعة لعملنا - حتى لو كان ذلك يعني الاعتراف بأننا مخطئون.

لكن الناس يفشلون في الاعتراف بأن إبقاء الأنظمة قائمة، - كما نفعل - وهذا ما يجعل الفقاعة أكبر وأكبر يوماً بعد يوم. عندما نرفع سقف الديون، عاما بعد عام، فإننا نمرر "الوجبات الساخنة" للجيل القادم؛ لأبنائنا وأحفادنا. لكن، سيتعين في النهاية على شخص ما دفع الفواتير، ومن المصلحة الجماعية فعل ذلك الآن، أي

عاجلاً وليس آجلاً، وللقيام بذلك، يجب التفكير بالآخرين أولاً، ويبدو الأمر كأنه مهمة مستحيلة.

أظهرت دراسة أجراها توماس شيلينج في عام ١٩٨٤ أن الكثير من الناس يفشلون في الادخار للتقاعد بسبب فشلهم في التماهي مع أنفسهم في المستقبل. لذلك، سوف يتبادلون المكافآت الفورية لأنفسهم مقابل منفعة مستقبلية لذات غير معروفة. "وإذا كنا الآن نهتم قليلاً بأنفسنا في المستقبل البعيد، فإن أنفسنا في المستقبل مثل الأجيال القادمة. يمكننا التأثير عليهم إلى الأسوأ، وبسبب أنهم غير موجودين الآن، لا يمكنهم الدفاع عن أنفسهم. مثل الأجيال القادمة، لن يكون للذات في المستقبل أي صوت، لذلك يجب حماية مصالحهم بشكل خاص" (بارفيت، ١٩٨٧).

لذا، إذا لم نتمكن حتى من التماهي مع أنفسنا في المستقبل لاتخاذ القرار الصحيح، فكيف يفترض بنا أن نفعل ذلك من أجل شخص غريب تماماً؟ هذا هو الجزء الأكثر تحدياً. نحن بحاجة للتضحية ببعض الراحة الآن من أجل المجتمع. إذا لم نتمكن من تغيير سلوكنا وكيف نستثمر، فنحن محكوم علينا بالفشل.

لقد كان التيسير الكمي هو العصر الذهبي للمساهمين؛ من خلال آليات متنوعة (سعر الفائدة المنخفض، إعادة شراء الأسهم)، تم دفع سعر السوق وثروة المساهمين إلى مستويات قياسية بينما نما الاقتصاد قليلاً. فخلقت فجوة تاريخية هائلة بين أعلى نسبة مئوية من الأثرياء وبقية العالم.

فهل المصرف المركزي مسؤول عن التفاوت المتزايد في الثروة؟ من الواضح أن هناك علاقة بينهما، لكن هل لدينا علاقة سببية؟ إنه موضوع نقاش. ومع ذلك، من الواضح أن التيسير الكمي كان له بعض التأثير على الأقل في تفاقم فجوة الثروة هذه.

إن تركيز الثروة ضار بالاقتصاد، وإذا فشلت الحكومة في مواجهتها، والسياسة النقدية تزيد الأمر سوءاً، فمن ذا الذي سيحمي الأضعف؟.

يمكن أن يؤدي عدم المساواة في الثروة إلى خلق نوع من الاستقطاب على طول الطيف السياسي، ويمكن أن يضر بديمقراطيتنا؛ لأنه يسمح بتفاقم الاستياء ويعزز أفكار بعض الناس بأن هناك نخبة سياسية ودولة عميقة وما إلى ذلك. صعود الشعبوية ظاهرة نلاحظها في جميع أنحاء العالم (الولايات المتحدة وإيطاليا والمملكة المتحدة والبرازيل والمكسيك) والتي يمكن أن تؤدي إلى اضطرابات اجتماعية أو حروب أهلية. الاضطرابات الاجتماعية هي نتيجة عدم ثقة الناس في مؤسساتهم (المشتقات المالية الثالثة)، وعدم المساواة في الثروة (المشتقات المالية الثانية) وبشكل غير مباشر من التيسير الكمي (المشتقات المالية الأولى).

نحن نتداول حالياً على المدى القصير على المدى الطويل؛ فإذا لم نتمكن من تصحيح هذا المسار، فلن يكون التأثير نقدياً (انهيار السوق المالية) فحسب، بل قد يؤدي إلى أزمة اجتماعية، تصل إلى حد فقدان نظامنا بأكمله.

## المواد المخدرة والاقتصاد

المواد المخدرة هي مواد كيميائية تخفف الألم . تستخدم المواد المخدرة مثل المورفين على نطاق واسع في الطب . هل تقول أن المورفين مادة سيئة؟ ليس بالضرورة . يعتمد الأمر حقاً على كيفية استخدامها لها . إذا كنت تستخدم المورفين لعلاج الألم الحاد، فمن المحتمل أن يتم استخدامه لسبب وجيه . على العكس من ذلك، إذا تحدثت عن المواد المخدرة في حالة إدمان المخدرات، فلن يكون ذلك شيئاً جيداً . لكن كلاهما، يسكن الآلام ومصدرهما المادة نفسها .

قد تتساءل لماذا أتحدث عن المواد المخدرة في سياق المصارف المركزية والتيسير الكمي .

دعنا نلقي نظرة على حالة أزمة المواد المخدرة في الولايات المتحدة إذا كنت عامل بناء أو أي عامل تقني، وقمت بكسر ظهرك أثناء العمل، فقد يتم إعطاؤك بعض المورفين في المستشفى . الآن دعونا نتخيل أن عامل البناء هذا هو اقتصادنا، لقد مر برقعة صعبة، والطريقة الصحية الوحيدة لإعادة اقتصادنا إلى المسار الصحيح هي حقنه ببعض السيولة ( المورفين ) حتى يتمكن من الاستمرار في العمل . سيكون من السادي بعض الشيء أن نترك رجلنا يمر بهذه التجربة المؤلمة دون تقديم شيء يمكن أن يساعد في تخفيف آلامه . في هذه الحالة، لن نلوم الطبيب على هذا التدخل . ومع ذلك، يتحمل الطبيب أيضاً بعض المسؤولية تجاه المريض، من خلال إعطائه جرعة مناسبة وكافية من المورفين . نحن بحاجة للتأكد من أن الألم تحت السيطرة . سيتم السماح بجرعات أصغر وأصغر من المورفين للعامل، ومع مرور الوقت يبدأ

شفاء إصاباته. خلاف ذلك، إذا واصلنا إعطائه المورفين، فسوف تزداد احتمالية إدمان المواد المخدرة. بمجرد حل المشكلة الأساسية وعودة العمود الفقري (اقتصادنا) إلى المسار الصحيح، يمكن لمريضنا العودة إلى العمل. لا ينبغي أن تكون هناك حاجة لاستخدام المواد المخدرة في هذه المرحلة، أو على الأقل الحد الأدنى من الاستخدام على أساس عرضي. لذا، فإنه سؤال مشروع للغاية أن نسأل، لماذا، في حالة اقتصادنا، لم يوقف طبيبنا التدخل؟ لماذا رفض محافظو المصارف المركزية سحب التحفيز لاقتصادنا؟

احتفظنا بها لأننا كنا خائفين من أن تكون آثارها مؤقتة للغاية وتخفني بسرعة كبيرة. والأسوأ من ذلك، قمنا بزيادة جرعتنا من السيولة: " فقط في حالة الحاجة إليها". واصلنا إطعام المريض المواد المخدرة. يمكن للإدمان أن يغير الرجل. يمكن أن يغير سلوكه: تزوير بعض الأمراض للحصول على المزيد من المواد المخدرة. هذا ما حدث في ديسمبر ٢٠١٨، كان من الممكن أن نطمع السوق، لكننا كنا خائفين من رد الفعل. اليوم، عاملنا (الاقتصاد) هو مدمن وظيفي. اعتادت أنظمتنا على ذلك. كلما حقنا، قل تأثيره عليه، وزاد طلب جرعة أقوى.

في مرحلة ما تنتهي صلاحية وصفة الطبيب أو يفشل الدواء في التأثير، فماذا بعد ذلك؟ لن يكون أمامه خيار آخر سوى اللجوء إلى عقاقير أقوى لتلبية احتياجاته. في هذه المرحلة، ما الذي سيكون مكافئاً اقتصادنا "للعقاقير الأكثر قوة"؟ هل سيشتري المصرف المركزي الأوروبي جميع المصادر المتاحة لصناديق الاستثمار المتداولة على EURO STOXX 50؟ ثم شراء البورصة بأكملها؟



إدمان العامل سيجعله حتماً يفقد كل شيء على الطريق، بدءاً من وظيفته وعائلته، وربما حتى حياته.

بمجرد أن تفقد السيولة تأثيرها التحفيزي، سيختبر سوقنا هذا المسار أيضاً. لا يزال اقتصادنا في الشارع يبحث عن حل أكثر فعالية، لكنني أعتقد أنه من العدل أن نقول، في تلك المرحلة، فقد اقتصادنا وظيفته بالفعل.

إن المصارف المركزية هي المسؤولة عن التفاوت المتزايد في الثروة.

الشر يأخذ الطريق الأقصر والفضيلة تأخذ الطريق الأطول؛ وسلوكنا سيكون سبب انقراضنا.

## المبحث الثاني الجمع المتأصل في نظام (فيات)<sup>1</sup>



ULRIC PATTILLO, B.S. IN COMPUTER ENGINEERING, 2007, MASTERS  
IN BUSINESS ADMINISTRATION, 2017  
SYSTEM ENGINEER IN SYSML AND SATCOM SYSTEMS, BITCOINER

يُعرض النظام النقدي الحالي عالم الفقراء والمحرومين لانحطاط القيمة المستمر .

### النقد الإلزامي أو الرسمي Fiat Money

هو النقد الإلزامي، أو هو المال الذي أعلنته الحكومة ليكون عملة قانونية. ويمكن تداول هذه العملة مع عملات أجنبية أخرى في سوق الصرف الأجنبي وبذلك يكون للعملة قيمة بالنسبة لغيرها من العملات الأخرى. واشتق هذا المصطلح من كلمة "فيات" اللاتينية، بمعنى "Determination by Authority"

<sup>1</sup> THE INHERENT GREED OF THE FIAT SYSTEM, ULRIC PATTILLO, Bitcoin Magazine, AUG 17, 2021, [Link](#).

## اليأس من الاعتماد على الدولار

في أواخر الستينيات من القرن الماضي، كان بإمكان متوسط الراتب في أدنى ٢٠٪ في أمريكا شراء منزل متوسط السعر. وفي عام ٢٠١٩ فقط متوسط الراتب في أعلى ٥٪ في أمريكا يمكنه شراء منزل متوسط السعر. وفي الخمسين عاماً التي انقضت منذ أن أزال النظام النقدي العالمي نفسه من معيار الذهب، تأكل نظام يتمتع فيه المواطن المجتهد بإمكانية ملكية العقارات إلى نظام أقرب إلى مزيج من الأثرياء الاشتراكيين: سيطرة الأغنياء، والباقي. وهذه المشكلة يمكن أن تكون أسوأ في أجزاء أخرى من العالم.

## الفائدة الخيرية من البيتكوين

نظراً لأن الدولار يفسح المجال للجشع، فإن عملة البيتكوين تفسح المجال للرضا. يدعي الشك في "عدم وجود العملات المعدنية" أن نظام البيتكوين مليء بالمقامرين الذين أصبحوا محظوظين ولا يستحقون المكاسب التي تم تحقيقها. في حين أن العديد من المقامرين قد يصلون إلى البيتكوين مقابل دولار سريع، فإن عقلية الشبكة وحركتها هي سبب بقاء الناس. لا يمكن للمقامرين أبداً أن يكونوا مخلصين لما يمكن أن تفعله عملة البيتكوين للعالم: وسيلة لحقوق الملكية لكل شخص على هذا الكوكب. لا يمكن للمضاربين أبداً أن يهتموا بما تعنيه عملة البيتكوين للنظام المالي العالمي: بديل غير متمائل للانحطاط النقدي والسرقة المركزية في كل بلد من دول العالم (باستثناء السلفادور - في الوقت الحالي). الأشخاص ذوو التفكير الضيق الذين يهتمون فقط بسعر البيتكوين لا يرون أو

يهتمون بالتكنولوجيا المهمة التي هي : شبكة تسوية من نظير إلى نظير لا يسيطر عليها كيان مدين بالفضل لأي حكومة أو مؤسسة ترغب في فرض رقابة على التبادل والتجارة أو احتكارهما .

هذه العوامل، جنباً إلى جنب مع احتمالية أن ينمو الآخرون أيضاً لرؤية نفس الحقيقة المضمنة في عملة البيتكوين، هو ما يحافظ على بقاء الناس . لتضييق نطاق التركيز على الأسرة، إذا كان على الشخص أن يضع جانباً الثروة والأمن للأبناء والأقارب الأكبر سناً لمصلحتهم الخاصة، فلا توجد هدية أكبر من عملة البيتكوين نفسها . لسنوات، ثبت أنه نتاج حقيقي لتأثير الشبكة وإخفاقات المصارف المركزية، مما أدى إلى استمرار التقدير مقابل أدوات الاستثمار البديلة . سيكون لدى المستفيد الحكيم ما يكفي من البصيرة لفهم أن هذا الشرط المسبق لا يتغير في أي وقت قريب وإنشاء عش أساسي في البيتكوين، مع كون أي أصل آخر ثانوي . وعلى النقيض من ذلك، فإن اختيار حفظ أي نوع من الأموال لمن تحبه مصنوع بشكل أساسي من أي شكل من أشكال العملات الورقية سيكون لعنة نسبية؛ فهل ١٣-٢٨٪ تخفيض سنوي لقيمة العملة يبدو هدية جيدة طويلة الأجل لأي عاقل؟

إن الانجذاب إلى البيتكوين له تأثير سلبي في إزالة الجشع أو الطمع من حياتك . قد يجادل بعض الناس بأن العقارات أو الأسهم تشترك في تفضيل مماثل في الوقت المنخفض . هذا صحيح إلى حد ما، ومع ذلك فإن عدم قابلية استبدال قطعة من العقارات سيستفيد بشكل طبيعي من الإضرار بقطعة أخرى من الممتلكات . الرغبة

الأكثر أساساً في العقارات الخاصة بك هي أن تكون أفضل من غيرها. عملة البيتكوين شاملة، مفصولة بالكمية فقط، حيث يعمل الحافز الوحيد لجميع الأطراف في الشبكة على زيادة قيمة البيتكوين من أجل تحسين أصحاب المصلحة جميعهم.

حتى الاستثمار في شركة واعية اجتماعياً قد يؤدي إلى الشعور بالانسجام مع سبب وجيه. ولكن لا يمكن لأي شركة مطروحة للتداول العام التنافس مع قدرة البيتكوين على منح حقوق الملكية لجميع المشاركين. تعمل البيتكوين على تمكين الأشخاص غير المتعاملين مع المصارف والمضطهدين في جميع أنحاء العالم من خلال معاملات Blockchain غير المصرح بها. إذا كان الحكام يمنعون شعوبهم من تلبية الاحتياجات الإنسانية الأساسية لزيادة قوتهم، فكيف تساعد المنظمة الناس بكفاءة؟ إذا لم يتم ذلك من خلال البيتكوين، فإنهم ينزفون التأثير المحتمل. بالإضافة إلى ذلك، يمكن لأي شركة أن تخفف حصتك الحالية مما يجعل الشركة نفسها التي استثمرت مخاطرة الطرف المقابل للمستثمر. بيتكوين؟ ٢١ مليون قطعة نقدية من العرض المحدد الأقصى.

تعيد صلابة البيتكوين شعوراً متزايداً بالموثوقية مما يؤدي إلى شعور أقل بالجشع مما يمكن أن يحققه أي أصل قائم على الدولار. يجب أن يستمر البالون الذي به تسرب في إضافة المزيد من الهواء للحفاظ على تعويمه الحالي، ونسيان الطيران أعلى. البالون المغلق تماماً مثل النقود المضادة للتضخم. لا يحتاج إلى مزيد من الكتلة للحفاظ على حالته. إن البالون يكتفي بشكل طبيعي بتخصيصه. أن تنمو

شيء جميل، لكن النمو ليس ضرورياً للبقاء على قيد الحياة. إذا سمحنا للتكنولوجيا بأن تكون القوة الانكماشية المفترض أن تكون، فإن تكلفة البقاء تصبح جهداً أقل بكثير. ويصبح الوصول إلى الغذاء والمأوى والممتلكات أكثر سهولة لأن معيار البيتكوين يجعل من المستحيل إعادة تخصيص الموارد بشكل مصطنع من خلال التقليل من قيمتها.

### دعوة للعمل

من خلال الجمع بين سيولة العملة الورقية، وعامل ندرة المعدن الثمين، وإمكانية الوصول إلى الإنترنت، وأمن النسب الفلكية، تقدم عملة البيتكوين نفسها كحل لملكية الأصول للعالم بأسره. من المستحيل أن يتم تسعير البيتكوين بسبب طبيعتها القابلة للتجزئة (ساتوشي). بمجرد الوجود في حد ذاته كأصل وشبكة فإنه يزيد من التبني والقيمة. لا يوجد سبب لتجاهل أو ازدياد أحد الأصول الغنية بالسّمات التي تُحدد عصر النمو التكنولوجي هذا.

أدت رقمنة الاتصالات إلى تفكيك بعض الاحتكارات حتى نتمكن من التحدث إلى من نريد على الفور. إن رقمنة النقود لديها القدرة أيضاً على تعطيل اتحاد الأموال الاحتكاري لصالح المليارات في جميع أنحاء العالم. لقد أصبح عالمنا راضياً عن الاعتماد على الحكومة والكيانات المركزية لتقديم الخدمات بطريقة غير فعالة إلى حد كبير. واحد من هؤلاء هو نظام الصرف النقدي. مثلما حلت الديمقراطية محل الملكية باعتبارها الشكل الأكثر ملاءمة للحكومة، يجب أن تكون مهمتنا

التالية كعالم أن تجرد حكوماتنا ووكالاتها الخاصة من الخدمات غير الضرورية حتى تحل محلها التكنولوجيا والحرية الأكبر.


نحن نعيش في وقت خاص للغاية. مثل الاندفاع نحو الذهب باستخدام محرك البحث. مع البيتكوين، نعرف من أين نحصل عليه، وكم هو موجود هناك، وكم يقدره العالم، ومتى يستخدمه الناس أو يخفونه بعيداً. وفي الختام، استمر في مشاركة رؤية الشمول المالي لمن هم في برائن النظام القديم. هذا الكفاح يجب أن يزيل الطابع المادي عن كفن الجشع على هذا العالم من خلال مشاركة الحقيقة في الحب واللطف. أناشدكم، أيها البيتكوين، لمساعدة العالم على فهم "الوعاء الرقمي" لقيمتها المكتسبة، ولماذا من الضروري مكافحة الأموال الورقية السامة التي نضطر إلى استخدامها اليوم.

## المبحث الثالث

### نظام الدولار (فياَت) ليس امتياز ابل مسؤولية



ANSEL LINDNER, IS AN ECONOMIST, AUTHOR, INVESTOR, AND BITCOIN SPECIALIST. FIND MORE FROM ANSEL AT BITCOINDICTIONARY.CC, BITCOINANDMARKETS.COM AND BTCM.CO. CO-HOST AND WRITER @BITCOINMAGAZINE, BITCOIN & MARKETS RESEARCH [LINK](#).

إن للولايات المتحدة تاريخ في التخلص من المصرف المركزي 

مع انهيار وضع العملة الاحتياطية للدولار الأمريكي، ستتخلى الولايات المتحدة عن العوامة وتتبنى معيار البيتكوين.

في مجتمع البيتكوين، كثيراً ما نسمع أن الدولار الأمريكي يطلق عليه "امتياز باهظ". أي أن الولايات المتحدة تستفيد بشكل غير متناسب من وضع العملة

1 THE FIAT DOLLAR SYSTEM IS NO PRIVILEGE: THE BURDEN AND WHY THE U.S. WILL ADOPT BITCOIN, ANSEL LINDNER, Bitcoin Magazine, SEP 1, 2021, [Link](#).



الاحتياطية للدولار؛ فلماذا كان النظام المالي الحالي، عبئاً على الولايات المتحدة، ولماذا ينتهي نظام الدولار النقدي؟ وماذا يعني ذلك لمستقبل البيتكوين؟.

## خلفية

أولاً، ما هي العملة الاحتياطية العالمية؟ باختصار: هي العملة التي تحتفظ بها الحكومات والكيانات الدولية الكبرى مثل المصارف المركزية لتسهيل التجارة العالمية والائتمان والحاسبة وغالباً لدعم عملاتها الخاصة. ويحتفظ الدولار الأمريكي بهذا المركز اليوم.

تم تحديد وضع احتياطي الدولار رسمياً في اتفاقية بريتون وودز لعام ١٩٤٤. نظراً لأن الولايات المتحدة كانت الاقتصاد الرئيسي الوحيد المتبقي بعد الحرب العالمية الثانية، كان من الطبيعي أن يتم الاتفاق على الدولار الأمريكي لترسيخ نظام جديد. وفقاً لبريتون وودز، تم ربط العملات الرئيسية بالدولار الأمريكي، والذي تم ربطه بدوره عند ٣٥ دولاراً للأوقية من الذهب.

خدم هذا النظام العالم بشكل جيد في البداية، مما أتاح إعادة البناء السريع بعد الحرب العالمية الثانية، خاصة في أوروبا واليابان والعديد من الأسواق الناشئة. كانت أيضاً جزءاً لا يتجزأ من الكفاح ضد الشيوعية. تم الترحيب بالدول في هذا النظام المالي الدولي والتجارة طالما كانت على استعداد للوقوف ضد السوفييت. ومع ذلك، سرعان ما اصطدم تصميم بريتون وودز بالقيود. أدى دعم الذهب إلى تقييد المعروض من الدولار، على الرغم من تزايد الطلب على العملات في جميع أنحاء العالم بشكل كبير.

## معضلة تريفين

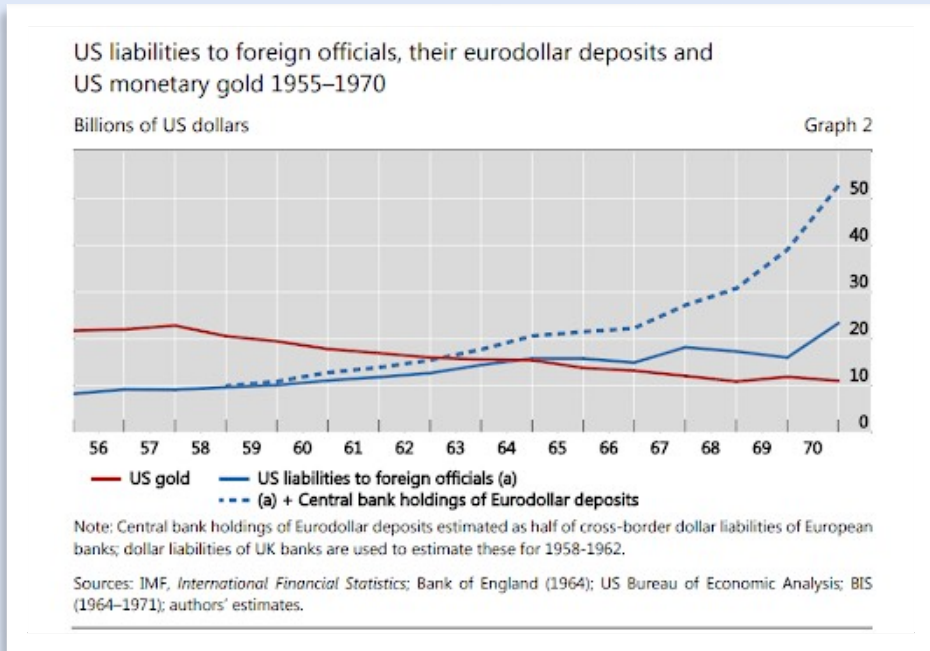
تم التعبير عن معضلة تريفين لأول مرة في عام ١٩٥٩ من قبل روبرت تريفين. الفكرة الرئيسية هي أنه عند استخدام عملة ما كاحتياطي دولي، فإن القيود المحلية تتعارض مع الطلب الدولي. إن ارتفاع الطلب على الدولار وحدود المعروض من الذهب تخلق حافزاً للولايات المتحدة لتشغيل عجز تجاري كبير وخفض قيمة العملة. إذا كانت هذه هي النهاية، فسيكون الأمر بهذه البساطة، لكن حافزاً جديداً يولد رد فعل السوق أيضاً.

على الرغم مما يعتقد العديد من الخبراء، لم يكن عام ١٩٧١ عاماً محورياً بشكل خاص. كانت الأحداث الشهيرة في ذلك العام، وهي صدمة نيكسون، بمثابة تطور طبيعي، واعتراف بالواقع في النظام المالي الذي تأسس قبل سنوات. بحلول الوقت الذي أصبحت فيه معضلة تريفين معروفة بشكل عام في الستينيات، كان قد تم حلها بالفعل. لكن السوق يجد دائماً طريقاً له.

بدلاً من حاجة الاحتياطي الفيدرالي أو حكومة الولايات المتحدة لتلبية الطلب الدولي عن طريق طباعة وتصدير الدولارات إلى العالم، يمكن للمصارف في كل مكان أن تفعل ذلك بنفسها عن طريق تقديم قروض مقومة بالدولار. هذه هي الطريقة التي تُطبع بها جميع الأوراق المالية المستندة إلى الائتمان، في عملية الحصول على قرض. تشكل نظام اليورو-دولار كنظام عالمي بين المصارف واستبدال نظام بريتون وودز بشكل غير رسمي قبل عام ١٩٧١.

## نظام اليورو-دولار

اليورو-دولار هو النظام المالي الحالي الذي يتكون من الدولار الأمريكي والمطلوبات بالدولار غير الخاضع لسياسة مصرف الاحتياطي الفيدرالي أو حكومة الولايات المتحدة. حل المصرفيون المغامرون معضلة تعريفين بطباعة دولارات خارج الولايات المتحدة.



المصدر: أوراق عمل BIS رقم ٦٨٤، "Triffin: dilemma or myth"؟ باردو ومكولي، ٢٠١٧

يتم تداول هذه الدولارات الخارجية (أو الظل) مقابل دولار أمريكي حقيقي، لأنها دولارات أمريكية. في شكل من النقود الورقية القائمة على الائتمان، تتم طباعتها في قروض مقومة بتلك العملة. الأموال المدعومة بالسلع إما مدعومة بالكامل أم لا. هناك مقياس للسلعة المخزونة في مكان ما، ونسبة موضوعية تجاه العملة الداعمة.

لكن القانون القائم على الائتمان ليس لديه ما يميز الدولار الذي أنشأه مصرف في الولايات المتحدة عن الدولار الذي أنشأه مصرف في سنغافورة، على سبيل المثال .

تعود جذور نظام اليورو-دولار لأواخر الخمسينيات من القرن الماضي، وقد نما مع الطلب النهمة على الدولارات الذي لم يستطع العجز التجاري مواجهته . بحلول عام ١٩٧٠، كان المعروض الخارجي من اليورو-دولار الذي تحتفظ به المصارف المركزية أكبر من المعروض الرسمي للدولار الخارجي ( انظر الرسم البياني أعلاه ) .

لقد تم إغفال هذا النظام المالي الناشئ تماماً في الأيام الأولى لأنه لم يتناسب مع نماذج الاقتصاديين . ظل نظام اليورو-دولار غير مدروس لسنوات مع عدد قليل فقط من الاقتصاديين الشجعان الذين يخاطرون بحياتهم المهنية للنظر في الأشياء التي لا تتناسب مع النماذج السائدة . بحلول عام ٢٠٢٠، قدر مصرف التسويات الدولية BIS أن هناك ١٢.٧ تريليون دولار من الديون القابلة للقياس المقومة بالدولار الأمريكي والتي نشأت ويحتفظ بها خارج الولايات المتحدة . أو مقايضات العملات أو غيرها من منتجات الظل، مما يجعل المبلغ الفعال أعلى عدة مرات . لهذا السبب يطلق عليه "الظل المصرفي" ، فنحن لا نعرف المدى الحقيقي لميزانياتهم العمومية .

وطالما يمكن خدمة القروض، سيستمر النظام في العمل . وهذا يعني أن هذه القروض يجب أن تكون منتجة وأن تدر تدفقات نقدية أكبر من أصل القرض وفوائده . نظراً لأن المال في نظام اليورو-دولار القائم على الائتمان هذا يتحول

باستمرار إلى ديون، فإن أصغر انقطاع في شبكة الثقة والتصنيفات الائتمانية يمكن أن يتسبب في أزمة مالية.

## اليورو-دولار ودعم التجارة الحرة

إذا كانت مرونة اليورو-دولار هي اليد اليمنى للدولار، فإن الوصول المفتوح إلى معظم أسواق العالم يساره. تعتبر الدول التي تتمتع بالأمان من الحروب الإقليمية ووصول سلعتها إلى جميع الأسواق تقريباً أمراً شاذاً تاريخياً. قبل منتصف القرن التاسع عشر، لم تكن الأسواق المتكاملة كما نعرفها اليوم موجودة، وحتى الحرب العالمية الثانية، تركزت التجارة الدولية على عدد قليل من السلع والشركاء التجاريين داخل شبكات الممتلكات الاستعمارية. حقبة ما بعد الحرب العالمية الثانية، والتي أدخلت مؤسسات دولية مثل الأمم المتحدة ومنظمة التجارة العالمية وحلف شمال الأطلسي، دفعت من قبل الولايات المتحدة. هذه الإعانة الأمريكية في شكل مظلة تجارية وأمنية مكنت الاقتصاد العالمي من النمو بشكل لم يسبق له مثيل.

كثير من الناس يخطعون في هذه الديناميكية. إنهم يرون أن التدخل الأمريكي على مدى عقود في كوريا وفيتنام، ثم أمريكا الوسطى، ثم العراق، وليبيا، وأفغانستان هو إمبريالية أمريكية، بدلاً من أن يفيد الآخرين في المقام الأول في المظلة الأمنية. كان الجيش الأمريكي يوسع نفوذه وسيطرته على مناطق العمليات هذه، ليس من أجل إمبراطورية أمريكية، ولكن من أجل الحفاظ على نظام دولي

يفضل الآخريين . كانت Pax Americana تدور حول تجنب حوادث مثل سراييفو ١٩١٤ أو بولندا ١٩٣٩ .

هذا لا يعفي الفظائع الأمريكية والسلوك غير الأخلاقي، ولكن من المهم أن ندرك أن الولايات المتحدة لم تكن المستفيد الرئيسي . من هو الأكثر تضررا من الحروب العالمية في القرن العشرين؟ ليست الولايات المتحدة في الواقع، فقد تميزت الفترة التي تلت الحرب العالمية الثانية، والتي يُفترض أنها حقبة الإمبراطورية الأمريكية، بتفريغ الاقتصاد الأمريكي والعجز التجاري الأمريكي الهائل، حيث ازدهر باقي العالم باستخدام اليورو-دولار .

### العملة الاحتياطية كعبء

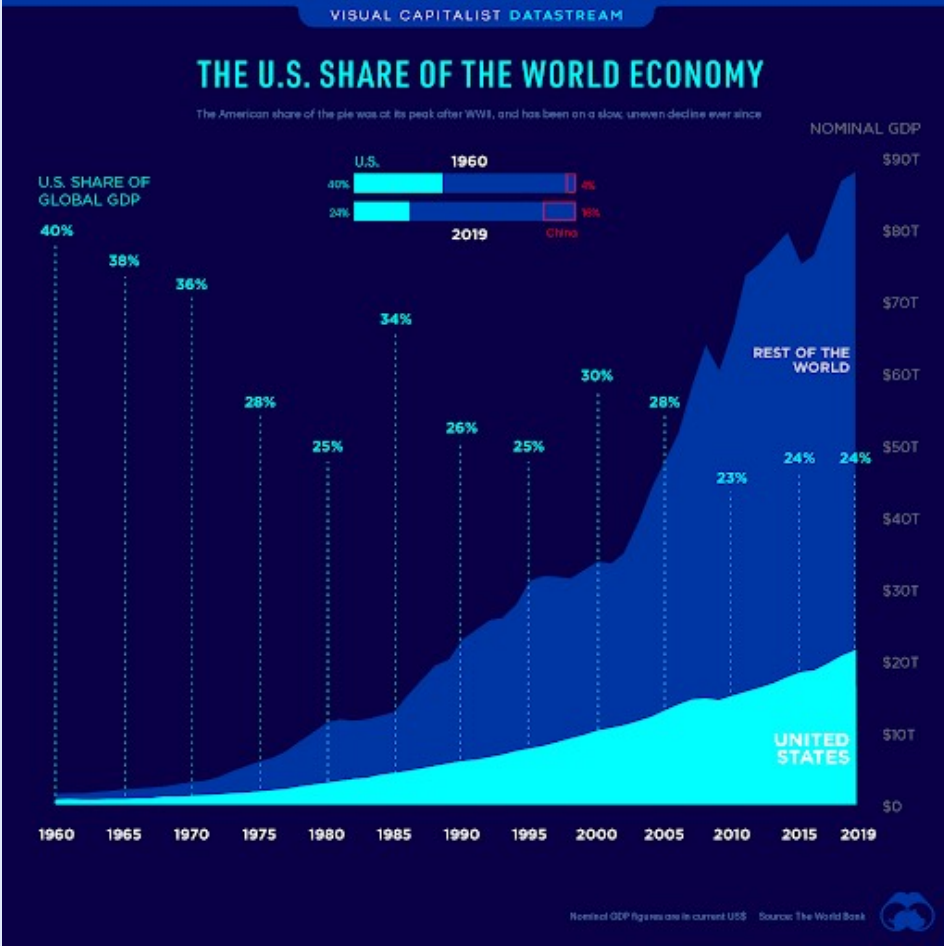
الولايات المتحدة هي خلق جديد نسبياً . لم تصل إلى حدودها القارية إلا بعد الحرب المكسيكية الأمريكية عام ١٨٤٨ . ما تبع ذلك كان عقدين من إعادة الهيكلة السياسية الداخلية وبناء البنية التحتية العابرة للقارات، وبلغت ذروتها في عام ١٨٦٩ بإكمال خط السكك الحديدية العابر للقارات . من تلك النقطة، استغرق الأمر عقدين آخرين حتى أصبحت الولايات المتحدة أكبر اقتصاد في العالم، قبل الحروب العالمية في القرن العشرين بوقت طويل .

في الواقع، بحلول عام ١٩١٤، كان الناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة ضعف حجم ثاني أكبر اقتصاد، وحوالي ٢٠٪ من الناتج المحلي الإجمالي العالمي . أعطى هذه الأرقام لإظهار موقف الولايات المتحدة قبل الاحتياطي الفيدرالي وقبل الحصول على عملة الاحتياطي العالمي . لقد كانت بالفعل مسيطرة وتوسعت ريادتها .

سبب هذه الهيمنة ليس بسبب الدولار الأمريكي كعملة احتياطية. عندما كان القادة من جميع أنحاء العالم يجتمعون في بريتون وودز، كانت الولايات المتحدة مسؤولة عن ٥٠٪ من الناتج المحلي الإجمالي العالمي، ونصف اقتصاد العالم بأكمله وربما نسبة أكبر من رأس المال العالمي المتراكم. لم توسع بريتون وودز حصة الولايات المتحدة، بل تسببت في انخفاضها.

إن الشائع هو أن "الحرب العالمية الثانية دمرت الكثير من الاقتصاد الأوروبي، ولهذا كانت الولايات المتحدة مهيمنة في ذلك الوقت"، وهذا صحيح، لكنه جزء من الواقع الجيوسياسي؛ فأوروبا معرضة للحروب، وتكوين رأس المال وتكديسه فيها على المدى الطويل أكثر صعوبة مقارنة بالولايات المتحدة.

وبحلول عام ١٩٦٠، في الأيام الأولى لليورو-دولار، كان وضع العملة الاحتياطية للدولار يفيد بشكل غير متناسب بقية العالم. وانخفضت حصة الولايات المتحدة من الناتج المحلي الإجمالي من ٥٠٪ إلى ٤٠٪. بحلول عام ١٩٨٠، بعد ٣٥ عاماً فقط من اتفاقية بريتون وودز، خفض الدولار كعملة احتياطية حصة الولايات المتحدة من الناتج المحلي الإجمالي العالمي إلى النصف، إلى ٢٥٪. لم تتعافى أبداً.



المصدر: **Visual Capitalist**، "حصة الولايات المتحدة من الاقتصاد العالمي بمرور الوقت". يُظهر الرسم البياني تراجع حصة الولايات المتحدة في الاقتصاد العالمي واستفادة بقية العالم بشكل غير متناسب من دور الدولار.

## الاقتصاد الجغرافي

هناك سببان رئيسيان للثروة والقوة النسبية للولايات المتحدة، وهما سببان جغرافيان وسياسيان، وليس بسبب الدولار. جغرافياً، تمتلك الولايات المتحدة موارد طبيعية وفيرة، ومجموعة من أفضل الموانئ الطبيعية في العالم على المحيطين



المهمين، وأكبر الأراضي الزراعية المتجاورة والأعلى جودة، والأنهار الأكثر قابلية للملاحة من بقية العالم مجتمعة، والحدود شديدة للغاية رخيصة للدفاع. سيستغرق الأمر أسوأ حكومة على وجه الأرض لتفسد ذلك. ولكن بدلاً من الشيوعية، من الناحية السياسية، تمتلك الولايات المتحدة أقوى تقاليد دستورية في العالم، وهي وثيقة للحقوق ومستوى من استقلالية الدولة والفرد الذي أدى، في الغالب، إلى تقييد تجاوز الحكومة وإساءة استخدامها.

عند النظر بحيادية إلى الوضع الجغرافي والسياسي للولايات المتحدة مقارنة بالدول الأخرى في العالم، فليس من المستغرب أن تكون هي الاقتصاد المهيمن. من المقدر أن يكون الأمر كذلك.

في المقابل، هناك العديد من البلدان والمناطق في العالم التي ظلت غير متطورة حتى الخمسين عاماً الماضية، على الرغم من أن لها تاريخاً أطول بكثير من الحضارة والتعرض للتجارة العالمية مقارنة بالولايات المتحدة. لعبت التكنولوجيا الجديدة دوراً بالتأكيد، لكن العوامل التي غيرت قواعد اللعبة كانت ائتمانياً رخيصاً بشكل مصطنع، ونظام تجاري ليبرالي يمكنهم من خلاله بيع صادراتهم بشكل آمن وعادل، وتحرير الأمن ضد جيرانهم.

تعتبر حالة الاحتياطي العالمي للدولار جزءاً هاماً من نظام العولمة الموصوف أعلاه. قال البعض إن الجيش الأمريكي هو الدعم النهائي للدولار، وهناك بعض الحقيقة في ذلك. يتعاون الدولار والجيش في الحفاظ على السلام والتجارة العالمية. في العقود الماضية، لم يكن لبديل اختيار الدولار علاقة بالتخلص من القيود الإمبريالية

للقمع الأمريكي . كان البديل هو الوجود خارج مظلة العولمة ، مما يعني نمواً اقتصادياً أقل بكثير ، والمزيد من الحرب الإقليمية والقمع من قبل الجيران . إذا قمت بسحب الدعم الأمريكي للعولمة والدولار الأوروبي ، فستصبح العديد من المناطق مرة أخرى غير اقتصادية وستتحمل البلدان نفسها تكلفة الصراعات الإقليمية مباشرة .

### نتج الإيرادات الهامشية للديون

في علم الاقتصاد، هناك فكرة تناقص العوائد الهامشية . عند تطبيقه على الائتمان، غالباً ما نرى هذا على أنه "نتج الإيرادات الحدية للديون" ، بمعنى آخر، ما مقدار النمو الذي نحصل عليه من كل دولار جديد في الديون؟ الديون المبكرة عالية الإنتاجية، وتستخدم في تمويل المشاريع التي تحقق أكبر قدر من الضربات، في حين أن الديون اللاحقة غير منتجة نسبياً .

بالنسبة لدولة من العالم الثالث لم يكن لديها إمكانية الوصول إلى الائتمان الرخيص والأمن طوال تاريخها بأكمله، فإن الانضمام إلى الاقتصاد المعولم يعني أن هناك الكثير من الثمار المتدلّية مثل البنية التحتية للطرق والسكك الحديدية والكهرباء والاتصالات التي أسفرت عن بداية عظيمة . لقد سلكت الاقتصادات المتقدمة مساراً مشابهاً، لكن جميع البلدان خرجت الآن من الاستخدامات الإنتاجية للديون الجديدة .

مع تشبع البلدان بالديون، يتباطأ النمو بل وينعكس . الأدوات المالية مثل التيسير الكمي، تمت تجربتها وفشلت في تنشيط معدلات النمو السابقة . لا يمكنك حفظ

نظام مثقل بالديون عن طريق إضافة المزيد من الديون. حفلة الائتمان في جميع أنحاء العالم تقترب من نهايتها. المثال الأكثر شهرة هو اليابان، ولكن يمكن رؤية النمط في معدل النمو الأوروبي المتباطئ ومؤخراً في الصين. الصين هي آخر اقتصاد عظيم يصطدم بجدار النمو.

نهاية نظام اليورو-دولار ليست عملية طوعية. لم يعد بإمكانها إضافة ديون منتجة ودعم ثقلها. لا يقتصر الأمر على أن كل دولار من الديون الجديدة يخلق فقط ٠.٢٥ دولار أو نحو ذلك من النمو الاقتصادي، ولكن الجميع يعرف ذلك. تخلق هذه المعرفة جواً متردداً يحد من نمو الائتمان ويهدد قدرة الاقتصاد على سداد رأس المال والفائدة. حتى مع سياسة سعر الفائدة الصفري، فإن النظام هش للغاية.

### التحول إلى الداخل والطريق إلى البيتكوين

من قبيل البدعة القول إن العولمة ليست حالة طبيعية. بعد كل شيء، يجب أن يكون من البديهي أن الأسواق الحرة سوف تميل إلى تعزيز التجارة وتقسيم العمل. هذا صحيح، لكن العولمة الحديثة هي نتيجة أكبر دعم في تاريخ العالم، وأخذت الترابط بين التصنيع والعمليات المالية إلى مستويات سخيفة. لقد أصبح هذا واضحاً لأن سلاسل التوريد فشلت بشكل مباشر خلال عام ٢٠٢٠ واستمرت المشكلات حتى عام ٢٠٢١. ومثل جميع الأنشطة المدعومة، يعد هذا استخداماً غير فعال لرأس المال، مما يتسبب في سوء الاستثمار وسوء تخصيص الموارد.

بدون عبء العملة الاحتياطية العالمية وحماية العملة، ستكون الولايات المتحدة قادرة على الاحتفاظ بالمزيد من ثروتها في الداخل، واستثمار الوقت والجهد في إعادة تنظيم بيتها. سيكون للتحول عن العملة عواقب وخيمة، سيكون الشعور بها أكثر حدة في الاقتصادات الهامشية وفي المناطق المعرضة للحرب. الولايات المتحدة ليست من بين هؤلاء.

علامات نهاية العملة تحيط بنا في كل مكان. إن صعود الشعبوية، والحروب التجارية، وانسحاب الولايات المتحدة من الجهود العسكرية المستمرة منذ جيل، كلها تشير إلى انهيار هذا النظام السياسي الدولي.

إن الخروج من أفغانستان هو العلامة الأكثر وضوحاً على انتهاء النظام الذي تقوده الولايات المتحدة. لا يهم أنه تم إفساده بكل طريقة يمكن تصورها، فهذا يجعله أكثر قوة باعتباره مسماراً في نعش العملة. نعم، الطريقة التي تحولت بها كانت ضربة لسمعة الولايات المتحدة، لكن هذا لا يهم. يؤدي الانسحاب من أفغانستان إلى تحسين الوضع المالي للولايات المتحدة، خاصة فيما يتعلق بالدول المتاخمة لأفغانستان والتي يتعين عليها الآن التعامل مع حركة طالبان المسلحة جيداً على حدودها.

إن العودة إلى الموقف الذي كانت تتمتع به الولايات المتحدة قبل هذه التجربة الكبرى في العملة هو أمر إيجابي للغاية بالنسبة للولايات المتحدة، فهو مكتفٍ ذاتياً، أو يمكن أن يكون مكتفياً ذاتياً، وآمناً. إذا أضفت بقية أمريكا الشمالية،

ككتلة اقتصادية، فيمكنها بسهولة تحقيق ٤٠٪ من الإنتاج والاستهلاك العالميين، دون التورط في السياسات الفوضوية الأور-آسيوية Eurasia .

مع استغناء الولايات المتحدة عن العوامة التي تقودها، فإنها ستستغني عن العبء غير الضروري لعملة الاحتياطي العالمية. لماذا تبقي الولايات المتحدة على نظام اليورو-دولار مبتلى بفخ الديون، والذي يتنازل عن السيطرة على الاقتصاد الأمريكي للأسواق المالية الدولية؟ وصل اليورو-دولار إلى نهايته الطبيعية ويجب استبداله، إنها قضية أمن قومي .

نظراً لأن نهاية اليورو-دولار أصبحت أكثر وضوحاً للجميع، فلن يدافع السياسيون والمصرفيون عن وضع العملة الاحتياطية بقوة. ليس من مصلحتهم القيام بذلك، فلا يوجد شيء لحفظه. يمثل نظام الدولار الحالي عبئاً هائلاً، وسوف تتخلى الولايات المتحدة طواعية عن نسخة جديدة من الدولار .

ليس من غير المألوف في تاريخ الولايات المتحدة تغيير تصميم الدولار أيضاً. في المتوسط، حدث ذلك كل عقدين. قانون العملات لعام ١٨٣٤، وتغييرات العملة الفضية في عام ١٨٥٣، وقانون المصارف الوطنية لعام ١٨٦٣، وجريمة عام ١٨٧٣، وقانون بلاند أليسون لعام ١٨٧٨، وقانون الاحتياطي الفيدرالي في عام ١٩١٣، ومصادرة الذهب في عام ١٩٣٣، وبريتون وودز في عام ١٩٤٤، ونيكسون وصدمة عام ١٩٧١. لقد طال انتظار تجديد الدولار مرة أخرى. ربما الأهم من ذلك، أن للولايات المتحدة تاريخ في التخلص من المصرف المركزي.

## كيف سيتم الانتهاء من دعم البيتكوين؟

كيف يمكن الانتقال إلى دعم البيتكوين؟ هذا هو سؤال المليون بيتكوين. لقد فكرت في هذا الأمر على مدار العامين الماضيين، حيث أصبح الاعتماد النهائي للبيتكوين أكثر فأكثر. بالطبع، التنبؤ بالعملية الدقيقة هو تخميني للغاية، وسيتم أيضاً استخدام عملة البيتكوين بمفردها أو في شبكة Lightning Network، ولكن هذا هو توقعي الحالي:

من المستبعد للغاية، في هذه المرحلة، أن تقفز حكومة الولايات المتحدة مباشرة إلى الاحتفاظ بعملة البيتكوين. الطريق الأكثر طبيعية هو عبر المصارف، وقد رأينا بالفعل الخطوات الأولى في هذا الاتجاه. في ٢٩ يوليو ٢٠٢١، أصبح State Street، ثاني أقدم مصرف في الولايات المتحدة، أحدث مصرف كبير يقدم خدمات متعلقة بالبيتكوين للعملاء. ومن بين الشركات الأخرى BNY Mellon و JPMorgan و Citigroup و Goldman Sachs، والتي تقدم الآن خدمات مرتبطة بالبيتكوين للعملاء.

مع احتفاظ المصارف بمزيد من عملات البيتكوين واستمرار سعر البيتكوين في الارتفاع بشكل كبير - بمساعدة المصارف التي تحتفظ بالمزيد منها جزئياً - ستصبح عملة البيتكوين جزءاً كبيراً من ميزانياتها العمومية. سيؤدي هذا إما إلى إجبار الحكومة الأمريكية على شراء عملة البيتكوين، أو ببساطة تنظيمها والتأجيل للمصارف التي تحتفظ بعملة البيتكوين.

إلى جانب احتفاظ المصارف بالكثير من عملات البيتكوين، سيتعين على الولايات المتحدة تقديم مناقصة قانونية لعملة البيتكوين ودعم تشكيل نوع من الطبقة الثانية المتمحورة حول المصرف، مثل السلسلة الجانبية الفيدرالية. قد تشبه هذه السلسلة الجانبية Blockstream.

قد يكون الدولار ربما هو فئة ١٠٠ ساتوشي داخل السلسلة الجانبية. هذا من شأنه أن يمنح المصارف القدرة على تمديد الائتمان إلى الحد الأدنى وفقاً لسياسات الاتحاد مع تمكين أقصى قدر من الشفافية، وبالتالي معالجة النقد المشترك ضد العرض الثابت للبيتكوين. (لا يوجد حل للعرض الثابت، هذا لا يحتاج إلى حل. ولكن تمكين شكل من أشكال المرونة).

قد تستلزم هذه العملية إضعافاً شديداً للاحتياطي الفيدرالي، وعودة إلى حقبة منسية نوعاً ما في الولايات المتحدة حيث كانت المصارف، وليس المصارف المركزية، هي صعيد. نظراً لأن الولايات المتحدة تعيد اكتشاف ماضيها الشعبي وغير التدخلي، فإنها ستعيد أيضاً تعريف نظامها النقدي بما يتماشى مع الماضي أيضاً، وهذه المرة حول عملة البيتكوين.

## المبحث الرابع

معنى قوة الدولار للاقتصاد العالمي<sup>1</sup>

## The Economist

عندما ينظر المؤرخون الاقتصاديون للسنوات التي أعقبت الأزمة المالية العالمية، فسيفكرون في اللحظة التي وصل فيها الإقراض أوجه. عندما فاز دونالد ترامب بالانتخابات الرئاسية ارتفع الدولار بنسبة ٣٪ في ٩ نوفمبر مقابل سلة من عملات الدول الغنية.

وهذه قفزة نادرة الحدوث في مثل هذا الوقت القصير، ويفسر الإفراط في الاقتراض بالدولار خلال تلك السنوات على تفسير ارتداد الدولار بشكل حاد. وبحلول نهاية العام الماضي، كانت الحكومات والشركات خارج أمريكا مدينة بـ ٩.٧ تريليون مقومة بالدولار وفقا لمصرف التسويات الدولية BIS.

يدين المقترضون في الأسواق الناشئة بـ ٣.٣ تريليون دولار، ويعمل سعر الصرف في البلدان ذات الديون بالعملات الأجنبية كمكبر صوت مالي. السياسة النقدية في منطقة اليورو تبقى أسهل. فمن المتوقع أن يوسع المصرف المركزي الأوروبي برنامج شراء السندات في اجتماع ٨ ديسمبر.

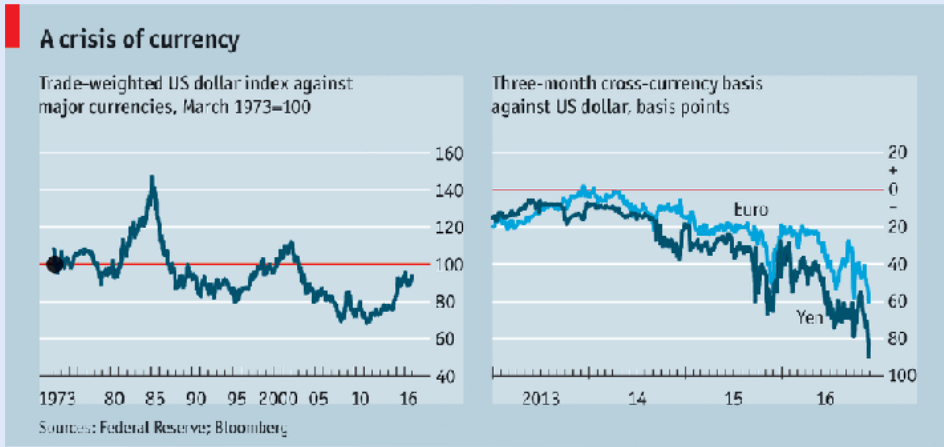
<sup>1</sup> The Economist, The dollar's strength is a problem for the world, Dec 3rd 2016, [Link](#).



ويعتبر انتخاب السيد ترامب "هدية" لمصرف اليابان، ويقول بول شيرد من P&S العالمية أنها ملتزمة باستهداف تضخم ٢٪. ويساعد ضعف الين في الأسابيع التي تلت انتخاب السيد ترامب إلى الانخفاض بنسبة ٧٪.

فإذا رحب بالدولار القوي في طوكيو وفرانكفورت، فهو أقل ترحيباً في الأسواق الناشئة وذلك للانخفاض الحاد في العملات الذي يشكل ضغطاً على المصارف المركزية لرفع أسعار الفائدة، لمنع ازدياد الاستهلاك واحتواء التضخم الناتج. فعلى سبيل المثال رفع المصرف المركزي التركي أسعار الفائدة في ٢٤ نوفمبر رداً على هبوط سعر صرف الليرة إلى أدنى مستوياتها مقابل الدولار.

وهناك تأثير مرده الاقتراض الماضي بالدولار، وسداد الشركات ديونها بالدولار، مما سيؤدي لتراجع الاستثمار وفرص العمل.



لقد شكلت زيادة الدولار بنسبة ٥٠٪ بين عامي ١٩٨٠ و ١٩٨٥ ضغطاً على المصدرين الأميركيين. وقد تم إلغاء وضع حواجز تجارية من خلال اتفاق بلازا عام ١٩٨٥ مما أضعف الدولار.

إن أكثر ما يثير القلق حول الارتفاع الأخير هو حرص السيد ترامب إلى اللجوء لتطبيق الحمائية في محاولة مضللة لتحقيق التوازن التجاري الأمريكي . وهذا سيكون ارتفاعاً كارثياً .

## المبحث الخامس

مساوى قوة الدولار بالنسبة للاقتصاد العالمي<sup>1</sup>

## The Economist

فَرَدتْ أهم عملة في العالم عضلاتها في الأسابيع الثلاثة بعد فوز دونالد ترامب في الانتخابات الرئاسية الأميركية، فشهدت أشد ارتفاع لها على الإطلاق مقابل سلة من عملات البلدان الغنية. وبلغ أكثر ٤٠٪ من أدنى مستوياته في عام ٢٠١١.

كما أنه عزز الاندماج النسبي لعملات الأسواق الناشئة أيضا؛ فانخفض اليوان إلى أدنى مستوى له مقابل الدولار منذ عام ٢٠٠٨. لذلك يدرس الصينيون تشديد القيود على عمليات الاستحواذ الأجنبية من قبل شركاتها المحلية للحد من هذا الهبوط. أما الهند التي تعاني من مشاكل في صناعتها فشهدت انخفاض عملتها لأدنى مستوياتها مقابل الدولار (رابط المقال). وانخفضت العملات الآسيوية الأخرى إلى مستويات غير مسبوقة منذ الأزمة المالية في ١٩٩٧-١٩٩٨.

وقد يكتسب الدولار تدريجيا قوة تمتد لسنوات، وهذا مرهون بالتغير السياسي الاقتصادي في أمريكا.

<sup>1</sup> The Economist, Why a strengthening dollar is bad for the world economy, Dec 3rd 2016, [Link](#).

كما راهن المستثمرون على تخفيض السيد ترامب للضرائب وعلى إنفاق مزيد من الأموال العامة لإصلاح البنى التحتية المتداعية. مما سيؤدي بمجلس الاحتياطي الاتحادي لرفع أسعار الفائدة بمعدلات أسرع من التضخم. وبارتفاع عائد السندات الأمريكية (لعشرة سنوات) من ١.٧٪ إلى ٢.٣٪ إثر الانتخابات فإن ذلك سيشكل عامل جذب لمزيد من تدفقات رؤوس الأموال.

وسيؤدي إلى توسع حجم الأسواق المالية والأئتمانية العالمية، وسيحتل الدولار دوراً محورياً أكبر؛ مما سيجعل ارتفاعه أكثر خطورة بالنسبة للعالم ولأمريكا. ويتراجع النفوذ الأمريكي كقوة تجارية بشكل مستمر؛ لذلك انخفض عدد البلدان التي تشكل أكبر سوق للصادرات من ٤٤ في ١٩٩٤ إلى ٣٢ وذلك بعد عقدين من الزمن.

إن تفوق الدولار أبقاه وسيلة تبادل ومخزناً للقيمة دون منازع، والواقع قد أفرز منطقة الدولار، ففي عام ٢٠١٤ ضمت منطقة الدولار أمريكا والبلدان التي تتحرك عملاتها مع الدولار، شمل ذلك ٦٠٪ من سكان العالم و ٦٠٪ من ناتجهم المحلي الإجمالي أيضاً.

وارتفع في السنوات الأخيرة حجم التمويل بالدولار خارج حدود أمريكا، وازداد الطلب على الدولار بنمو الأسواق الناشئة الأكثر ثراء والأكثر حاجة للتمويل. وأدى انخفاض أسعار الفائدة في أمريكا (منذ الأزمة المالية) بصناديق التقاعد لأن تبحث عن ملاذات ذات عوائد لائقة في أماكن أخرى.

وهرع الناس لشراء السندات المقومة بالدولار والمصدرة في أماكن غير متوقعة، كموزامبيق وزامبيا، وكذلك تلك الصادرة عن شركات الأسواق الناشئة. وكانت الشركات المصدرة سعيدة لاقتراض الدولار بأسعار أقل مما هو سائد في بلادها. بلغ حجم هذا النوع من الديون ما يقرب من ١٠ تريليون دولار قبل العام الماضي، ثلثها في الأسواق الناشئة وفقا لمصرف التسويات الدولية ومنتهى محافظي المصارف المركزية.

عندما يرتفع الدولار، فلا تكلفة لخدمة تلك الديون، لكن الألم الناجم عن الدولار القوي سيextend إلى ما وراء التأثير المباشر على المقترضين. فالاقتراض الخارجي رخيص وسيسبب زيادة عرض الائتمان المحلي.

كما أن تدفقات رأس المال سترفع أسعار الأصول المحلية، وسيشجع ذلك على مزيد من الاقتراض لارتفاع قيمة الضمانات.

ويؤخذ بعين الاعتبار أنه ليس كل دولار مقترض من شركات الأسواق الناشئة سيستخدم في الاستثمار، حيث ينتهي المطاف ببعض المال في الإيداع في حسابات مصرفية ليكون متاحا للإقراض مرة أخرى، وتمويل شركات أخرى به.

إن الدولار القوي يحرك هذه الدورة باتجاه معاكس، فمع ارتفاع الدولار، يسعى المقترضون لخدمة تكاليف ديونهم المرتفعة عند هروب رأس المال، وحال هبوط أسعار الأصول.

وتكون النتيجة مزيد من الشروط الائتمانية في كثير من الأماكن خارج أمريكا لضبط الثروات بالدولار. وليس من قبيل المصادفة أن بعض أكبر الخاسرين مقابل الدولار كانت عملات البرازيل، وشيلي، وتركيا، مع الكثير من الديون بالدولار.

## مخاطر ارتفاع الدولار

تكمن مخاطر ارتفاع الدولار على أمريكا باتساع العجز التجاري بسبب ضغط العملة القوية على الصادرات وزيادة الواردات.

وقد زاد العجز في عهد ريغان بسبب زيادة إجراءات الحماية.

وسيعود هذه المرة مع عجز كبير لما صرح به السيد ترامب، لأن ذلك يدل على تلاعب في قواعد التجارة الدولية لصالح البلدان الأخرى. وسيزداد العجز بسبب تهديداته فرض ضرائب جمركية مرتفعة على الواردات من الصين والمكسيك في محاولة لإحداث توازن في التجارة. وإذا استسلم السيد ترامب لغرائزه الحمائية، فالعواقب ستكون كارثية للجميع.

وبطبيعة الحال يعتمد على أين سيذهب الدولار. فالعديد من المستثمرين أبدى تفاعلاً. وبدأ الدولار يبدي حميمية ضد نظرائه. ولدى مصرف الاحتياطي الفيدرالي نية بالتراجع عن رفع أسعار الفائدة إن كان هناك مشكلة في الأسواق الناشئة.

تتحرك العملات في كثير من الأحيان بعيداً عن القيم الأساسية لفترات طويلة. كما أنها ليست واضحة فالمستثمرون يفرون من العملة الأمريكية. ويعاني اليورو واليوان من مشاكل عميقة الجذور من تلقاء نفسها وكذلك أمام سيطرة الدولار.

وسيجد الاحتياطي الفيدرالي الذي سيجتمع لتحديد سعر الفائدة صعوبة في تجنب التشديد الاقتصادي الذي سيسخن الأوضاع.

إذا بقي الدولار قويا، فهل ضغط الحمائية سيلغى من خلال عمل دولي منسق؟ كما أن الحديث عن اتفاق جديد منافس لاتفاق بلازا (اتفاق عام ١٩٨٥ بين الولايات المتحدة واليابان وبريطانيا وفرنسا وألمانيا الغربية لدفع الدولار للانخفاض مرة أخرى) يبدو في غير محله.

إن اليابان وأوروبا تحاربان لخفض معدلات التضخم فيها، حيث لا يحرص أحد على المحافظة على عملات قوية، ناهيك عن انتهاج تشديد في سياساتها النقدية حيث الحاجة لتأمينها.

لقد ارتفعت أسواق الأسهم في أمريكا لتوقع حدوث نمو قوي بوصفه فرصة، وهذا غريب، فالاقتصاد العالمي ضعيف وسيزيد هوانه ضعف قوة الدولار.

## المبحث السادس

### معاناة مصارف اليابان مع معدلات الفائدة المنخفضة<sup>1</sup>

# The Economist

يمكن لكبار المقرضين خفض معدلات الفائدة السلبية بشكل كبير، أما صغارهم فليس ذلك سهلاً عليهم

تعاني المصارف اليابانية أكثر مما تعانيه المصارف في جميع أنحاء العالم، فقد قدم المصرف المركزي الياباني معدلات فائدة سلبية في كانون الثاني بعد المصرف المركزي الأوروبي بحوالي عشرين شهراً، حيث انخفضت معدلات الفائدة لتصل معدلاتها إلى الصفر عام ١٩٩٩.

وخلال معركة طويلة ضد الانكماش، كانت سياسة التيسير الكمي؛ كسواء كميات كبيرة من السندات الحكومية بغية خفض معدلات الفائدة ذات الأجل الطويل، هي السياسة الرائدة، مما خفض هوامش إقراض المصارف. لذلك سعى مصرف اليابان – منذ أيلول الماضي – للمحافظة على عائد سندات صفري لمدة عشر سنوات، مع معدل فائدة (ناقص واحد بالألف) على الودائع. مع العلم أن كل ١٠٪ من النقطة تحت الصفر تهدر ٥٪ من أرباح أكبر ثلاثة مصارف عملاقة

<sup>1</sup> The Economist, Japanese banks grapple with ultra-low interest rates, Dec 24th 2016, [Link](#)



( حسب رأي السمسار براين وترهاوس CLSA ). لذلك أصبحت عائدات إقراض الشركات اليابانية ضعيفة بسبب انخفاض معدلات الفائدة وتراجع الاقتصاد .  
 روجت المصارف العملاقة الثلاث شرائح من الإقراض المحلي للعملاء حوالي ( ٥ بالألف ) في ٦ أشهر إلى ديسمبر . لكن المال الرخيص لم يحفز على إيجاد الائتمان ، فبقيت الشركات اليابانية بحالة ادخار منذ أواخر ١٩٩٠ ( حسب رأي رويوجي يوشيزاوا ) .

وتشكل حسابات الإقراض المحلي ١٦٪ من أرباح المصارف العملاقة أي ما يقابل ٦٠٪ من أرباح مصرف إقليمي واحد ( حسب كاتسونوري تاناكا من جولدمان ساكس ) . وعليه فقد تحولت بعض المصارف الإقليمية إلى إقراض الزبائن ، وهو المجال الذي هيمن عليه مختصون في ظروف غامضة ، وقد وصلت معدلات الفائدة وحجم القروض إلى ذروتها .

### كبار المقرضين يبحثون عن دخل من غير الفائدة

يقول كوجي فوجيوارا ( الرئيس التنفيذي للاستراتيجية ) : تتقلص الكميات من السوق اليابانية ، لكن نوعيتها تتغير بشكل إيجابي ؛ فالإنفاق على رعاية الكبار في السن ، يساعد في تحويل الودائع ( أي ما يزيد على نصف الأصول المالية للأسر ) إلى أموال استثمارية ذات عوائد مرتفعة . وتحاول الحكومة عبر منح الإعفاء الضريبي إعطاء دفعة لشراء حصص من نظام الرعاية .

وعلى كل حال ، إذا ساعد انخفاض الين على إبقاء التضخم فوق الصفر ؛ فستكون معدلات الفائدة سلبية ، وستنشط الحوافز .

لقد قامت المصارف العملاقة منذ ٢٠١٢ بحملة قوية في الخارج؛ حيث ارتفعت أسهم القروض الأجنبية من ١٩٪ إلى ٣٣٪ حسب موديز، ما جلب عوائد أعلى، وزاد من المخاطر؛ بسبب إقراض منتجي النفط الأميركي الذين يملكون ودائع بعملات أجنبية، كمصرف الاتحاد (في أميركا) الذي يملك حوالي ٨٠ مليار دولار في خزائنه، إلا أن تمويلهم المتوازن لا يكافئ إقراضهم. وقد ضاقت الفجوة وتباطأت وتيرة الإقراض الأجنبي، وتضخمت الودائع المصرفية، وارتفعت تكلفة تسديد الاقتراض قصير الأجل، ما عكس ضيق السوق الأميركية وانتهيار تكافؤ الفائدة المغطى.

### تكاؤ سعر الفائدة Interest Rate Parity

تكاؤ سعر الفائدة هو شرط يمثل حالة توازن، يعتمد المستثمرون بموجبه على أسعار الفائدة على الودائع المصرفية المتاحة في البلدين. وهذا الشرط لا يتوفر باستمرار بسبب البحث عن فرص محتملة لكسب الأرباح دون مجازفة من خلال الموازنة المغطاة للفائدة. هناك افتراضان لهذا التكاؤ:

- سعر الفائدة المركزي والمساواة؛ باعتبارها حركة رؤوس أموال واستبدال أصول المحلية وأجنبية. ونظرا لتوازن السوق في الصرف الأجنبي، واختلاف أسعار الفائدة في حالة التكاؤ؛ فإن العائد المتوقع على الأصول المحلية يساوي معدل العائد المتوقع على الأصول في تبادل العملات الأجنبية. لذلك لا يمكن كسب الأرباح بالاقتراض من بلاد فيها انخفاض لسعر الفائدة، أو تبادل للعملة الأجنبية.

- إذا كان الاستثمار في بلد أجنبي مع معدل فائدة أعلى متاحاً، بسبب المكاسب أو الخسائر الناجمة عن عملتهم المحلية عند الاستحقاق.

يتميز تكافؤ سعر الفائدة بشكلين:

- تعادل الفائدة المكشوف من التكاؤ.

- التعرض لمخاطر الصرف الأجنبي (تغيرات غير متوقعة في أسعار الصرف)، في حين أنه يشير إلى تغطية تعادل سعر الفائدة في حالة العقد الآجل لتغطية

مخاطر أسعار الصرف.

ويوضح كل شكل من أشكال شرط التكافؤ؛ العلاقة الفريدة مع آثار التنبؤ بأسعار الصرف في المستقبل؛ أي سعر الصرف الآجل والفوري. فسعر الصرف الآجل هو المؤشر الموضوعي حول سعر الصرف السائد في المستقبل.

### الفارق بين السعر الفوري وأسعار الصرف الآجلة

إن الفارق بين السعر الفوري وأسعار الصرف الآجلة ينبغي أن يعكس الفارق بين سعر الفائدة والعملات، وأضاف ( شينوبو ناكاجاوا مسؤول المصرف المركزي ) أنه إذا حدثت صدمات في الأسواق المالية، فلربما يواجهون صعوبة في التمويل . يقول ( ايساو كوبوتا ) : إن سياسة المصرف المركزي على يقين بأنها ستكون أقل ربحا . لكنه يجزم بأن العلاقات الوثيقة مع عملاء الشركات لا تزال ميزة كبيرة، ويضيف : إن الحياة أصعب بالنسبة للمصارف التعاونية الصغيرة وشركات التأمين وصناديق التقاعد التي لديها الكثير من الخصوم طويلة الأجل .

## الفصل الرابع

### التوجه نحو توسيع الائتمان المباشر للأفراد

يتناول هذا الفصل ثلاثة مباحث؛

يتعلق الأول بأهمية الدين القومي، وهو دين الحكومة، حيث يمكنها من حيث المبدأ، إعادة تمويل (أو تجديد) ديونها إلى أجل غير مسمى؛ باستبدال الديون المستحقة السداد بديون صادرة حديثاً. وتجديد الدين بهذه الطريقة يعني أنه لا داعي أبداً لسداده.

ويتعلق الثاني بالأموال المجانية، حيث يجب على الحكومات الحذر من إغراء الأموال المجانية؛ حيث أن اختفاء قيود الميزانية يمثل خطراً وفرصة في آن معاً.

ويتعلق الثالث بتسليط الضوء على ما وراء مشروع الاحتياطي الفيدرالي بإرسال أموال مجانية إلى الناس، فالاحتياطي الفيدرالي سعى لتقديم مدفوعات مباشرة للأسر خلال أزمة اقتصادية حتى للذين ليس لديهم حسابات مصرفية، وهذا تسهيل كمي موجه هذه المرة للأفراد والأسر مباشرة. وبذلك يتجنب الاحتياطي الفيدرالي أسعار الفائدة السلبية ويعمل على بدائل، لتعزيز الطلب الفعلي للمستهلكين.

## المبحث الأول أهمية الدين القومي<sup>1</sup>



DAVID ANDOLFATTO, VICE PRESIDENT AND ECONOMIST, FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS, [LINK](#)

بلغ إجمالي الدين الفيدرالي الأمريكي المملوك للجمهور في الربع الثاني من عام ٢٠٠٨ حوالي ٥.٣ تريليون دولار، أو ٣٥٪ من الناتج المحلي الإجمالي، وارتفع إلى ٢٠.٥ تريليون دولار – أو ١٠٥٪ من الناتج المحلي الإجمالي – بحلول الربع الثاني من عام ٢٠٢٠. وبعبارة أخرى، زاد الدين الوطني بنسبة ٤٠٠٪ في ١٢ عاماً، بينما زاد الدخل القومي خلال نفس الفترة بمقدار ٣٠٪ فقط.

نظراً لأن مكتب الميزانية في الكونغرس يتوقع استمرار عجز الموازنة الفيدرالية بنسبة ٤٪ إلى ٥٪ من الناتج المحلي الإجمالي في المستقبل المنظور، فإن عدداً متزايداً من

<sup>1</sup> David Andolfatto, Does the National Debt Matter?, St. Louis Fed, December 4, 2020, [Link](#)

المحللين وصناع القرار يثيرون إنذارات حول ما إذا كان هذا الوضع المالي سيكون مستداماً<sup>1</sup>.

معظم الناس لديهم وجهة نظر شخصية للغاية عن طبيعة الدين. نحن نعلم أن المستويات المرتفعة للإنفاق على الديون والعجز على مستوى الأسرة ليست مستدامة. في مرحلة ما، بل يجب سداد ديون الأسرة. فإن كانت غير قادرة على القيام بذلك، فسيتعين إعادة التفاوض بشأن ديونها. ومن الطبيعي أن نعتقد الشيء نفسه ينطبق على الحكومات. لكن تشبيه الحكومة بالأسرة غير كامل.

### إصدار الديون

في حين أن عمر الأسرة محدود، فإن الحكومة لديها أفق تخطيط غير محدد. لذلك، في حين يجب على الأسرة أن تسحب ديونها في نهاية المطاف، يمكن للحكومة، من حيث المبدأ، إعادة تمويل (أو تجديد) ديونها إلى أجل غير مسمى. نعم، يجب سداد الدين عندما يحين موعد استحقاقه. ولكن يمكن استبدال الديون المستحقة بسداد ديون صادرة حديثاً. إن تجديد الدين بهذه الطريقة يعني أنه لا داعي أبداً "لسداده". في الواقع، قد تنمو بمرور الوقت بما يتماشى مع حجم عمليات الاقتصاد المقاسة بالسكان أو الناتج المحلي الإجمالي.

على عكس الدين الشخصي، يتكون الدين الوطني بشكل أساسي من الأوراق المالية القابلة للتداول التي تصدرها وزارة الخزانة الأمريكية كسندات. من المهم أن نلاحظ أن وزارة الخزانة أصدرت بعض أوراقها المالية في شكل سندات فئة صغيرة،

<sup>1</sup> للاطلاع على مناقشة القضايا المتعلقة بمفهوم الاستدامة المالية، (2016) Fullwiler، رابط.

تسمى أوراق الولايات المتحدة، من ١٨٦٢-١٩٧١ والتي لا يمكن تمييزها إلى حد كبير عن العملة الصادرة عن الاحتياطي الفيدرالي اليوم. صورة مذكرة الخزنة National Numismatic Collection في مؤسسة سميثسونيان .



صورة فاتورة بقيمة خمسة دولارات من جيتي / كلوديا ناس اليوم، توجد سندات الخزنة الأمريكية بشكل أساسي كمدخلات دفتر أستاذ إلكتروني<sup>1</sup>. تُستخدم هذه الأوراق المالية على نطاق واسع في الأسواق المالية كشكل من أشكال نقود البيع بالجملة. قد يفضل قسم إدارة النقد في شركة كبيرة، على سبيل المثال، الاحتفاظ بأوراق الخزنة بدلاً من الودائع المصرفية لأن الأخيرة مؤمنة بحد أقصى ٢٥٠,٠٠٠ دولار.

<sup>1</sup> يُسمح لكل شخص في الولايات المتحدة بفتح حساب عبر الإنترنت لدى وزارة الخزنة الأمريكية على [www.treasurydirect.gov](http://www.treasurydirect.gov).

إذا كانت هناك حاجة إلى النقد للوفاء بالتزام، فيمكن إما بيع الورقة المالية أو استخدامها كضمان في قرض قصير الأجل يسمى "اتفاقية البيع وإعادة الشراء" أو إعادة الشراء باختصار. نظراً لأن المستثمرين يقدرّون سيولة سندات الخزينة، فإنهم يتداولون بعلاوة مقارنة بالأوراق المالية الأخرى. لذلك، يرغب المستثمرون في حمل سندات الخزينة بعوائد منخفضة نسبياً، بنفس الطريقة التي نرغب في تحمل الودائع المصرفية المؤمنة بأسعار فائدة منخفضة للغاية، أو بنفس الطريقة التي نرغب في حمل الأوراق المالية التي لا تحمل أي فائدة مثل تلك المعروضة أعلاه.

في نهاية المطاف، تسيطر الحكومة الفيدرالية على توريد العطاء القانوني للدولة. تعتبر كلتا المذكورتين المذكورتين أعلاه بمثابة مناقصة قانونية منذ سحب الذهب عام ١٩٣٣. والآن، ضع في اعتبارك حقيقة أن الدين القومي يتكون من سندات خزانة أمريكية مستحقة الدفع في عطاء قانوني. أي تخيل أن الدين القومي يتكون من إصدارات تحمل فائدة من مذكرة الولايات المتحدة الموضحة أعلاه.

عندما يحين موعد الفائدة، يمكن دفعها بالمناقصة القانونية – أي بطباعة ملاحظات إضافية من الولايات المتحدة أو مصرف الاحتياطي الفيدرالي. ويترتب على ذلك أن التقصير الفني لا يمكن أن يحدث إلا إذا سمحت الحكومة بذلك. الوضع هنا مشابه للمؤسسة التي تمول نفسها بديون قابلة للتحويل إلى حقوق ملكية وفقاً لتقدير المصدر. التخلف عن السداد غير الطوعي هو في الأساس مستحيل<sup>1</sup>. هذا الجانب من سندات الخزانة الأمريكية يجعلها مرغوبة للغاية بالنسبة للمستثمرين

<sup>1</sup> يركز هذا البيان على افتراض أن الاحتياطي الفيدرالي يجب أن يدعم الخزنة في نهاية المطاف في عملياتها.



الباحثين عن الأمان – وهي خاصية تعمل مرة أخرى على خفض عائداتهم مقارنة بالأوراق المالية الأخرى.

## الدين كعملة

بقدر ما يكون الدين الوطني محلياً، فإنه يشكل ثروة محلية للقطاع الخاص؛ فزيادة الدين القومي تجعل الأفراد يشعرون بالثراء.

عندما ينشأ "تأثير الثروة" هذا عن طريق تحويلات ضريبية ممولة بالعجز في حالة الكساد، يمكن أن يساعد في تحفيز الإنفاق الخاص، مما يجعل الجميع في وضع أفضل. عندما يكون الاقتصاد عند مستوى التوظيف الكامل أو بالقرب منه، فإن مثل هذه السياسة من المرجح أن تزيد من مستوى السعر، مما قد يؤدي إلى إعادة توزيع الثروة.

تشير هذه الاعتبارات مجتمعة إلى أننا قد نرغب في النظر إلى الدين القومي من منظور مختلف. وعلى وجه الخصوص، يبدو أنه من الأكثر دقة النظر إلى الدين الوطني على أنه شكل من أشكال الدين بقدر أقل كشكل من أشكال النقود المتداولة.

يقدر المستثمرون الأوراق المالية التي يتكون منها الدين الوطني بنفس الطريقة التي يقدر بها الأفراد المال – كوسيلة للتبادل ومخزن آمن للثروة. فكرة الاضطرار إلى سداد الأموال المتداولة بالفعل لا معنى لها في هذا السياق. بالطبع، عدم القلق بشأن سداد الدين الوطني لا يعني أنه لا يوجد ما يدعو للقلق. ولكن إذا كان الدين القومي شكلاً من أشكال المال، فأين القلق؟

## خدمة الدين

على عكس سندات الخزانة الأمريكية الصادرة في الماضي، تحمل سندات الخزانة فائدة (أو تبيع بسعر مخفض، في حالة سندات الخزانة). لذلك حتى لو لم يكن من الضروري سداد الدين الوطني، فلا يزال هناك حاجة إلى الخدمة. تسمى مصروفات الفائدة المرتبطة بتحمل الديون تكلفة الترحيل.

يبدو أن استراتيجيات إدارة الدين المستخدمة في إدارات الخزانة الحكومية متأثرة بشدة بممارسات الشركات. لكن يتعين على الشركات أن تقلق بشأن مخاطر التمديد، بينما يمكن للحكومات (إذا اختارت) أن تجعل مصارفها المركزية تدعم عمليات إعادة التمويل. كذلك، تعمل الشركات لصالح مجموعة أصغر من المكونات من الحكومة الفيدرالية. بالنظر إلى هذه الاعتبارات، ليس من الواضح على الفور ما إذا كانت مبادئ إدارة ديون الشركات تنطبق على وزارة الخزانة.

إذا كان على المرء أن يعتمد على قطاع الشركات للقياس، فقد يكون أحد الأمثلة هو أحد المصارف. يوجد مبلغ كبير من الديون الصادرة عن المصارف في شكل التزامات ودائع مؤمنة. نظراً لأن الودائع المؤمن عليها آمنة ولأنها تشكل أموالاً، فإن المستثمرين على استعداد لتحمل الودائع بعوائد منخفضة. نتيجة لذلك، تعتبر الودائع مصدر تمويل رخيص جداً للمصارف.

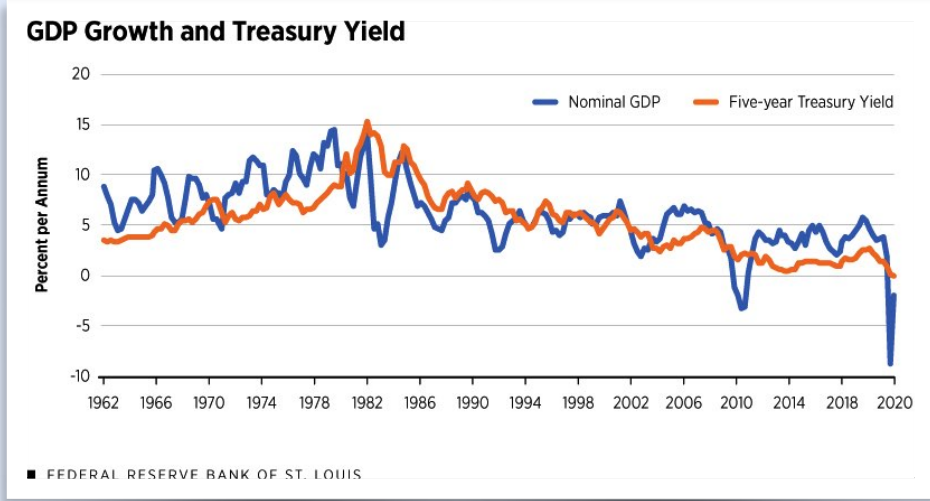
يتم استخدام مصدر الأموال منخفض التكلفة هذا لحمل أصول ذات عائد أعلى، مثل الرهون العقارية وقروض الأعمال. قد يقول المرء أن صافي تكلفة تحمل الديون، في هذه الحالة، سلبية. إلى الحد الذي تستثمر فيه الحكومة الفيدرالية في

البرامج المصممة لتعزيز الإنتاجية (على سبيل المثال، الرعاية الصحية والبنية التحتية)، قد ينطبق الشيء نفسه على الدين الوطني، الذي يحمله المستثمرون عن طيب خاطر بعوائد منخفضة نسبياً.

ولكن حتى لو لم تولد النفقات الحكومية معدلات عائد نقدي عالية، فقد تظل الحكومة الفيدرالية في وضع يمكنها من تحمل ديونها بمعدل سلبي فعلي. قد يكون هذا صحيحاً، على سبيل المثال، إذا كان معدل الفائدة على الدين القومي في المتوسط أقل من معدل نمو الاقتصاد، أو إذا تم التعبير عن الشرط بمصطلحات فنية أكثر، إذا كان معدل الفائدة على الدين القومي أقل من معدل نمو الاقتصاد.

ويترتب على ذلك، كمسألة حسابية بسيطة، أنه إذا كان الأمر كذلك، فإن الحكومة تكون في وضع يمكنها من إدارة عجز أولي في الميزانية إلى أجل غير مسمى – أي أن تكلفة الترحيل الفعلية للدين سلبية، حتى لو كان سعر الفائدة على الدين هو إيجابي<sup>1</sup>. يوضح الشكل ١ معدل النمو السنوي في إجمالي الناتج المحلي الاسمي مقابل معدل الاستحقاق الثابت للخزانة لمدة خمس سنوات.

<sup>1</sup> لا يشمل عجز الموازنة الأولية مصروفات الفائدة على الدين.

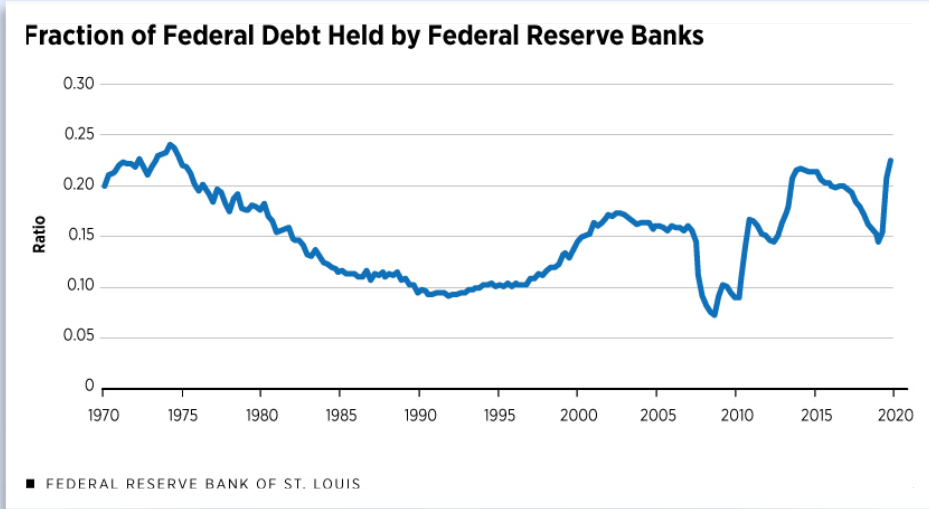


المصادر : مكتب الولايات المتحدة للتحليل الاقتصادي، مجلس محافظي نظام الاحتياطي الفيدرالي و FRED (البيانات الاقتصادية للاحتياطي الفيدرالي).

## تسييل الديون

يتأثر متوسط مصروفات الفائدة للديون الفيدرالية بتكوين الدين بين العملة والاحتياطيات والأذون والأوراق النقدية والسندات. يتم تحديد تكوين الدين جزئياً من خلال السياسة النقدية. على وجه الخصوص، عندما يشتري الاحتياطي الفيدرالي سندات الخزنة، فإنه في الواقع يقوم بمبادلة الاحتياطيات ذات العائد المنخفض بأوراق الخزنة ذات العوائد الأعلى (تسمى أحياناً "تحويل الدين إلى نقود"). يتم تحديد تكوين التزامات الاحتياطي الفيدرالي بين الاحتياطيات والعملية المتداولة من خلال الطلب على العملة، والذي يمكن اعتباره ضماناً حكومياً بدون فائدة.

تتجلى الزيادة الأخيرة في حيازات الاحتياطي الفيدرالي من سندات الخزنة في المقام الأول في شكل احتياطات تحمل فائدة. ما يعنيه ذلك هو أن المصارف الخاصة تمتلك الآن كميات كبيرة من الاحتياطات التي تحمل فوائد والتي لا تختلف كثيراً، للتقريب الأول، عن سندات الخزنة التي تحمل فائدة. لذا، فإن "تسييل" الدين الآن ليس هو نفسه كما كان في الماضي (انظر الشكل أدناه)، عندما كانت التزامات الاحتياطي الفيدرالي تتخذ شكل الأوراق المالية بدون فائدة (العملة).



المصادر: وزارة الخزانة الأمريكية و FRED (البيانات الاقتصادية للاحتياطي الفيدرالي)

يعتمد حجم العجز الأساسي الذي يمكن للحكومة أن تتحمله بالضبط (على سبيل المثال، بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي) على نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي. لا تحدد الحكومة نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي؛ يتم تحديده من

خلال طلب السوق على الديون، والذي يعتمد بدوره على هيكل أسعار الفائدة إما التي يحددها أو يتأثر بها الاحتياطي الفيدرالي .

من الواضح أن الزيادة في الديون تزيد من بسط نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي . لكن كيفية استجابة نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي تعتمد على المقام أيضاً . من الممكن، على سبيل المثال، أن تؤدي الزيادة في الديون إلى ارتفاع مستوى السعر بمقدار أكبر، مما يؤدي، بالنسبة لمستوى معين من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، إلى ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي الاسمي ونسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى الانخفاض .

من المفترض أن يكون هناك حد لمدى رغبة السوق أو قدرته على امتصاصه في طريق سندات الخزينة، لمستوى سعر معين ( أو معدل التضخم ) وهيكل معين لأسعار الفائدة . ومع ذلك، لا أحد يعرف حقاً إلى أي مدى يمكن أن ترتفع نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي . لا يمكننا أن نعرف إلا عندما نصل إلى هناك .

## التضخم

ترتبط القوة الشرائية للثروة الاسمية عكسياً بمستوى السعر . أي أن مستوى السعر الأعلى يعني أن المال يشتري سلعاً وخدمات أقل . يشير التضخم إلى معدل التغيير في مستوى السعر بمرور الوقت .

من المفيد أن تضع في اعتبارك الفرق بين التغيير في مستوى السعر ( تغيير مؤقت في معدل التضخم ) والتغيير في التضخم ( التغيير المستمر في معدل التضخم ) . من

المسلم به أنه من الصعب فصل هذين المفهومين في الوقت الفعلي، لكن يظل التمييز مهماً.

من المفترض أن تكون كمية "الأوراق" الحكومية الاسمية التي يرغب السوق في استيعابها لهيكل معين من الأسعار وأسعار الفائدة محدودة. من المرجح أن تظهر الزيادة التي تحدث مرة واحدة في عرض الديون التي لم يتم الوفاء بها من خلال زيادة مقابلة في الطلب على أنها تغير في مستوى السعر أو معدل الفائدة أو كليهما. من المرجح أن يظهر الإصدار المستمر للدين الذي لا يتم تلبيته من خلال النمو المقابل في الطلب على الديون نفسه على أنه معدل تضخم أعلى. تعتمد كيفية تأثير سعر الفائدة على سندات الخزنة الأمريكية بشكل أساسي على سياسة الاحتياطي الفيدرالي.

وطالما ظل التضخم دون المستوى المقبول، فليس هناك سبب يدعو للقلق بشأن تزايد الدين الوطني. مثل الشركة التي تمول نفسها بدين قابل للتحويل، فإن احتمالية التخلف عن السداد غير الطوعي لا تشكل مصدر قلق على الإطلاق.

بالطبع، في الواقع، من المرجح أن تواجه الشركة التي تمارس خيار التحويل الخاص بها تبيع الأسهم. وبالمثل، فإن الحكومة التي تمارس سلطتها في تحويل الديون إلى نقود من المرجح أن تشهد قفزة في مستوى الأسعار.

ولكن في كلتا الحالتين، من المرجح أن يكون التخفيف الناتج متعلقاً بالأحداث الأساسية التي تؤدي إلى تشغيل الخيار، وليس التحويل نفسه. سيتعين على الشركة أو الحكومة التي تجد نفسها فجأة تحت ضغط مالي (على سبيل المثال،

بسبب منافس ناشئ أو حرب) أن تتعامل مع هذا الضغط بطريقة أو بأخرى، سواء من خلال تدابير خفض التكاليف أو التخلف عن السداد أو التخفيف.

## هدف التضخم

كان لدى مصرف الاحتياطي الفيدرالي هدف تضخم رسمي بنسبة ٢٪ منذ عام ٢٠١٢. في المراجعة الأخيرة لإطار سياستهم النقدية، أعرب مسؤولو الاحتياطي الفيدرالي عن استعدادهم للسماح للتضخم بتجاوز هدفه إذا كان يعني استيعاب سوق عمل متحسن.

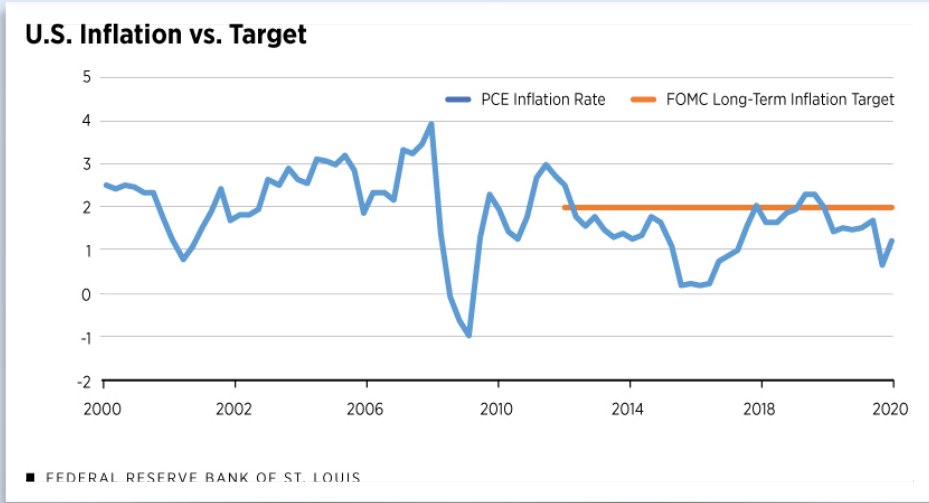
ومع ذلك، هناك سؤال حول ماذا سيحدث إذا ارتفع التضخم إلى مستوى مقبول وظل فوقه. في مرحلة ما، قد يضطر الاحتياطي الفيدرالي إلى تقليص مشترياته من سندات الخزنة الأمريكية، مما يؤدي إلى زيادة الضغط على عائدات السندات لجميع آجال الاستحقاق.

من شأن أسعار الفائدة المرتفعة أن تقلل ثروة القطاع الخاص وتزيد من تكلفة الاقتراض، وكلاهما من شأنه أن يقلل من إنفاق القطاع الخاص، ويبطئ النمو الاقتصادي. كما أنه يعمل على زيادة تكلفة المناقلة الحكومية. وهذا بدوره يمكن أن يؤدي إلى مجموعة من تدابير التقشف الحكومية، والتي يمكن أن تدفع الاقتصاد إلى ركود عميق.

بالطبع، كل هذا يمكن تفاديه إذا تباطأت وتيرة إصدار الدين مسبقاً. ولكن، كما ذكرنا سابقاً، لا توجد طريقة لمعرفة حجم الدين الوطني مسبقاً قبل أن يصبح التضخم مصدر قلق.



منذ الأزمة المالية في ٢٠٠٨-٢٠٠٩، بلغ معدل التضخم في نفقات الاستهلاك الشخصي PCE حوالي ١.٥٪. كل ما يمكننا قوله الآن هو احتواء الضغوط التضخمية. ومع ذلك، سيكون من الحكمة أن يكون لدى الحكومة خطة للتعامل مع هذه الحالة الطارئة في حالة ظهورها. قد تسمح الخطة بأن يظل التضخم مرتفعاً لفترة من الوقت حيث تتم إعادة معايرة تشريعات الضرائب والإنفاق<sup>1</sup>.



المصادر: مكتب الولايات المتحدة للتحليل الاقتصادي، واللجنة الفيدرالية للسوق المفتوحة و FRED (البيانات الاقتصادية للاحتياطي الفيدرالي).

## ضغوط كوفيد ١٩

يختلف الركود الناجم عن جائحة كوفيد ١٩ في بعض النواحي عن الركود الناجم عن الانكماشات النقدية والمالية أو انهيار أسعار الأصول. في هذه الحالات الأخيرة،

<sup>1</sup> من المهم التأكيد على أن "التكشف" لا يلزم (ولا ينبغي) أن يفرض على الأكثر ضعفاً في المجتمع. لا يلزم خفض الإنفاق العام للبرنامج؛ أي أن النمو في الإنفاق يمكن أن يتباطأ، مع نقص التمويل المخصص لقطاعات الاقتصاد الأكثر قدرة على امتصاص الصدمة.

يميل إنفاق القطاع الخاص إلى الانخفاض أكثر بكثير مما يمكن تبريره بأي تغيير في الأساسيات الأساسية. في المقابل، تسببت صدمة كوفيد-١٩ في حدوث انكماش في بعض قطاعات الاقتصاد التي خدمت غرضاً اجتماعياً واضحاً؛ وهي منع انتشار الفيروس.

من الطبيعي أن تؤدي الصدمة الأساسية في أحد القطاعات إلى تغييرات في مستوى النشاط الاقتصادي في القطاعات الأخرى. في حين أن بعض القطاعات قد تتوسع، فمن المرجح أن ينخفض إجمالي الناتج الصافي. وبقدر ما تشكل إعادة ترتيب النشاط هذه استجابة مرغوبة لصدمة الوباء، فإن الحوافز المالية المصممة لتعزيز الطلب الكلي الإجمالي ليست في نصابها الصحيح.

من ناحية أخرى، تؤدي صدمة من هذا النوع أيضاً إلى تعطيل شروط الائتمان وتشديدها بشكل عام. من الطبيعي أن تدفع النظرة الاقتصادية غير المؤكدة الأفراد والشركات إلى تقليص إنفاقهم لبناء مدخرات احترازية. إلى الحد الذي يكون فيه هذا الخوف محققاً لذاته، قد يكون من المناسب إجراء بعض الحوافز المالية.

ولكن حتى في غياب الحاجة إلى التحفيز المالي، يبدو من الواضح بما فيه الكفاية أن التأمين الاجتماعي ضروري. إن البرنامج المصمم للحفاظ على دخل الأفراد والشركات المتضررة بشكل غير متناسب من الوباء هو شيء كان من المرجح أن يرغب فيه معظم الناس لأنفسهم إذا كانوا مصابين بهذا المرض. إلى الحد الذي ينخفض فيه إجمالي الإنتاج ويتم تمويل دعم الدخل من خلال زيادة الدين القومي مرة واحدة، فمن المرجح أن تكون النتيجة زيادة مرة واحدة في مستوى السعر.

بعبارة أخرى، يجب على الأمريكيين أن يعدوا أنفسهم لانفجار مؤقت من التضخم. لكي نكون واضحين، فإن ارتفاع مستوى السعر ليس حتمياً، لأن الكثير يعتمد على كيفية استجابة الطلب على سندات الخزانة الأمريكية في المستقبل. ولكن إذا ارتفع معدل التضخم فجأة، فهذه ليست إشارة لتشديد السياسة النقدية أو المالية، طالما أن الارتفاع مؤقت. يجب فهم مستوى السعر الأعلى الذي سيصاحب هذا الحدث على أنه الآلية التي يتم من خلالها إعادة توزيع القوة الشرائية على مدار الوباء<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> بينما يرتفع مستوى السعر للجميع، لا يزال أولئك الذين يتلقون تحويلات الأموال يتقدمون. يجب أن ترتفع تكلفة المعيشة الإجمالية لأن الإنتاج أقل. أولئك الذين لا يتلقون تحويلات يفقدون القوة الشرائية. والنتيجة هي نقل القوة الشرائية من المحظوظ إلى غير المحظوظ. بالمناسبة، يعمل مستوى السعر المرتفع على زيادة الناتج المحلي الإجمالي الاسمي - مما يؤدي إلى خفض نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي.

## المبحث الثاني الأموال المجانية<sup>1</sup>

# The Economist

يجب على الحكومات الحذر من إغراء الأموال المجانية؛ فاخترنا قيود الميزانية يمثل خطراً وفرصة

في بعض الأحيان يمكن القول إن الحكومات أهدرت الأمانة المالية العالمية في ٢٠٠٧-٢٠٠٩ وذلك بإعادة التفكير في السياسة الاقتصادية بعد أن هدا غبارها. ولكن لا أحد سيقول الشيء نفسه عن جائحة كوفيد-١٩. لقد أدى ذلك إلى تدافع يائس لسن سياسات كانت قبل بضعة أشهر فقط إما غير قابلة للتصور أو كانت هرطقة.

ما يحدث الآن هو تحول عميق في الاقتصاد نتيجة لذلك، من النوع الذي يحدث مرة واحدة فقط في كل جيل. فكما حدث في سبعينيات القرن الماضي عندما أفسحت النزعة الكينزية الضيقة الطريق أمام النقد الصارم لميلتون فريدمان، حصل في التسعينيات عندما حصلت المصارف المركزية على استقلاليتها، وها هو الوباء يمثل بداية حقبة جديدة. وسيكون شاغلها الأكبر هو استغلال الفرص واحتواء

<sup>1</sup> The Economist, Governments must beware the lure of free money, Jul 23rd 2020, [Link](#)

المخاطر الهائلة التي تنجم عن مستوى مفرط من تدخل الدولة في الاقتصاد والأسواق المالية.

### سمات الحقبة الجديدة

**الميزة الأولى: الحجم المذهل للاقتراض الحكومي، والاستعداد اللا محدود للمزيد منه.** ويتوقع صندوق النقد الدولي أن الدول الغنية سوف تقترض ١٧٪ من مجموع ناتجها المحلي الإجمالي لهذا العام (٢٠٢٠) لتمويل ٤.٢ تريليون دولار في الإنفاق وخفض الضرائب بغية النهوض بالاقتصاد؛ فقد أقر الكونجرس الأمريكي حزمة حزمة تحفيز مالي بقيمة ٢.٢ تريليون دولار، ووافق الاتحاد الأوروبي على حزمة مالية تمويل عن طريق الاقتراض المشترك بقيمة ٧٥٠ مليون يورو.

**الميزة الثانية: طنين المطابع في أمريكا وبريطانيا ومنطقة اليورو واليابان،** فقد أنشأت المصارف المركزية اليابانية احتياطات جديدة من الأموال تبلغ قيمتها حوالي ٣.٧ تريليون دولار في عام ٢٠٢٠. استخدم الكثير منها لشراء الديون الحكومية، مما يعني أن المصارف المركزية تمول التحفيز ضمناً. والنتيجة أن أسعار الفائدة الطويلة الأجل ستظل منخفضة حتى في الوقت الذي يرتفع فيه إصدار الدين العام.

**الميزة الثالثة: تنامي دور الدولة كمخصص عام لرأس المال:** للتغلب على أزمة الائتمان، دخل الاحتياطي الفيدرالي الذي يعمل مع وزارة الخزانة، في الأسواق المالية، لشراء سندات **At&T, Apple, CocaCola**، وإقراض الجميع مباشرة من تجار السندات إلى المستشفيات غير الربحية. ويدعم مصرف الاحتياطي

الفيدرالي ووزارة الخزانة معاً ١١٪ من إجمالي ديون الشركات الأمريكية. وتحذو الحكومات والمصارف المركزية في جميع أنحاء العالم الغني حذو الفيدرالي الأمريكي .

**الميزة الرابعة: وهي الأهم: التضخم المنخفض.** ومعناه عدم وجود ضغط تصاعدي على الأسعار وبالتالي لا توجد حاجة فورية لإبطاء نمو الميزانيات العمومية للمصرف المركزي أو لرفع أسعار الفائدة قصيرة الأجل من الحد الأدنى (المقارب للصفر). وبالتالي، فإن التضخم المنخفض هو السبب الأساسي لعدم القلق بشأن الدين العام، والذي بفضل السياسة النقدية التيسيرية – وهو لا يكلف حالياً سوى القليل جداً – يبدو كأنه نقود مجانية.

لا تخدع نفسك أن دور الدولة سيعود بطريقة سحرية إلى طبيعته بمجرد أن يمر الوباء وتقل البطالة. نعم، يمكن للحكومات والمصارف المركزية خفض إنفاقها مع عمليات الإنقاذ. لكن العصر الجديد للاقتصاد يعكس ذروة الاتجاهات طويلة المدى؛ فحتى قبل الوباء، كان التضخم وأسعار الفائدة منخفضة على الرغم من ازدهار الوظائف. ولا يزال سوق السندات اليوم لا يظهر أي علامة على القلق بشأن التضخم طويل الأجل. إذا كان ذلك صحيحاً، فقد يصبح العجز وطباعة النقود الأدوات القياسية لصنع السياسات لعقود. وفي الوقت نفسه، يعكس الدور المتنامي للمصارف المركزية في الأسواق المالية ركود المصارف كوسطاء وبرز مصارف الظل وأسواق رأس المال المبتكرة والمتعطشة للمخاطر. في الأيام الخوالي، عندما كانت المصارف التجارية هي المسيطرة، كانت المصارف المركزية بمثابة

المقرض والملاذ الأخير لها. الآن يتعين على المصارف المركزية أن تتسخ أيديها بشكل متزايد في وول ستريت وفي أماكن أخرى من خلال التصرف كعملاق "صانع السوق الملاذ الأخير".

إن الدولة التي لها امتداد دائم أوسع وأعمق عبر الاقتصاد تخلق بعض الفرص. فهي تجعل المعدلات المنخفضة الأرخص على الحكومة للاقتراض لبناء بنية تحتية جديدة، كمختبرات الأبحاث وصولاً إلى شبكات الكهرباء، والتي ستعزز النمو وتعالج تهديدات مثل الأوبئة وتغير المناخ. ومع تقدم المجتمعات في السن، يصبح الإنفاق المتزايد على الصحة والمعاشات أمراً لا مفر منه – إذا كان العجز الناتج يساعد في توفير الحافز الضروري للاقتصاد، فهذا سبب إضافي لاحتضانهما.

ومع ذلك، فإن العصر الجديد ينطوي أيضاً على مخاطر جسيمة. إذا قفز التضخم بشكل غير متوقع، فسوف يهتز صرح الدين بأكمله، حيث يتعين على المصارف المركزية رفع معدلات سياستها ودفع مبالغ ضخمة من الفوائد على الاحتياطات الجديدة التي أنشأتها لشراء السندات. وحتى إذا ظل التضخم منخفضاً، فإن الآلية الجديدة معرضة للاستيلاء عليها من قبل جماعات الضغط والنقابات والمقربين.

كانت إحدى الأفكار الرئيسية للنظرية النقدية هي أن إدارة الاقتصاد الكلي المتزامنة الأطراف تؤدي إلى فرص لا حصر لها للسياسيين للتفضيل. فقد بدأوا بالفعل في تحديد الشركات التي تحصل على إعفاءات ضريبية وأي العمال يجب أن تدفع لهم الدولة رواتبهم لانتظار ظهور وظائفهم القديمة مرة أخرى. وسرعان ما ستدهور

بعض القروض الممنوحة للقطاع الخاص، مما يترك الحكومات تختار الشركات التي ستفشل.

عندما يكون المال مجانياً، لماذا لا تنقذ الشركات وتحمي الوظائف المتقادمة وتنقذ المستثمرين؟

ومع ذلك، على الرغم من أن ذلك من شأنه أن يوفر حافزاً قصيراً، إلا أنه وصفة للأسواق المشوهة والمخاطر الأخلاقية والنمو المنخفض. كان الخوف من قصر نظر السياسيين هو السبب الذي دفع العديد من الدول إلى تفويض السلطة إلى المصارف المركزية المستقلة، التي استخدمت أداة واحدة بسيطة – أسعار الفائدة – لإدارة الدورة الاقتصادية. ومع ذلك، فإن أسعار الفائدة اليوم، التي تقترب من الصفر، تبدو عاجزة، وأصبح الملوك الذين يديرون المصارف المركزية في العالم أشبه بالعاملين الذين يعملون كذراع الحكومة لإدارة الديون.

### أسواق مجانية ووجبات غداء مجانية

كل عصر اقتصادي جديد يواجه تحدياً جديداً. 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 دون استيلاء مُسيّس على الاقتصاد. وقد يتضمن ذلك تفويض قوة النيران المالية للتكنوقراط، أو إصلاح النظام المالي لتمكين المصارف المركزية من أخذ أسعار الفائدة بشكل سلبي للغاية، واستغلال التحول الثوري بين المستهلكين بعيداً عن الخدمات المصرفية القديمة إلى التكنولوجيا المالية



والمدفوعات الرقمية . وفشل الرهان معناه أنه سيأتي المال المجاني في النهاية بسعر مذهب .

## المبحث الثالث

### ما وراء مشروع الاحتياطي الفيدرالي بإرسال أموال مجانية إلى الناس<sup>1</sup>



دفع مبلغ إجمالي بالدولار الرقمي لجميع الأمريكيين خلال فترة الركود أو لزيادة التضخم، كبديل للتسهيل الكمي وأسعار الفائدة السلبية قد فشلت.

هناك الكثير من النقاش حول مشروع الاحتياطي الفيدرالي لتقديم مدفوعات مباشرة للأسر خلال أزمة اقتصادية. في مارس، تم اقتراح تشريع في مجلسي النواب والشيوخ للسماح لمجلس الاحتياطي الفيدرالي بالقيام بذلك. في بداية شهر أغسطس، قام مسؤولان سابقان في الاحتياطي الفيدرالي بتعويض بالون تجريبي لهذا النوع من العمليات مع بعض التفاصيل حول كيفية عمله وكيف سيتم احتسابه في الميزانية العمومية لمصرف الاحتياطي الفيدرالي.

ثم ألقى رئيسة مصرف الاحتياطي الفيدرالي في كليفلاند، لوريتا ميستر، خطاباً حول تحديث أنظمة الدفع القديمة والبطيئة والمرهقة لدينا في الولايات المتحدة منذ

<sup>1</sup> Wolf Richter, What's Behind the Fed's Project to Send Free Money to People Directly?, Oct 2, 2020, [link](#)

عقود. يعمل الاحتياطي الفيدرالي على هذا التحديث منذ فترة طويلة قبل الوباء. وقرب نهاية ذلك الخطاب، قالت إن مصرف الاحتياطي الفيدرالي كان يبحث في طرق يمكن من خلالها تقديم مدفوعات مباشرة وفورية لكل أمريكي، حتى أولئك الذين ليس لديهم حسابات مصرفية.

### بدل الفائدة السلبية

إن الأموال المجانية لجميع الأمريكيين. هذا يختلف تماماً عن شيكات التحفيز لأن الحكومة اضطرت إلى اقتراض الأموال التي أرسلتها إلى المستهلكين. سيقوم الاحتياطي الفيدرالي فقط بإنشاء الأموال وإرسالها إلى المستهلكين. وهذا أمر خطير للغاية الآن.

الأمر المثير للاهتمام بشكل خاص هو أنه من خلال تقديم هذا الاقتراح، يوافق الاحتياطي الفيدرالي بشكل أساسي على أن تريليونات الدولارات من مشتريات الأصول من قبل الاحتياطي الفيدرالي لم تنجح في تحويل الأموال إلى غالبية الأسر، حيث هم في أمس الحاجة إليها في فترة الركود، لأن الإنفاق الاستهلاكي ٧٠٪ من الاقتصاد.

كما لم تنجح عمليات شراء الأصول في خلق تضخم في أسعار المستهلك، على الرغم من أنها تسببت في تضخم أسعار الأصول، وحالة لا يستطيع فيها الاحتياطي الفيدرالي، حتى خلال الأوقات الجيدة، رفع أسعار الفائدة بما يكفي ولا يمكنه زيادة منحنى العائد بدرجة كافية لأنه لا يوجد ما يكفي التضخم للقيام

بذلك . وعندما يأتي الركود، لم يتبق الكثير مما يمكن للسياسة النقدية تحقيقه، فيما يتعلق بالاقتصاد الحقيقي، وطلب المستهلك، والتضخم .

تظهر هذه المقترحات أن الاحتياطي الفيدرالي يحاول تجنب أسعار الفائدة السلبية ويعمل على بدائل، مثل إرسال الأموال مباشرة إلى المستهلكين، مما سيعزز الطلب الفعلي للمستهلكين، وتضخم أسعار المستهلك .

سيسمح معدل التضخم الأعلى لمعدلات سياسة مصرف الاحتياطي الفيدرالي بالبقاء فوق الصفر، ولكن أقل بكثير من معدل التضخم . وبالتالي، أسعار فائدة حقيقية سلبية كبيرة، مع الحفاظ على معدلات سياسة إيجابية .

لذا فإن إرسال الأموال مباشرة إلى المستهلكين قد يصطف كبديل للتسهيل الكمي وأسعار الفائدة السلبية .

ما فعله مصرف الاحتياطي الفيدرالي في هذه الأزمة، وأثناء الأزمة المالية، ولسنوات بعد ذلك، هو شراء كميات كبيرة من الأصول، مثل سندات الخزينة، والأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري، والآن الأصول الأخرى، مثل سندات الشركات، بما في ذلك السندات غير المرغوب فيها، وصناديق السندات المتداولة، وصناديق الاستثمار المتداولة في السندات غير المرغوب فيها، لرفع أسعار هذه الأصول .

ثم تنتقل هذه الزيادات في الأسعار إلى الأصول ذات الصلة . على سبيل المثال، أدت مشتريات الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري إلى ارتفاع أسعار الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري، مما أدى إلى انخفاض عائداتها، مما أدى إلى

انخفاض معدلات الرهن العقاري إلى أدنى مستوياتها، وقد أدى هذا جزئياً إلى اندفاع هائل للأراضي نراه الآن، مع ارتفاع أسعار المساكن، على الرغم من أسوأ أزمة بطالة في العمر.

كان يُطلق على الغرض المعلن لرفع أسعار الأصول اسم "تأثير الثروة". حتى يلين، عندما كانت لا تزال في مجلس الاحتياطي الفيدرالي في سان فرانسيسكو، استخدمت هذا المصطلح. إنه مصمم لإنقاذ مالكي الأصول، وأكبر مالكي الأصول - أي أغنى الناس - يتم إنقاذهم أكثر، ويصبحون أكثر ثراءً. قد يربح الملياردير مليار دولار من صافي ثروته خلال جنون شراء الأصول هذا، في حين أن ٦٠٪ الأقل من الأسر تكسب القليل نسبياً أو لا تكسب شيئاً، لأن لديهم أصولاً قليلة نسبياً أو ليس لديهم أصول، وبالتالي تتوسع بشكل كبير بوسائل مصطنعة تماماً في عدم المساواة في الثروة المروعة بالفعل.

تعرض رئيس مجلس الاحتياطي الفيدرالي، جيروم باول، لانتقادات لكونه مسؤولاً جزئياً على الأقل عن زيادة عدم المساواة الفظيعة بالفعل في الثروة بمقدار ضخم. الشيء الأكثر تدميراً للاقتصاد والمجتمع وروح الاقتصاد الأمريكي هو سياسة الاحتياطي الفيدرالي لشراء الأصول. إنه أفضع شيء يمكن أن يفعله الاحتياطي الفيدرالي.

لذا فإن مصرف الاحتياطي الفيدرالي يكافح الآن مع بدائل لهذه السياسات - أي إرسال الأموال مباشرة إلى جميع الأمريكيين أثناء الأزمة حتى يتمكنوا من إنفاقها وزيادة الطلب، ورفع الاقتصاد والتضخم، حتى لو فقدوا وظائفهم.

ومهما كانت الفكرة سيئة، فهي أقل فظاعة بكثير من شراء الأصول وأقل فظاعة بكثير من أسعار الفائدة السلبية.

لذا في ٢٣ سبتمبر، ناقشت رئيسة مصرف الاحتياطي الفيدرالي في كليفلاند لوريتا ميستر، في خطاب ألقاه، آثار الوباء على نظام المدفوعات الأمريكي - والذي يتضمن مجموعة متنوعة من طرق الدفع، مثل الشيكات ونظام دفع ACH الذي يتم من خلاله إيداع كشوف المرتبات مباشرة في الحسابات المصرفية للموظفين، والتي تُستخدم للمدفوعات المباشرة بين الشركات وبين الحكومة والشركات والمستهلكين.

على سبيل المثال، لدى العديد من الأشخاص ائتماناً وخصماً مباشراً تم إعداده مع مصلحة الضرائب عبر نظام ACH هذا، حيث يمكن لمصلحة الضرائب الأمريكية إيداع المبالغ المستردة الضريبية مباشرة في حسابهم المصرفي، أو سحب الضرائب المستحقة من حسابهم المصرفي. الاتصال بين حساب الوساطة للأفراد والحساب المصرفي يعمل بنفس الطريقة.

تلقى ملايين الأشخاص الذين لديهم إعداد ACH هذا مع مصلحة الضرائب مدفوعات التحفيز عبر الإيداع المباشر على الفور في أبريل. الأشخاص الذين ليس لديهم هذا الإعداد تلقوا مدفوعاتهم عبر شيك بعد أسابيع أو أشهر. ولا يزال بعض الأشخاص ينتظرون مدفوعاتهم لأن مصلحة الضرائب لا تعرف إلى أين ترسلهم.

لكن نظام ACH قديم وبطيء ومرهق . لا يسمح بالدفع الفوري . يعمل مصرف الاحتياطي الفيدرالي ، الذي يعد جوهر أنظمة الدفع هذه ، على إيجاد بديل حديث حيث تتوفر المدفوعات على الفور بتكلفة منخفضة أو بدون تكلفة لجميع التحويلات – الشركات والأفراد والحكومات على حد سواء .

قال ميستر: " لقد أكد الوباء على الحاجة إلى ضمان أنه خلال الأزمة ، يمكن للمدفوعات أن تتدفق بسرعة وإلى الجميع : أولئك الذين لديهم حسابات مصرفية ومن ليس لديهم " . وقالت إن تاريخ الإصدار المستهدف للنظام الجديد هو ٢٠٢٣ أو ٢٠٢٤ .

لست متأكدًا من سبب عدم حدوث هذا التحديث منذ سنوات . كانت أنظمة الدفع التي تنتج تحويلات فورية متاحة منذ سنوات ، لكنها ليست عالمية ولذا فهي ذات فائدة محدودة فقط .

ولكن في نهاية حديثها كان هذا قليلاً حول كيف يمكن لمجلس الاحتياطي الفيدرالي إرسال مدفوعات مباشرة وفورية إلى جميع الأمريكيين أثناء الأزمة – والتكنولوجيا اللازمة للقيام بذلك .

## دعم فكرة الدولار الرقمي

ستكون هذه التكنولوجيا دولاراً رقمياً – أو على نطاق أوسع ، " عملة رقمية للمصرف المركزي " ، كما يطلق عليها . تتطلب هذه المدفوعات المباشرة إذناً من الكونجرس . ويقول ميستر ، هناك بالفعل بعض التشريعات المقترحة ، ربما تشير إلى التشريع المقترح في مارس .

بموجب هذا النظام، سيكون لكل أمريكي حساب في الاحتياطي الفيدرالي يمكن إيداع هذه الدولارات الرقمية فيه .

عندما يحدث الركود، يمكن لمجلس الاحتياطي الفيدرالي إنشاء مبلغ معين من الدولارات الرقمية وإيداعها في هذه الحسابات، وبعد دقيقة، يمكنك تحويل هذه الأموال إلى المصرف الذي تتعامل معه أو إنفاقها عبر تطبيق أو أي شيء آخر.

وأوضحت من يعمل بالفعل في مجلس الاحتياطي الفيدرالي على ذلك، بما في ذلك مختبر التكنولوجيا التابع لمجلس محافظي الاحتياطي الفيدرالي مع موظفين من العديد من المصارف الاحتياطية الفيدرالية، إلى جانب مطوري البرمجيات؛ مصرف الاحتياطي الفيدرالي في بوسطن بالشراكة مع معهد ماساتشوستس للتكنولوجيا؛ والاحتياطي الفيدرالي بنيويورك بالشراكة مع مصرف التسويات الدولية .

ولكن لم يتم اتخاذ قرار بعد، ولا يزال هناك الكثير من العمل الذي يتعين القيام به . وقالت إن جميع أنواع المخاطر تحتاج إلى دراستها وفهمها وما إلى ذلك، إخلاء المسؤولية المعتاد، وقالت إن هذه الجهود لا تشير إلى أي قرار من جانب الاحتياطي الفيدرالي لاعتماد عملة رقمية .

في أوائل أغسطس، قام مسؤولان سابقان في الاحتياطي الفيدرالي – أحدهما من مصرف الاحتياطي الفيدرالي في نيويورك والآخر من مجلس محافظي مصرف الاحتياطي الفيدرالي – بتحديد اقتراحهما إلى بلومبرج نيوز بشأن آلية يرسل الاحتياطي الفيدرالي من خلالها دفعة مالية إجمالية مباشرة إلى جميع المواطنين



الأمريكيين وحاملي البطاقة الخضراء. لقد تحدثوا بتفصيل أكبر من إشارة ميستر القصيرة.

يمكن تحديد المبلغ بنسبة مئوية معينة من الناتج المحلي الإجمالي مقسوماً على عدد المستفيدين. سيحصل كل منهم على نفس المبلغ. وسيكون الشيء متاحاً أيضاً على التطبيق. بمعنى آخر، قد يصل هذا حتى إلى الأشخاص الذين ليس لديهم حسابات مصرفية.

## القال والقيل

وقالوا إن ذلك سيحدث على الفور، بدون الآليات العقيمة التي يتعين على الكونجرس أن يمر بها لإرسال مدفوعات تحفيزية للمستهلكين، الذين لم يتلقوها بعد.

في الميزانية العمومية للاحتياطي الفيدرالي، سيتم اعتبار المبلغ النقدي الرقمي الذي تم إنشاؤه حديثاً والمرسل إلى المستهلكين كخصوم، مثل العملة المتداولة وهي النقود الورقية المحشوة في جيبك.

سيكون الدخول المقابل في الميزانية العمومية للاحتياطي الفيدرالي على جانب الأصول في شكل أوراق مالية تم إنشاؤها حديثاً يسمونها "سندات تأمين الركود". بعبارة أخرى، سيقوم الاحتياطي الفيدرالي بإنشاء مدخلات متساوية على جانبي الميزانية العمومية، وبالتالي ستظل الميزانية العمومية في حالة توازن.

قالوا إنه سيكون "الأكثر كفاءة من وجهة نظر الاقتصاد الكلي في دعم الإنفاق والثقة".

قالوا إنه من خلال " جلب الأموال للمستهلكين، يمكنك تحديد عمق ومدة الركود".

قالوا، " يمكنك في الواقع توليد تضخم حقيقي".

قالوا، " يمكن أن يكون مفيداً ليس فقط لتجنب المعدلات السلبية، ولكن أيضاً لخلق سوق أكثر صحة لسعر الفائدة، ومنحنى عائد أكثر صحة." بمعنى ارتفاع أسعار الفائدة طويلة الأجل.

من شأن ارتفاع التضخم أن يجعل من الممكن منحنى عائد أكثر حدة، ومعدلات أعلى على المدى الطويل، ومعدلات أعلى على المدى القصير خلال الأوقات الجيدة، والتي من شأنها أن تسمح لمجلس الاحتياطي الفيدرالي بتخفيض أسعار الفائدة بشكل أكبر خلال فترة الركود دون الحاجة إلى أن تصبح سلبية.

يوجد حوالي ٢١٠ مليون بالغ في الولايات المتحدة. إذا قرر مصرف الاحتياطي الفيدرالي ضخ ٣ تريليون دولار ليس في الأسواق كما فعل منذ آذار (مارس)، ولكن على الأمريكيين بشكل مباشر، فسوف يترجم ذلك إلى دفع مبلغ إجمالي يبلغ حوالي ١٤٠٠٠ دولار لكل شخص بالغ. لذا فإن الأسرة المكونة من شخصين بالغين ستحصل على ٢٨٠٠٠ دولار، سواء كانت هذه الأسرة تتكون من زوجين يعيشون في خيمة أو زوجين يتنقلون بين قصورهم بأصول بمليارات الدولارات.

لن تنفق النسبة الصغيرة نسبياً من الأثرياء سنتاً من هذه الأموال، ولكن من المرجح أن تنفق النسبة الأقل أو ٦٠٪ أو ٧٠٪ أو ٨٠٪ على مقياس الدخل معظمها أو

كلها بمرور الوقت، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على السلع والخدمات والضغط على أسعار المستهلك.

شراء الأصول هو أفضح شيء يمكن أن يفعله الاحتياطي الفيدرالي لأن كل ما ينجزه هو زيادة عدم المساواة في الثروة مع إفساد قرارات الاقتصاد والاستثمار. وفرض أسعار فائدة سلبية هو ثاني أسوأ شيء يمكن أن يفعله الاحتياطي الفيدرالي.

لذلك، في رأيي المتواضع، استبدال هاتين السياستين السيئتين بسياسة إرسال الأموال مباشرة إلى المستهلكين، مع كل أمريكي، غني أو فقير، الحصول على نفس المبلغ سيكون بمثابة تحسن.

ستكون هناك تكاليف وستكون هناك مخاطر، لكن على الأقل جميع الأمريكيين سيستفيدون نفس الشيء - وليس الأثرياء فقط.

هذا سوف يستغرق وقتاً للتنفيذ. لكن الناس في الاحتياطي الفيدرالي يفكرون في الأمر، وهم يعملون عليه، ويحاولون بجديّة اكتشافه.

من خلال هذه الجهود، يعترف الاحتياطي الفيدرالي بأن عمليات شراء الأصول وأسعار الفائدة السلبية لا تعمل في تحفيز الاقتصاد، وأنها تخلق تضخماً في أسعار الأصول، بدلاً من تضخم أسعار المستهلك، عندما يريد الاحتياطي الفيدرالي حقاً خلق تضخم في أسعار المستهلكين أكثر من أي شيء. وسيؤدي إرسال الأموال التي تم إنشاؤها حديثاً على الفور إلى جميع المستهلكين إلى القيام بهذه الحيلة.

## الفصل الخامس

### التوجه نحو النقود الإلكترونية والمشفرة

يتناول هذا الفصل خمسة مباحث؛

يتعلق الأول تعايش النقود العامة والخاصة في العصر الرقمي، فعالمنا اليوم يتسم بنظام نقدي مزدوج، ينطوي على نقود يصدرها القطاع الخاص – عن طريق المصارف بجميع أنواعها، أو شركات الاتصالات، أو جهات تقديم خدمات الدفع المتخصصة –، وتقوم على أساس من النقود التي يصدرها القطاع العام – عن طريق المصارف المركزية. ولهذا النظام مزايا كالابتكار وتنوع المنتجات، وهما ما يوفره القطاع الخاص، والاستقرار والكفاءة، اللذان يضمّنهما القطاع العام.

ويتعلق الثاني بالبنوك المركزية والعملات الرقمية، حيث أن التطورات الأخيرة في تكنولوجيا المدفوعات توضح أن دور المصارف المركزية تكون إما في توفير عملة رقمية بأنفسها أو في دعم تطوير العملات الرقمية من قبل الجهات الفاعلة الخاصة. ويتعلق الثالث بانتقال البنوك من المدن إلى النظم البيئية الرقمية لمواجهة خطر الاختفاء من الشوارع الرئيسية، لذلك تضاعف المصارف جهودها لإنشاء أنظمة بيئية شاملة مدعومة بالتكنولوجيا.

ويتعلق الرابع بالعملات الرقمية المهمة: الفيدكوين والبيورو الإلكتروني، فالعملات الرقمية الحكومية تعتبر الخطوة التالية حيث ستعمل على تركيز السلطة في الدولة بدلاً من نشرها عبر الشبكات أو منحها للاحتكارات الخاصة.

ويتعلق الخامس بتحذير صندوق النقد حول استخدام الأصول المشفرة كعملة وطنية، ولعلها خطوة مبالغ فيها تهدف لعرقلة انتشار العملات المشفرة، فما هي حجج صندوق النقد الدولي؟ وهل لها أي وزن معتبر؟.

## المبحث الأول تعايش النقود العامة والخاصة في العصر الرقمي<sup>1</sup>



توبياس أدريان TOBIAS ADRIAN - المستشار المالي ومدير إدارة

أسواق النقد ورأس المال بصندوق النقد الدولي

توماسو مانسيني-غريفولي - نائب رئيس قسم في إدارة أسواق النقد

ورأس المال في صندوق النقد الدولي

نحن نشمّن الابتكار والتنوع في كل شيء، بما في ذلك النقود. فقد نقوم في اليوم الواحد بإجراء عملية دفع إما بتمرير بطاقة عبر جهاز مخصص للدفع الإلكتروني، أو بالتلويح بالهاتف المحمول أمامه، أو حتى بضغطة واحدة بفأرة الكمبيوتر. وفي

<sup>1</sup> النقود العامة والخاصة يمكن أن تتعايش في العصر الرقمي، توبياس أدريان وتوماسو مانسيني-غريفولي، ١٩ فبراير ٢٠٢١، صندوق النقد الدولي، [رابط](#).

أحيان أخرى، قد نقدم أوراق العملة والعملات المعدنية لإتمام المعاملة، رغم تزايد العزوف عن هذا الأسلوب في بلدان كثيرة.

إن عالمنا اليوم يتسم بنظام نقدي مزدوج، ينطوي على نقود يصدرها القطاع الخاص – عن طريق المصارف بجميع أنواعها، أو شركات الاتصالات، أو جهات تقديم خدمات الدفع المتخصصة – وتقوم على أساس من النقود التي يصدرها القطاع العام – عن طريق المصارف المركزية. ورغم أن هذا النظام ليس بالنظام المثالي، فإنه يوفر مزايا كبيرة، من بينها الابتكار وتنوع المنتجات، وهما ما يوفره القطاع الخاص، والاستقرار والكفاءة، اللذان يضمنهما القطاع العام.

وهناك ارتباط بين هذه الأهداف – الابتكار والتنوع من جهة، والاستقرار والكفاءة من جهة أخرى. فزيادة أحدها تعني عادة نقص الآخر. وهنا تنشأ المفاضلة التي يتعين على البلدان – وخاصة المصارف المركزية – استكشاف مضمونها. ما مقدار اعتمادها على منتجات القطاع الخاص، مقابل مقدار ما تقوم هي بابتكاره؟ ويتوقف جانب كبير من هذا الأمر على الأفضليات، والتكنولوجيا المتاحة، وكفاءة القواعد التنظيمية.

لذا فمن الطبيعي عند ظهور أي تكنولوجيا جديدة أن نتساءل عن كيفية تطور النظام النقدي المزدوج في عالم اليوم. فإذا ظهر النقد الرقمي – الذي يطلق عليه اسم عملة المصارف المركزية الرقمية – فهل سيحل محل النقود الصادرة عن القطاع الخاص، أم سيسمح لها بالازدهار؟ والإجابة الأولى هي الأرجح دائماً، عن طريق زيادة القواعد التنظيمية الصارمة. لكننا نرى أن الإجابة الثانية لا تزال محتملة،

بالتوسع في المفهوم المنطقي للنظام النقدي المزدوج في الوقت الحالي . وعلى نفس القدر من الأهمية، لا ينبغي أن تضطر المصارف المركزية للاختيار بين طرح عملة المصارف المركزية الرقمية، أو تشجيع القطاع الخاص على طرح عملته الرقمية البديلة. فكلاهما يمكن وجودهما في الوقت نفسه، وأن يكونا مكملين لبعضهما البعض، حيث تقوم المصارف المركزية، على سبيل المثال، باختيار تصميمات معينة وتحديث أطرها التنظيمية .

### تعايش النقود العامة والخاصة

ربما يكون من دواعي الحيرة أن نفكر في أن النقود الخاصة والعامة ظلت موجودة جنباً إلى جنب على مر العصور. فلماذا إذن لم تتحقق السيطرة التامة للنقود الخاصة الأكثر ابتكاراً وملاءمة وتوافقاً والأسهل استخداماً؟ وتكمن الإجابة في تلك العلاقة التكافلية الأساسية: أي الاختيار بين استرداد النقود الخاصة في هيئة نقود عامة سائلة تتمتع بأعلى درجات الأمان، من أوراق نقدية وعمليات معدنية، أو احتياطات المصارف المركزية في حيازة مصارف مختارة .

وهنا تصبح النقود الخاصة التي يمكن استردادها بقيمتها الظاهرية الثابتة في هيئة عملة المصرف المركزي بمثابة مستودع مستقر للقيمة. فمن الممكن أن تُستبدل بمبلغ عشرة دولارات في حساب مصرفي ورقة تجارية بمبلغ عشرة دولارات مقبولة كعملة لها قوة إبراء قانونية لتسوية الديون. وقد يبدو هذا المثال واضحاً، لكنه يخفي في طياته بعض المرتكزات المعقدة، مثل: سلامة التنظيم والرقابة، ومختلف



أشكال المساندة الحكومية كالتأمين على الودائع والقيام بدور المقرض الأخير، فضلا عن توفير الدعم الجزئي أو الكامل لاحتياجات المصرف المركزي.

وبالإضافة إلى ذلك، نجد أن النقود التي يصدرها القطاع الخاص تصبح وسيلة دفع كفؤة بحيث يمكن استردادها في هيئة عملة المصرف المركزي. فالدولارات العشرة التي يحتفظ بها (أ) في المصرف X يمكن تحويلها لحساب (ب) في المصرف Y نظرا لاستردادها أثناء العملية في هيئة عملة المصرف المركزي - وهي أصل موثوق في كلا المصرفين، يحتفظان بها في حيازتهما ويمكنهما مبادلتهما. ونتيجة لذلك، فإن هذه النقود التي يصدرها القطاع الخاص تصبح وسيلة دفع بيني. وبالتالي فإنها تحفز التنافس - نظرا لأن كلا من (أ) و (ب) بإمكانهما حيازة الأموال في مصرفين مختلفين ويظل بوسعهما الدفع لبعضهما البعض - ومن ثم تحفيز الابتكار والتنوع في الأشكال الفعلية للنقود.

وباختصار، يعد خيار استرداد الأموال بعملة المصرف المركزي ضروريا لتحقيق الاستقرار، وإمكانية الدفع البيني، والابتكار، والتنوع في النقود الصادرة عن القطاع الخاص، سواء كانت في حساب مصرفي أو غيره. فالنظام النقدي القائم على النقود الخاصة فقط سيكون محفوفًا بقدر كبير من المخاطر. كما أن النظام القائم على عملة المصرف المركزي وحدها قد تضيع عليه فرصة الاستفادة بابتكارات مهمة. ويستند كل من هذين الشكلين من النقود إلى الآخر لتحقيق النظام النقدي المزدوج القائم في الوقت الحالي - وهو توازن أفدنا منه كثيرا حتى الآن.

## عملة المصارف المركزية في العصر الرقمي ستتعرض للضغوط

ماذا سيكون مصير هذا النظام في المستقبل ونحن نمضي بخطى ثابتة نحو العصر الرقمي؟ هل ستكون عملات المصارف المركزية الرقمية لها من الجذب ما يهيئها لتنحية النقود الخاصة جانبا؟ أم أنها ستظل تفسح المجال أمام القطاع الخاص للابتكار؟ يتوقف جانب كبير من هذا الأمر على قدرة كل مصرف مركزي ورغبته في الابتكار بصفة مستمرة وبدرجة ملحوظة. فمواكبة التطور التكنولوجي، واحتياجات المستخدمين سريعة التطور، وابتكارات القطاع الخاص ليست بالأمر الهين.

وهناك تشابه كبير بين العملات الرقمية الصادرة عن المصارف المركزية من جهة وجهاز الهاتف الذكي ونظامه التشغيلي من جهة أخرى. فعلى المستوى الأساسي، هذه العملات هي عبارة عن تقنية لتسوية المدفوعات تسمح بتخزين الأموال وتحويلها، وتشبه إلى حد كبير وحدات البيانات الرقمية التي يتم إرسالها بين مشغل الهاتف والذاكرة والكاميرا. وعلى مستوى آخر، هي شكل من النقود، لها وظيفة ومظهر محددان، تشبه إلى حد كبير نظام تشغيل الهاتف.

ومن ثم سوف يتعين على المصارف المركزية أن تصبح أشبه بشركة آبل أو شركة مايكروسوفت حتى تتمكن من الإبقاء على عملاتها الرقمية في موقع الصدارة من التطور التكنولوجي وفي محافظ المستخدمين الرقمية باعتبارها الشكل الغالب والمفضل من النقود الرقمية.

والابتكار في العصر الرقمي يتسم بدرجات مضاعفة من التعقيد والسرعة مقارنة بتحديث الخصائص الأمنية على أوراق العملة. وعلى سبيل المثال، يمكن إدارة العملات الرقمية الصادرة عن المصارف المركزية مبدئياً من قاعدة بيانات مركزية، وإن كان يمكن أن تنتقل إلى تكنولوجيا دفاتر الحسابات الرقمية الموزعة (وهي سجلات متزامنة يتم الاحتفاظ بها وتحديثها تلقائياً عبر شبكة بيانات) مع تطور التكنولوجيا، بحيث ينشأ عن دفتر الحساب الواحد دفتر آخر بعد إدخال تحديثات رئيسية. تماماً مثلما تفيد الهواتف وأنظمة التشغيل كذلك من الإصدارات التكنولوجية الجديدة مرة كل سنة على الأقل.

وبالإضافة إلى ذلك، من المرجح أن تتطور احتياجات المستخدمين وتوقعاتهم في العصر الرقمي بسرعة أكبر وعلى نحو لا يمكن التنبؤ به. فقد تنتقل المعلومات والأصول إلى دفاتر الحسابات الرقمية الموزعة، وتتطلب (نقد) الأموال على الشبكة ذاتها. وقد يتم تحويل الأموال بطرق جديدة تماماً، بما في ذلك عن طريق التحويل التلقائي عبر شرائح متضمنة في المنتجات المستخدمة بشكل يومي. وقد تتطلب تلبية هذه الاحتياجات إضافة خصائص جديدة إلى النقود ومن ثم القيام بعمليات متكررة لإعادة التصميم الهندسي، والتنوع في المنتجات. فنقود اليوم، وربما الغد أيضاً، لن تلبية على الأرجح احتياجات اليوم التالي.

وسوف تنشأ الضغوط من جانب العرض أيضاً. فالقطاع الخاص سيواصل ابتكاراته. وستظهر نقود إلكترونية ونظم عملات رقمية مستقرة جديدة. ومع نمو الطلب على هذه المنتجات، ستسعى الجهات التنظيمية حثيثاً لاحتواء المخاطر. وسينشأ حتماً

التساؤل : كيف ستتفاعل هذه الأشكال من النقود مع العملات الرقمية الصادرة عن المصارف المركزية؟ هل ستوجد بصفة مستقلة، أم أن بعضها سيندمج في نظام نقدي مزدوج تستند فيه الإصدارات الخاصة وإصدارات المصارف المركزية إلى بعضها البعض؟

### الشراكة مع القطاع الخاص لا تزال ممكنة

ستواجه المصارف المركزية تحديات مواكبة وتيرة التطور التكنولوجي، واحتياجات المستخدمين، ومنافسة القطاع الخاص، غير أنه لا ينبغي لها أن تتصدى لهذا الأمر بمفردها.

أولاً، من الممكن تصميم عملة المصرف المركزي الرقمية لتشجيع القطاع الخاص على الابتكار في زيادة تطويرها، فيما يشبه إلى حد كبير قيام مصممي التطبيقات الإلكترونية بإضافة خصائص جديدة شائعة للهواتف الذكية وأنظمتها التشغيلية. ومن خلال النفاذ إلى مجموعة أوامر مفتوحة المصدر ( واجهات برمجة التطبيقات ) يصبح بإمكان أي مجموعة من المطورين المتقدمين توسيع نطاق استخدام عملات المصارف المركزية الرقمية إلى أبعد من مجرد تقديم خدمات المحافظ الإلكترونية البسيطة. فعلى سبيل المثال، يمكنهم العمل على تسهيل أتمتة المدفوعات، بحيث يتم دفع قيمة شحنة من السلع بمجرد استلامها، أو تصميم خاصية للبحث بحيث يمكن إرسال الأموال إلى أحد الأصدقاء على أساس رقم هاتفه فقط. لكن الصعوبة تكمن في غريبة هذه الخدمات المضافة لضمان توافر عناصر الأمان التام فيها.

ثانياً، قد تحاول بعض المصارف المركزية حتى أن تسمح بالتعايش مع أشكال أخرى من النقود الرقمية – على نحو أشبه بأنظمة التشغيل المتوازي – مع الاستفادة من الإمكانيات التشغيلية والاستقرار اللذين تتيحهما العملات الرقمية الصادرة عن المصارف المركزية. وسيفتح هذا الأمر الباب أمام سرعة الابتكار وتوسيع نطاق الاختيار بين المنتجات. فعلى سبيل المثال، قد تتنازل إحدى العملات الرقمية عن سرعة تسوية المدفوعات مقابل إعطاء المستخدمين قدراً أكبر من السيطرة على أتمتة عمليات الدفع.

فهل يكون هذا الشكل الجديد من النقود الرقمية مستودعاً مستقراً للقيمة؟ نعم، إذا أمكن استردادها في هيئة عملة المصرف المركزي (سواء كانت رقمية أم غير رقمية) بالقيمة الظاهرية الثابتة. وسيتحقق ذلك بشرط أن تكون مضمونة بالكامل بعملة المصرف المركزي.

وهل يكون وسيلة دفع تتسم بالكفاءة؟ والإجابة مرة أخرى نعم، نظراً لأن التسوية ستتم مباشرة على أي شبكة من شبكات النقود الرقمية – على غرار التسوية بين الحسابات في المصرف نفسه. وستكون الشبكات قابلة للتشغيل البيئي بحيث تتم تسوية المدفوعات من شركة تقديم خدمات النقود الرقمية التي يتعامل (أ) معها إلى الشركة التي يتعامل (ب) معها مع اقترانها بحركة مقابلة في عملة المصرف المركزي، مثلما يحدث في النظام النقدي المزدوج القائم في الوقت الحالي.

وهذا الشكل الجديد من النقود الرقمية (الذي كنا نطلق عليه في السابق اسم **العملة المصنعة**) يمكن أن يتعايش بشكل جيد مع عملة المصارف المركزية الرقمية.


وسيتطلب اتخاذ ترتيبات للترخيص ووضع قواعد تنظيمية لكي يستوفي أهداف السياسة العامة بما في ذلك الصلابة التشغيلية، وحماية المستهلك، وسلوكيات الأسواق وإمكانية فتحها أمام المنافسة، وخصوصية البيانات، والأهم من ذلك الاستقرار على مستوى السلامة الاحترازية. وفي الوقت نفسه، يمكن ضمان النزاهة المالية عن طريق الهوية الرقمية وسياسات البيانات التكميلية. فالتشارك مع المصارف المركزية يتطلب درجة عالية من الامتثال التنظيمي.

### نظام لكل العصور


إذا قررت البلدان المضي قدما وبدأت بالفعل في العمل بالعملات الرقمية الصادرة عن المصارف المركزية، ينبغي أن ننظر في كيفية الاستفادة من إمكانات القطاع الخاص. فالنظام النقدي المزدوج في الوقت الحالي يمكن أن يتوسع ليشمل العصر الرقمي. وستظل عملة المصارف المركزية – بإجراءاتها التنظيمية والرقابية والإشرافية – ضرورية لتكون ركيزة لاستقرار وكفاءة نظام المدفوعات. ومن الممكن أن تأتي النقود التي يصدرها القطاع الخاص لتكون عنصرا مكملا لهذا الأساس بما تنطوي عليه من ابتكار وتنوع – وربما أكثر مما هي في الوقت الحالي. أما الموضوع الذي تقرر المصارف المركزية أن تصل إليه على المسار بين مشاركة القطاع الخاص والقطاع العام في توفير النقود فسيختلف حسب ظروف كل بلد، وسيتوقف في نهاية المطاف على الأفضليات، والتكنولوجيا، وكفاءة القواعد التنظيمية.

## المبحث الثاني المصارف المركزية والعملة الرقمية<sup>1</sup>




Tobias Adrian  المستشار المالي ومدير إدارة أسواق النقد ورأس المال


IMF –

Michael Lee  خبير اقتصادي في مجموعة الأبحاث والإحصاءات

التابعة للاحتياطي الفيدرالي بنيويورك

Tommaso Mancini-Griffoli  نائب رئيس قسم في إدارة أسواق

النقد ورأس المال – IMF

Antoine Martin  نائب أول لرئيس مجموعة الأبحاث والإحصاءات

IMF –

تشير التطورات الأخيرة في تكنولوجيا المدفوعات أسئلة مهمة حول دور المصارف المركزية إما في توفير عملة رقمية بأنفسها أو في دعم تطوير العملات الرقمية من

<sup>1</sup> Central Banks and Digital Currencies, Tobias Adrian, Michael Lee, Tommaso Mancini-Griffoli, and Antoine Martin, Liberty Street Economics, JUNE 23, 2021, [Link](#)

قبل الجهات الفاعلة الخاصة، كما هو الحال مع بعض المؤلفين. تمت مناقشة هذا المنشور في مدونة لصندوق النقد الدولي .

هناك طريقتان يمكن للمصرف المركزي أن يختارهما للمشاركة في العملات الرقمية ومناقشة بعض الآثار المترتبة على هذه الخيارات المحتملة .

### كيف يمكن للمصرف المركزي أن يدعم العملات المستقرة؟

انتقاد واحد للعملات المشفرة، مثل البيتكوين، هو أنها تظهر تقلباً مفرطاً في الأسعار، مما يقوض قدرتها على العمل كوسيلة مشتركة للدفع. ومع ذلك، من المحتمل أن تفتح التقنيات الأساسية للعملات المشفرة أمام أنواع جديدة وأفضل من المعاملات المالية – تلك التي تكون أكثر أماناً وأرخص سعراً وقابلة للتخصيص ومتاحة لعدد أكبر من المستهلكين .

ساهمت العيوب الناتجة عن تقلب الأسعار في ظهور عملات مستقرة، والتي تسعى جاهدة لتحقيق الاستقرار في قيمة العملة المشفرة من خلال دعمها بأصول آمنة – بشكل عام الودائع المصرفية أو الأوراق المالية الحكومية. ومع ذلك، قد لا تخلو ما يسمى بالأصول "الآمنة" تماماً من مخاطر الائتمان والسيولة. وفقاً لذلك، في أوقات الأزمات، يمكن أن تتحقق عمليات التشغيل على العملات المستقرة إذا كان لدى مقدمي الخدمة احتياطات غير كافية ورأس مال أسهم لاسترداد العملات بقيمتها الاسمية إلى نقد .

يتمثل أحد الحلول لهذه المشكلة – وهو نهج يشمل المصارف المركزية بشكل مباشر – في دعم العملات المستقرة واحداً لواحد بأرصدة في حساب مصرف



مركزي. في هذه الحالة، ستمثل العملات المعدنية تمثيلاً موثوقاً ومستقرّاً لأموال المصرف المركزي، في أي وقت من الأوقات ( شريطة وجود هيكل قانوني مناسب يضمن أن يتم الدفع للمستخدمين النهائيين بالكامل في حالة إفلاس مصدر العملة المستقرة). الأرصدة في حساب المصرف المركزي خالية من المخاطر ويمكن أن تجني فائدة. بالإضافة إلى ذلك، يمكن للمصارف المركزية الإشراف على مُصدري العملات المستقرة في مقابل الوصول إلى الحساب، وبالتالي تقليل المخاطر التي قد تشكلها هذه المؤسسات على النظام المالي.

النهج الذي نوقش أعلاه هو الأساس للعديد من المشاريع الجارية. في سياق المدفوعات عبر الحدود، يتمثل الهدف في إنشاء تمثيل للالتزامات المصرف المركزي، بحيث يمكن أن تحدث المعاملات عبر العملات داخل نظامها الأساسي ( انظر، على سبيل المثال، [Fnlity](#)). كما أنه مشابه من حيث الروح لمصرف الشعب الصيني (المصرف المركزي الصيني) الذي يطلب [Alipay](#) و [WeChat Pay](#) لدعم أرصدة العملاء بالكامل بأموال في حساب مصرف مركزي.

ومع ذلك، فإن خيار دعم العملات المستقرة بأرصدة المصارف المركزية ليس متاحاً بسهولة في العديد من البلدان، بما في ذلك الولايات المتحدة، حيث المؤسسات الودیعة فقط (على سبيل المثال، المصارف التجارية) وعدد قليل من الكيانات المتخصصة الأخرى لديها حق الوصول إلى حسابات المصرف المركزي. علاوة على ذلك، في معظم البلدان، لا تستطيع المصارف فصل الأرصدة في حسابات المصارف المركزية الخاصة بها لأغراض محددة، مثل دعم عملة مستقرة. قد تحتاج

القوانين إلى التغيير للسماح صراحة لبعض المؤسسات المتخصصة في المدفوعات، مثل مزودي العملات المستقرة، بالوصول إلى حساب مصرفي مركزي. من حيث المبدأ، يمكن للمصرف أن يختار عدم الاحتفاظ بأصول بخلاف الأرصدة في حساب المصرف المركزي الخاص به واستخدامها حصرياً لدعم عملة مستقرة. ستظل هذه المؤسسة خاضعة للتنظيم والإشراف المصرفي، ويمكن أن تحد التكاليف المصاحبة من جدوى نموذج الأعمال هذا.

### ماذا لو أصدر المصرف المركزي عملته الرقمية الخاصة؟

يمكن للمصرف المركزي إصدار عملته الرقمية الخاصة به، والتي تسمى عادةً العملة الرقمية للمصرف المركزي CBDC. قام عدد من المصارف المركزية باستكشاف أو تنفيذ عملات رقمية للمصارف المركزية، كما هو مذكور في Auer, Cornelli . Frost 2020.

يمكن أن يكون لـ CBDC العديد من المزايا على العملات المستقرة؛ واحد منها هو السلامة. على عكس العملة المستقرة، وهي مسؤولة مؤسسة خاصة، فإن العملة الرقمية للمصرف المركزي ستكون مسؤولة المصرف المركزي. ومع ذلك، فإن العملة المستقرة المدعومة بالكامل بأرصدة في حساب المصرف المركزي ستكون (تقريباً) آمنة مثل عملات المصارف المركزية. ميزة أخرى لاتفاقية التنوع البيولوجي هي أنه يمكن تصميمها لتلبية أهداف السياسة العامة. على سبيل المثال، يمكن لـ CBDC تقديم ميزات تضمن المساواة في الوصول إلى المواطنين، وتسهيل المدفوعات المباشرة من الحكومة، أو توفير حماية خصوصية مشددة.

ومع ذلك، فإنه سيفتح أيضاً إمكانية استخدام CBDC لدعم عملة مستقرة بدلاً من الأوراق المالية الحكومية أو الودائع المصرفية. لماذا قد يرغب كيان خاص في دعم عملة مستقرة بعملة رقمية للمصرف المركزي؟ أحد الأسباب هو أن العملة المستقرة ستكون أكثر أماناً للمستخدمين النهائيين وبالتالي أكثر جاذبية من تلك المدعومة بأصول أخرى. لماذا تحاول التنافس مع CBDC؟ قد تعتقد الشركة أن بإمكانها بناء شكل مال أكثر ملاءمة وابتكاراً من الشكل المتاح من المصرف المركزي. لا تتمتع المصارف المركزية بخبرة كبيرة في تطوير وتحديث منتجات السوق الشامل أو التفاعل مع مستهلكي التجزئة. على النقيض من ذلك، حفزت المنافسة بين كيانات القطاع الخاص على توافر مجموعة واسعة من المنتجات الاستهلاكية المريحة.

### ما الذي يمكن أن نتعلمه من هذين المثالين؟

حقيقة أن العملة المستقرة يمكن أن تكون مدعومة إما بأرصدة في حساب مصرف مركزي أو عملة رقمية للمصرف المركزي لا تعني أنه لا توجد فوائد مباشرة من عملة رقمية للمصرف المركزي. ولكن إذا انتهى الأمر بالمستهلكين إلى استخدام عملات مستقرة مدعومة بخصوم المصرف المركزي على أي حال، فما فائدة إنشاء نوع جديد من الالتزامات CBDC بدلاً من استخدام التزام حالي (أرصدة في حساب مصرف مركزي)؟

يتطلب تنفيذ العملة الرقمية للمصرف المركزي تغييرات جوهرية في البنية التحتية للمدفوعات الحالية. كما هو الحال اليوم، حتى إنشاء عملة مستقرة مدعومة

بأرصدة في حساب المصرف المركزي أمر غير عملي، إن لم يكن مستحيلاً، في العديد من البلدان. وبالمقارنة، تقترح العملة الرقمية للمصرف المركزي تغييراً جذرياً أكثر: من شأنه أن يجعل مسؤولية المصرف المركزي متاحة على نطاق واسع، بما في ذلك لشركات القطاع الخاص التي يمكنها تطوير عملة مستقرة مدعومة بمثل هذه العملة الرقمية للمصرف المركزي.

يمكن للمصارف المركزية دعم تطوير العملات الرقمية بشكل غير مباشر، من خلال توفير دعم العملات الرقمية الآمنة الصادرة من القطاع الخاص، أو بشكل أكثر مباشرة، عن طريق إصدار العملات الرقمية نفسها. وهذه الأساليب ليست بالضرورة متبادلة، خاصة إذا كانت هناك أسباب منفصلة لإصدار CBDC. وفي هذه الحالة، قد تحتاج المصارف المركزية إلى التفكير في كيفية استخدام القطاع الخاص ل CBDC لدعم تطوير عملاتها المستقرة.

بطبيعة الحال، لا يتعين على المصارف المركزية أن تنفر من إنشاء عملة رقمية للمصرف المركزي مما قد يحدث ثورة في المدفوعات. وهذا ما يمكنها من تقديم خدمة أفضل للنظام المالي وللجمهور على نطاق أوسع، بما في ذلك من خلال المشاركة مع القطاع الخاص. وعلى كل حال تنطوي هذه التغييرات على مخاطر يجب النظر فيها بعناية.

## المبحث الثالث

### انتقال المصارف من المدن إلى النظم البيئية الرقمية<sup>1</sup>



---

JEREMY IS A MANAGING EDITOR AT THE ECONOMIST INTELLIGENCE UNIT BASED IN LONDON AND REGIONAL LEAD OF THE THE EIU'S TECHNOLOGY & SOCIETY PRACTICE IN EUROPE, THE MIDDLE EAST AND AFRICA.

---

في مواجهة الانقراض في الشارع الرئيسي، تضاعف المصارف جهودها في إنشاء أنظمة بيئية شاملة مدعومة بالتكنولوجيا حيث تكون تجربة العملاء هي السمة.

- مع تسريع إغلاق الفروع بسبب كوفيد ١٩ وتحول المستهلكين إلى الخدمات المصرفية عبر الإنترنت، يعتقد ٦٥٪ من المصرفيين الآن أن النموذج القائم على الفروع سيكون "ميتاً" في غضون خمس سنوات، بزيادة من ٣٥٪ قبل أربع سنوات، وفقاً لبحث جديد من وحدة الخبراء الاقتصاديين.

---

<sup>1</sup> Jeremy Kingsley, The Economist Intelligence Unit, Branching out: can banks move from city centers to digital ecosystems?, The Economist, July 01, 2021, [Link](#)

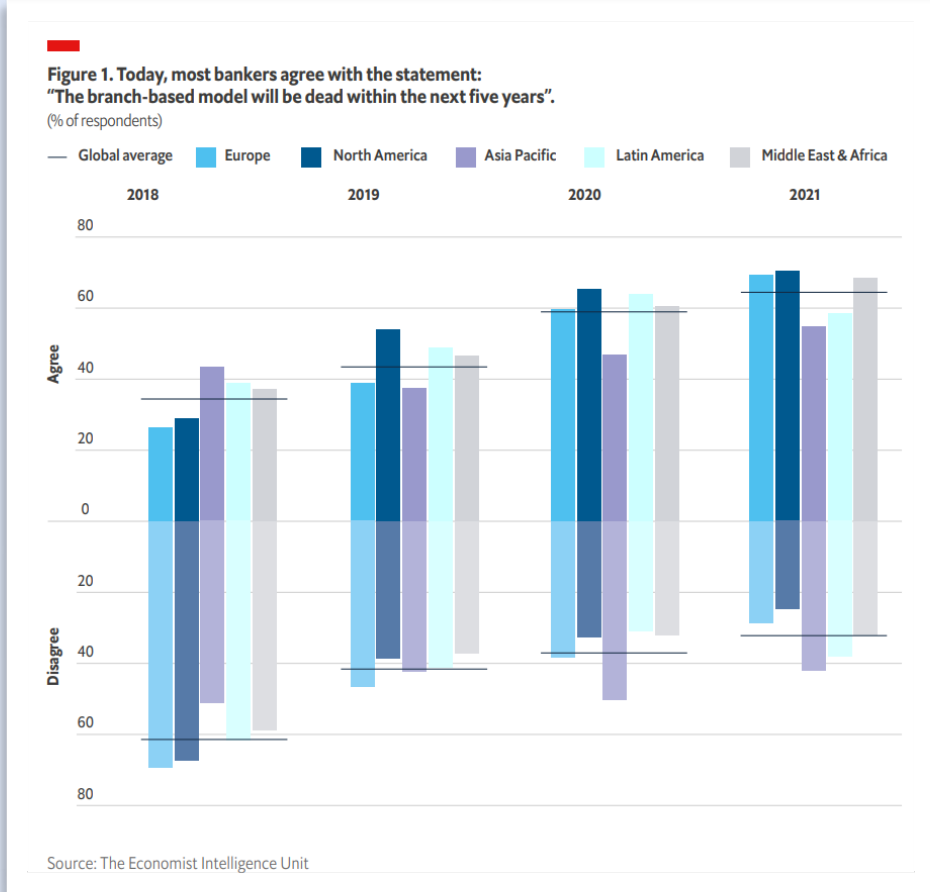
- يعتقد أربعة من كل خمسة (٨١٪) مصرفيين أن المصارف ستسعى للتمييز في تجربة العملاء بدلاً من المنتجات. يتم تصنيف إتقان كل من تجربة العملاء والتسويق الرقمي كأولويات إستراتيجية قصوى على مدار السنوات الأربع القادمة.
- لقد دفع الوباء المتقاعسين إلى العمل، مما حفز ثقافة التعاون والتجريب بين المصارف التي كانت راضية في السابق. يتوقع عدد كبير (٤٧٪) أن تتطور أعمالهم إلى "أنظمة بيئية" خلال العامين المقبلين، والتي ستشمل الشراكة مع أطراف ثالثة مصرفية وغير مصرفية.
- تواجه المصارف وشركات التكنولوجيا المالية الحالية ضرورة جديدة للإدماج المالي حيث يعيد الوباء تحديد دور الخدمات المالية في المجتمع. ينظر المصرفيون إلى التمويل الأصغر لأصحاب المشاريع (٣٤٪) ويمثل الأشخاص الذين لا يتعاملون مع المصارف (٣٣٪) على أنه أكثر فرص الأعمال الواعدة المتعلقة بالإدماج.
- يرى أقل من ثلثي المصارف (٦٥٪) أن التقنيات الجديدة هي المحرك الأكبر للتغيير في السنوات الأربع المقبلة، ارتفاعاً من ٤٢٪ قبل ثلاث سنوات. ولكن نظراً لأن التكنولوجيا أصبحت أكثر أهمية في التمايز التنافسي، فإن خطر المنافسة من التكنولوجيا الرئيسية واضطرابات التجارة الإلكترونية أصبح وجودياً.

## وقت الذروة للمصارف

كتب إرنست همنغواي أن الإفلاس يأتي بطريقتين: "تدريجياً، ثم فجأة". كان هذا هو مصير المصارف الكبرى في مطلع هذا العقد. تبريراً للإلغاء خمس فروع سانتاندر، قال نائب الرئيس التنفيذي توني بريستيدج لبي بي سي إن معاملات الفروع في أكبر مصرف تجزئة في منطقة اليورو قد انخفضت بمقدار الثلث في العامين السابقين لوباء كوفيد ١٩ قبل أن تنخفض بمقدار النصف خلال عمليات الإغلاق في عام ٢٠٢٠. قال السيد بريستيدج: لقد تماسك "الوباء من خمس إلى عشر سنوات من التغيير إلى عام".

الانهيار السريع للخدمات المصرفية القائمة على الفروع هو تسارع للاتجاه الذي شهدته المسح المصرفي العالمي الذي أجرته **The Economist Intelligence Unit**، والذي دخل عامه الثامن، منذ فترة طويلة. في الاستطلاع الأخير، الذي تم إجراؤه في أوائل عام ٢٠٢١، وافق أقل من ثلثي المديرين التنفيذيين للمصارف (٦٥٪) بقليل على أن النموذج القائم على الفروع سيكون "ميتاً" في غضون خمس سنوات، ارتفاعاً من ٥٩٪ في العام الماضي و ٣٥٪ في ٢٠١٨ (انظر الشكل ١). في عام ٢٠١٨، عارض ٦٩٪ من المستطلعين المقيمين في أوروبا هذا البيان – واليوم تتفق النسبة نفسها.

وجد استطلاع هذا العام أن إغلاق الفروع والضغط المستمر من المنافسين غير التقليديين قد أدى إلى إعادة التفكير بالجملة في الأولويات المصرفية ونماذج الأعمال بين المديرين التنفيذيين في المصارف.



يعتقد أقل من ثلثي المصرفيين (٦٥٪) الآن أن النموذج القائم على الفروع "ميت" في غضون خمس سنوات، ارتفاعاً من ٣٥٪ قبل أربع سنوات. كان الارتفاع أكثر حدة في أوروبا وأمريكا الشمالية.

تواجه المصارف في عام ٢٠٢١ منافسة من جميع الجهات. يواصل المنافسون الجدد والأذكاء، بما في ذلك الشركات الناشئة في مجال التكنولوجيا المالية واللاعبين في مجال الدفع ومنصات التطبيقات الفائقة وعمالقة التكنولوجيا، اكتساب حصة في السوق من المصارف الحالية حيث يكتسب المزيد من اللاعبين غير التقليديين



القدرة على تقديم المزيد من الخدمات المصرفية التقليدية. قام عدد من شركات التكنولوجيا المالية الشابة بوضع مواثيق مصرفية في العام الماضي، بما في ذلك **Varo** و **Square**، مما يمكنهم من تلقي الودائع وتقديم الائتمان. إن نمو أسواق رأس المال وتجارب المصارف المركزية المؤقتة في العملة الرقمية يهدد سبب وجود المصارف.

لكن المصارف تخرج للقتال. لقد أدى تعثر بعض المصارف المنافسة للمستهلكين خلال فترة الوباء – شركات مثل **Monzo** و **Revolut** التي عانت من الانخفاضات الحادة في الإيرادات وشكاوى العملاء بشأن الأموال المفقودة – إلى جعل واجهات الهاتف الذكي سهلة الاستخدام في تناقض حاد مع الموثوقية الصارمة والعلامة التجارية الاعتراف بالمصارف القائمة. بشكل حاسم، يبدو أن العملاء لا يزالون مترددين في الوثوق بالمنافسين المحليين رقمياً الذين لديهم ودائع رواتب. تأمل العديد من المصارف الراسخة، التي حفزها التغيير السريع للمستهلك الذي فرضه الوباء، أن تكون الأفضل من خلال الشراكات والاستثمارات الاستراتيجية في التكنولوجيا على حد سواء بالنسبة للمستهلكين: شريك مصرفي موثوق به، ومقدمي تجارب مصرفية مفعمة بالحياة وصديقة للمستهلكين.

### تجربة العميل: عملة المنافسة

يكشف مسح هذا العام عن تحول جذري في الأولويات. قبل خمس سنوات، مع ارتفاع التكاليف المصرفية بسبب المتطلبات التنظيمية الجديدة في جميع أنحاء العالم، كانت المصارف تركز على خفض التكاليف وتعزيز الهوامش للحفاظ على عائد المساهمين على حقوق الملكية. اليوم، تعتبر تجربة العملاء والتسويق الرقمي

من أهم أولويات المديرين التنفيذيين حيث يسعون جاهدين للتنافس مع المنافسين على متن الطائرة وتخطيط الميزانية والامتيازات مثل المدفوعات الدولية المجانية.

## المبحث الرابع

العملات الرقمية المرمية: الفيدكوين واليورو الإلكتروني<sup>1</sup>

## The Economist

## التغيير التكنولوجي يقرب التمويل

لقد تحولت البيتكوين من كونها هوساً للفوضويين إلى فئة أصول بقيمة تريليون دولار والتي يصير العديد من مديري الصناديق على أنها تنتمي إلى أي محفظة متوازنة. أصبحت أسراب التجار اليوميين الرقمية قوة في وول ستريت .

لدى PayPal مليون مستخدم، في إشارة إلى أن أمريكا تلاحق عمالقة المدفوعات الرقمية في الصين. ومع ذلك، فإن الاضطراب الأقل ملاحظة على الحدود بين التكنولوجيا والتمويل قد ينتهي به الأمر باعتباره الأكثر ثورية: إنشاء عملات رقمية حكومية، والتي تهدف عادةً إلى السماح للأشخاص بإيداع الأموال مباشرة في مصرف مركزي، متجاوزاً المقرضين التقليديين.

الـ Govcoins هي تجسيد جديد للمال. إنهم يعدون بجعل التمويل يعمل بشكل أفضل ولكن أيضاً لتحويل السلطة من الأفراد إلى الدولة، وتغيير الجغرافيا السياسية وتغيير كيفية تخصيص رأس المال. يجب معاملتهم بتفاؤل وتواضع.

<sup>1</sup> The Economist, The digital currencies that matter: Get ready for Fedcoin and the e-euro, May 8th 2021, [Link](#)

قبل عقد من الزمان أو نحو ذلك، وسط حطام مصرف ليمان براذرز، تدمر بول فولكر، الرئيس السابق للاحتياطي الفيدرالي، من أن آخر ابتكار مفيد للمصارف كان جهاز الصراف الآلي. منذ الأزمة، رفعت الصناعة من لعبتها. قامت المصارف بتحديث أنظمة تكنولوجيا المعلومات التي تعاني من الصدأ. قام رواد الأعمال ببناء عالم تجريبي من "التمويل اللامركزي"، والذي يعتبر البيتكوين الجزء الأكثر شهرة فيه والذي يحتوي على أعمال شغب من الرموز وقواعد البيانات والقنوات التي تتفاعل بدرجات متفاوتة مع التمويل التقليدي. وفي الوقت نفسه، أصبح لدى شركات "المنصات" المالية الآن أكثر من ٣ مليارات عميل يستخدمون المحافظ الإلكترونية وتطبيقات الدفع. إلى جانب PayPal، يوجد متخصصون آخرون مثل Ant Group و Grab و Mercado Pago والشركات الراسخة مثل Visa و Silicon Valley وراغبون مثل Facebook.

تعتبر العملات الرقمية الحكومية أو للمصرف المركزي هي الخطوة التالية ولكنها تأتي مع منعطف، لأنها ستعمل على تركيز السلطة في الدولة بدلاً من نشرها عبر الشبكات أو منحها للاحتكارات الخاصة. الفكرة من ورائها بسيطة. بدلاً من الاحتفاظ بحساب لدى مصرف تجزئة، يمكنك القيام بذلك مباشرة مع مصرف مركزي من خلال واجهة تشبه تطبيقات مثل Alipay أو Venmo. بدلاً من كتابة الشيكات أو الدفع عبر الإنترنت باستخدام بطاقة، يمكنك استخدام السباكة الرخيصة للمصرف المركزي. وستكون أموالك مضمونة بالإيمان الكامل للدولة، وليس مصرفاً معصوماً. تريد شراء بيتزا فلا داعي للتعامل مع مركز اتصال

Citigroup أو دفع رسوم Mastercard؛ فمصرف إنجلترا والاحتياطي الفيدرالي في خدمتك .

يبدو تحول المصارف المركزية من أرستقراطي التمويل إلى الآخرين بعيد المنال، لكنه جارٍ. وتمثل أكثر من ٥٠ سلطنة نقدية، الجزء الأكبر من الناتج المحلي الإجمالي العالمي تستكشف العملات الرقمية. فقد أصدرت جزر البهاما نقوداً رقمية. وطرحت الصين برنامجها التجريبي لليوان الإلكتروني لأكثر من ٥٠٠٠٠٠٠ شخص. ويريد الاتحاد الأوروبي يورواً افتراضياً بحلول عام ٢٠٢٥، وأنشأت بريطانيا فريق عمل، وتبني أمريكا القوة المالية المهيمنة في العالم دولاراً إلكترونياً افتراضياً. أحد دوافع الحكومات والمصارف المركزية هو الخوف من فقدان السيطرة. تُسخر المصارف المركزية اليوم النظام المصرفي لتضخيم السياسة النقدية. إذا انتقلت المدفوعات والودائع والقروض من المصارف إلى العوالم الرقمية التي يديرها القطاع الخاص، فستكافح المصارف المركزية لإدارة الدورة الاقتصادية وضخ الأموال في النظام أثناء الأزمة. يمكن أن تصبح الشبكات الخاصة غير الخاضعة للإشراف غرباً متوحشاً للاحتيال وانتهاكات الخصوصية.

الدافع الآخر هو الوعد بنظام مالي أفضل. من الناحية المثالية، يوفر المال مخزناً موثوقاً للقيمة، ووحدة حساب ثابتة ووسيلة دفع فعالة. تتباين العلامات التجارية لأموال اليوم. يمكن أن يعاني المودعون غير المؤمن عليهم إذا فشلت المصارف، ولم يتم قبول البيتكوين على نطاق واسع وبطاقات الائتمان باهظة الثمن. ستحرز

العملات الإلكترونية الحكومية درجات عالية، لأنها مضمونة من الدولة وتستخدم مركز دفع مركزي رخيص .

نتيجة لذلك، يمكن أن تخفض Govcoins نفقات تشغيل الصناعة المالية العالمية، والتي تصل إلى أكثر من ٣٥٠ دولاراً سنوياً لكل شخص على وجه الأرض . يمكن أن يجعل هذا التمويل متاحاً لـ ١,٧ مليار شخص يفتقرون إلى الحسابات المصرفية . يمكن للعملات الرقمية الحكومية أيضاً توسيع مجموعات أدوات الحكومات من خلال السماح لها بإجراء مدفوعات فورية للمواطنين وخفض أسعار الفائدة إلى ما دون الصفر . بالنسبة للمستخدمين العاديين، فإن جاذبية وسيلة دفع مجانية وآمنة وفورية وعالمية أمر واضح .

ومع ذلك، فإن هذا النداء هو الذي يخلق المخاطر . غير المقيدة، يمكن أن تصبح Govcoins بسرعة قوة مهيمنة في التمويل، لا سيما إذا جعلت تأثيرات الشبكة من الصعب على الناس الانسحاب . يمكن أن تزعزع استقرار المصارف، لأنه إذا خبأ معظم الناس والشركات أموالهم في المصارف المركزية، فسيتعين على المقرضين إيجاد مصادر تمويل أخرى لدعم قروضهم .

إذا تم تجفيف مصارف التجزئة من التمويل، فسيتعين على شخص آخر القيام بالإقراض الذي يغذي إنشاء الأعمال . وهذا يثير الاحتمال المزعج للبيروقراطيين الذين يؤثرون على تخصيص الائتمان .

وفي حالة حدوث أزمة، قد يتسبب التدافع الرقمي للمدخرين في المصرف المركزي في تهافت المصارف .

بمجرد الصعود، يمكن أن تصبح Govcoins شاملة للدولة للسيطرة على المواطنين: فكر في الغرامات الإلكترونية الفورية للسلوك السيء. يمكنهم أيضاً تغيير الجغرافيا السياسية، من خلال توفير قناة للمدفوعات عبر الحدود وبدائل الدولار، والعملية الاحتياطية في العالم، وركيزة النفوذ الأمريكي. يعتمد حكم الدولار الأمريكي جزئياً على أسواق رأس المال المفتوحة وحقوق الملكية في أمريكا، والتي لا يمكن للصين أن تنافسها. لكنها تعتمد أيضاً على أنظمة المدفوعات القديمة، واتفاقيات إصدار الفواتير، والقصور الذاتي – مما يجعلها جاهزة للاضطراب. تخشى الدول الصغيرة أنه بدلاً من استخدام الأموال المحلية، قد يتحول الناس إلى العملات الإلكترونية الأجنبية، مما يتسبب في حدوث فوضى في البلاد.

### أموال جديدة، مشاكل جديدة

هذا النطاق الواسع من الفرص والمخاطر أمر شاق. إنه يكشف أن الحكام المستبدين في الصين، الذين يقدرون السيطرة قبل كل شيء آخر، يحدون من حجم اليونان الإلكترونية ويضيقون الخناق على المنصات الخاصة مثل Ant. يجب على المجتمعات المفتوحة أيضاً المضي قدماً بحذر من خلال وضع سقف لحسابات العملات الرقمية، على سبيل المثال.

تحتاج الحكومات والشركات المالية إلى الاستعداد لتحول طويل الأجل في كيفية عمل الأموال، وهو أمر بالغ الأهمية مثل القفزة نحو العملات المعدنية أو بطاقات الدفع. وهذا يعني تعزيز قوانين الخصوصية، وإصلاح كيفية إدارة المصارف المركزية، وإعداد مصارف التجزئة للقيام بدور هامشي أكثر. العملات الرقمية الحكومية هي

التجربة العظيمة التالية في مجال التمويل، وهي تعد بأن تكون ذات أهمية أكبر بكثير من أجهزة الصراف الآلي المتواضعة.



## المبحث الخامس

# تحذير صندوق النقد حول استخدام الأصول المشفرة كعملة وطنية<sup>1</sup>



---

MARK MOSS IS A FULL TIME INVESTOR, MARKET ANALYST AND CONTENT CREATOR

---

مع اكتساب البيتكوين زخماً في جميع أنحاء العالم، صعد المنظمون الماليون من لعبتهم لمحاولة إنقاذ النظام المالي المنهار.

---

📖 أرسل صندوق النقد الدولي **IMF** تحذيراً، يخبرنا أن استخدام الأصول المشفرة كعملة وطنية سيكون "خطوة بعيدة جداً". أنا شخصياً أعتقد أن الخطوة المبالغ في ذلك هي وجود هيئة عالمية غير خاضعة للمساءلة تفرض نظاماً نقدياً غير مستدام على الكلمة بأكملها، فما هي حجج صندوق النقد الدولي ونرى ما إذا كان لها أي وزن.

---

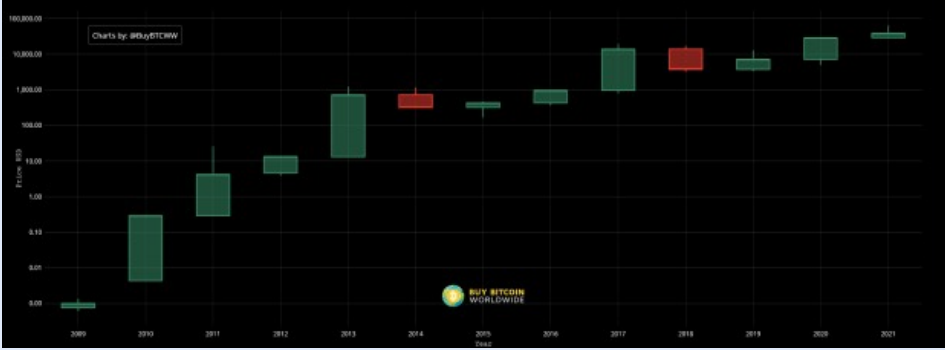
---

<sup>1</sup> WARNING AGAINST USING CRYPTO ASSETS AS NATIONAL CURRENCY, [MARK MOSS](#), Bitcoin Magazine, AUG 4, 2021, [Link](#)

## لا خوف من التقلبات قصيرة المدى

يبدأ صندوق النقد الدولي بتحذيرنا من أن الأصول المشفرة متقلبة للغاية، كما لو أننا لا نعرف ذلك. قال صندوق النقد الدولي إن عملة البيتكوين "وصلت إلى ذروتها عند ٦٥٠٠٠ دولار في أبريل، لكنها تحطمت بعد ذلك إلى أقل من نصف هذه القيمة بعد شهرين فقط". لذا نعم، إنها متقلبة.

ولكن ها هي القطعة التي يفتقدها صندوق النقد الدولي. إذا كنت تقيس استثماراتك في أسابيع وشهور، فسوف تخسر كل مرة. تحتاج إلى التصغير والنظر إليه على المدى الطويل.



Source: [buybitcoinworldwide.com](http://buybitcoinworldwide.com)

أعلاه هو سعر البيتكوين في الشموع السنوية منذ عام ٢٠٠٩. يمكننا أن نرى أنه استمر في الارتفاع والصعود، مع بضع سنوات فقط من الانخفاض. هذه صورة مختلفة تماماً عما يخبرك به صندوق النقد الدولي. حتى بالنظر إلى التراجع الأخير في عملة البيتكوين، فإنه لا يزال مرتفعاً بنسبة ٣٠٠٪ في الأشهر الـ ١٢ الماضية. أخذ العرض الأطول هو المفتاح. يحاول صندوق النقد الدولي إخافتك من خلال النظر فقط إلى التقلبات قصيرة المدى.

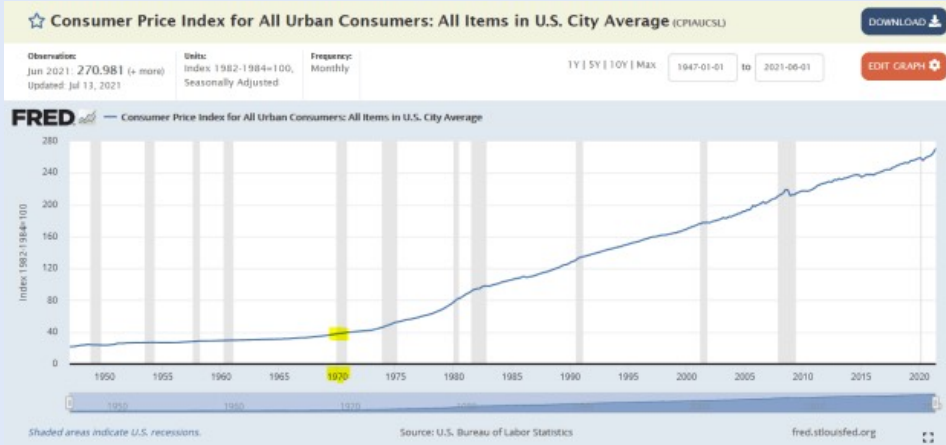
## "التضخم المستقر" مقابل التراكم

بعد ذلك، يجادل صندوق النقد الدولي بأنه: "من غير المرجح أن تنتشر الأصول المشفرة في البلدان ذات التضخم المستقر". التضخم يعني أن أموالنا تفقد قيمتها. إنها تفقد القوة الشرائية. لن أسمى ذلك مستقرًا، ولا أقبل خسارة أموالنا للقيمة بمعدل ثابت من اختيار المصرف المركزي. بالنسبة لي، الاستقرار يعني أن ثروتي لا تتضخم.

يمضي صندوق النقد الدولي في القول إن الناس لن يكون لديهم حافزًا كبيرًا للدخار، حتى لو تم تحويل عملة مشفرة مثل البيتكوين إلى مناقصة قانونية. ويزعمون أن الناس يفضلون حيازة عملة عالمية مثل الدولار أو اليورو.

إنهم يتوقعون منك أن نعتقد أن الناس الذين يعيشون تحت عنوان "التضخم مستقر"، وأنتك ستحتفظ وستتعامل بالعملات الورقية، والتي فقدان قيمتها مضمونة، بدلا من وضع أموالك في بيتكوين، التي لديها سجل طويل من تزايد مع مرور الوقت. فأيتها ستختار؟ وماذا يشعر الأشخاص الذين يعيشون في بلدان مثل الأرجنتين ولبنان وفنزويلا حيال رؤية التضخم الجامح وانفجار عملاتهم؟ فأيتها سيختارون؟

التضخم قاتل مطلق، حتى لو كنت تعيش في ظل نظام "تضخم مستقر". يمكنك أن ترى مؤشر أسعار المستهلك الأمريكي يرتفع بسرعة بعد أن خرجنا عن معيار الذهب في عام ١٩٧١. كان التضخم ضعيفا حتى تلك النقطة، ثم ارتفع بشكل مباشر. هذه ثروتك تتم سرقتها على مدى عقود.



Source: FRED

أداء الدولار ضعيف بشكل مثير للضحك مقارنة بالأصول الأخرى. يمكننا أن نرى في هذا الرسم البياني الذي وضعه Michael Saylor من MicroStrategy، فقد الدولار ٩٨٪ من قوته الشرائية في خمس سنوات فقط مقابل البيتكوين.



Source: MicroStrategy

في حساب مماثل مقارنة بمؤشر S&P 500، فقد الدولار ٩١٪ من قوته الشرائية على مدار ٣٠ عاماً. تفقد دولاراتك الورقية باستمرار قيمتها ويقل أداؤها مقارنةً بالبيتكوين والأسهم. ومع ذلك، يقول صندوق النقد الدولي إنك تفضل الاحتفاظ

بالدولار بدلاً من البيتكوين، مما يمنحك عائداً بنسبة ٢٣٩٪ سنوياً. هذا جنون. سأقوم باستبدال بعض التقلبات قصيرة المدى للحصول على فرصة لبناء ثروة حقيقية.

أريد أن أكون عادلاً مع صندوق النقد الدولي هنا. هناك شيء واحد أتفق معه في مقالتهم. يقولون أن الأصول المشفرة قد تتعامل مع غير المتعاملين مع المصارف. حوالي ملياري شخص لا يستطيعون الوصول إلى النظام المالي. هذه مشكلة كبيرة. في السلفادور، حيث زرتها مؤخراً، يتكلف إنشاء حساب مصرفي ما بين ٢٥ إلى ٥٠ دولاراً في الشهر. هذا هو حوالي نصف ما يكسبه الناس في شهر واحد، وبالتالي فإن المعاملات المصرفية باهظة التكلفة. ستكون البيتكوين هي المفتاح لمنح العالم غير المصرفي الوصول إلى النظام المالي.

## تكتيكات التخويف

يقول صندوق النقد الدولي إن العملات المشفرة ستمول النشاط

الإجرامي والإرهاب

يشعر صندوق النقد الدولي بالقلق بشأن العملات المشفرة التي تهدد النزاهة المالية؛ قائلاً: إنه بدون تنظيم صارم، "يمكن استخدام الأصول المشفرة لغسل الأموال غير المشروعة وتمويل الإرهاب والتهرب من الضرائب. قد يشكل هذا مخاطر على النظام المالي لبلد ما... لذا، فإن المئات من الدولارات أو الآلاف من الدولارات التي تمتلكها في العملات المشفرة يمكن أن تمول الإرهاب، كما يقولون. بغض النظر عن مبلغ ٤٠٠ مليون دولار نقداً وضعت إدارة أوباما على متن طائرة

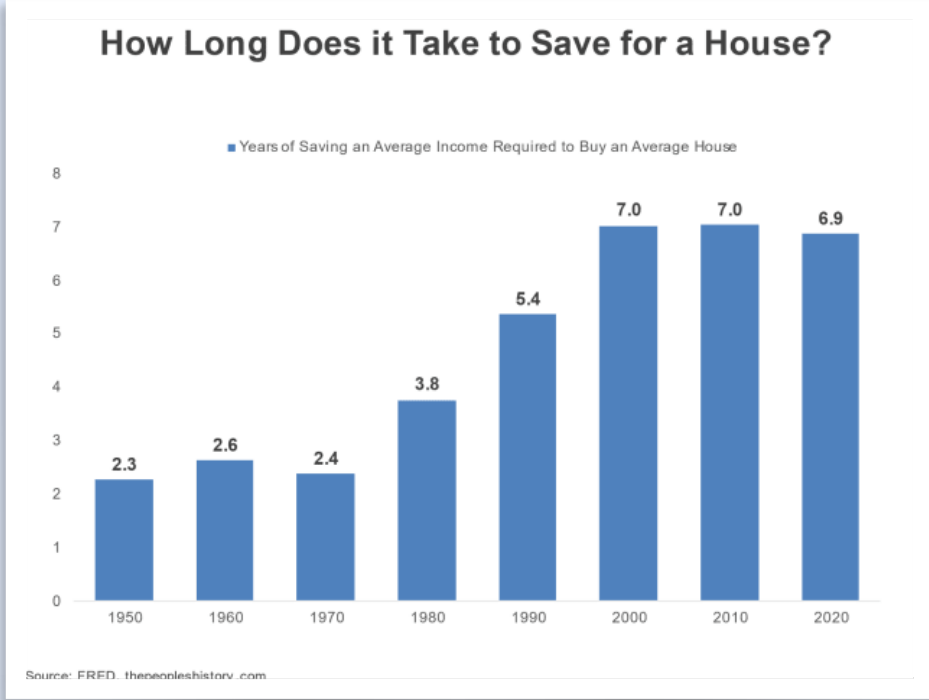
وذهبت إلى إيران، إحدى أكبر الدول الراعية للإرهاب في العالم. لا، إنهم قلقون أكثر بشأن قيامك بتجميع بعض البيتكوين.

هذا التصيد القلق يطير في مواجهة كل الواقع. في سبتمبر ٢٠٢٠، أصدر الاتحاد الدولي للصحفيين الاستقصائيين تقريراً ضخماً بعنوان "المصارف العالمية تتحدى الحملات الأمريكية من خلال خدمة الأوليغارشيين والمجرمين والإرهابيين"، تظهر تريليونات الدولارات من الأموال القذرة تتدفق عبر المصارف الأمريكية الكبرى، وتتعامل مع أنظمة فاسدة، المجرمين المنظمين والمحتملين. تريليونات الدولارات، وليس البيتكوين، تُغسل لتمويل نشاط إجرامي، ومن يدري ماذا أيضاً؟ ومع ذلك، يعتقد صندوق النقد الدولي أنك المشكلة، فأنت الخطر الإجرامي للاحتفاظ ببعض البيتكوين. إنه أمر مضحك.

### الإنتاجية المفقودة

يدعي صندوق النقد الدولي أيضاً أن اعتماد البيتكوين سيؤدي إلى عدم استقرار الاقتصاد الكلي وفقدان الإنتاجية، قائلاً: "ستقضي الأسر والشركات وقتاً وموارد كبيرة في اختيار الأموال التي ستحتفظ بها بدلاً من الانخراط في أنشطة إنتاجية." ستقضي طوال اليوم قلقاً بشأن العملة التي يجب استخدامها. بالتأكيد. أريد أن أتطرق إلى فكرة الوقت المنتج. في ظل نظام فيات يسيطر عليه المصرف المركزي للتضخم اللانهائي وخفض قيمة العملة، يُسرق منك وقت الإنتاج. إنهم يسرقون وقتك حرفياً مع التضخم.

على سبيل المثال، لقد بحثت مؤخراً عن تأثير تضخم الإسكان الجامح على الأسرة النموذجية على مر السنين. لقد حسبت الوقت اللازم للدخار للمنزل. كانت النتائج مذهلة.



في عام ١٩٥٠، استغرق الأمر ٢.٣ عاماً من حياتك، وعملك، لتوفير تكلفة منزل متوسط. بحلول عام ٢٠٢٠، تضخم هذا الرقم إلى ما يقرب من ٧ سنوات. لقد سرق النظام منك ذلك الوقت من خلال التضخم.

لكن صندوق النقد الدولي لا يهتم بـ ٤.٥ سنوات من عمرك الضائعة لمواكبة تضخم الإسكان. إنهم قلقون أكثر بشأن الدقائق القليلة التي قد تضطر إلى إنفاقها لتقرير كيفية تخصيص أموالك بالدولار أو البيتكوين.

الحقيقة هي أنه في ظل الأموال المستقرة، ستصبح أكثر إنتاجية، وليس أقل .

### بيتكوين هو تهديد لقوتهم

بعد كل هذه الحجج الواهية، وصل صندوق النقد الدولي إلى قلب كل ذلك، معترفاً بأن "السياسة النقدية ستفقد قوتها". الاعتماد الجماعي للعملات المشفرة يعني أن المصارف المركزية ستفقد أسنانها. لن يكونوا قادرين على الحفر وفرض أفعالهم. لن يكونوا قادرين على ممارسة سيطرة كاملة على أسعار الفائدة. هذا شيء جيد. نريدهم أن يفقدوا عضتهم. يجب أن تقرر السوق الحرة أسعار الفائدة، وليس محافظي المصارف المركزية. إذا كان عدد المقرضين أكثر من المقرضين، فينبغي أن تنخفض أسعار الفائدة. إذا كان عدد المقرضين أكثر من المقرضين، فيجب أن ترتفع أسعار الفائدة. لا ينبغي أن يكون للمصرف المركزي دور هنا. لكن المصارف المركزية لا تريد التخلي عن سيطرتها وهذا هو السبب في أنها تريد اتخاذ إجراءات صارمة للغاية على العملات المشفرة والبيتكوين، وتحذيرك من مخاطرها.

قالت السناتور إليزابيث وارين مؤخراً: "لا نريد أن تكون سياساتنا في أيدي المبرمجين الفائقين الغامضين". بدلاً من ذلك، نفضل أن تكون سياساتنا في أيدي

المصارف المركزية التي تفتقر إلى الشفافية؟ كيف يتم ذلك بالنسبة لنا؟

المفارقة أنهم يقدمون الحجج نيابة عنا. يخبرنا رد الفعل القوي ضد العملات المشفرة من السلطات المركزية أننا تجاوزنا الهدف. إنهم يخبروننا أن العملة المشفرة تمثل تهديداً وجودياً للمصارف المركزية.




البيتكوين هو الشيء الوحيد الذي يمكن أن يؤدي إلى انهيار هذا النظام النقدي  
الفساد بالكامل والطريقة التي تمكننا من بناء ثروة حقيقية ودائمة لأنها العملة  
المشفرة الوحيدة التي تحل المشكلات التي أحدثها هذا النظام الحالي .

## الفصل السادس

### قواعد جديدة وغريبة للاقتصاد العالمي<sup>1</sup>

# The Economist

لقد تغيرت طريقة عمل اقتصادات العالم الغني بشكل جذري. لذلك  يجب على السياسة الاقتصادية أن تتغير.

تتكون اقتصادات RICH-WORLD من مليار مستهلك وملايين الشركات التي تتخذ قراراتها الخاصة. لكنها تتميز أيضاً بمؤسسات عامة قوية تحاول توجيه الاقتصاد، بما في ذلك المصارف المركزية، التي تضع السياسة النقدية، والحكومات التي تقرر مقدار الإنفاق والاقتراض. على مدار الثلاثين عاماً الماضية أو أكثر، عملت هذه المؤسسات وفقاً للقواعد المعمول بها. تريد الحكومة سوق وظائف مزدهرة تفوز بالأصوات، ولكن إذا ارتفعت درجة حرارة الاقتصاد، فسوف يتسبب ذلك في حدوث تضخم. وبالتالي، هناك حاجة إلى المصارف المركزية المستقلة للتخلص من الوعاء الضخم في الوقت الذي يسخن فيه الحزب، لاقتراض السخرية المألوفة من ويليام ماكيسني مارتن، الذي كان في يوم من الأيام رئيساً لمجلس الاحتياطي الفيدرالي. فكر في الأمر كتنقسيم للعمل: يركز السياسيون على الحجم

<sup>1</sup> The Economist, The world economy's strange new rules, How rich-world economies work has changed radically. So must economic policy, Oct 10th 2019, [link](#).

طويل الأجل للدولة وعدد لا يحصى من الأولويات الأخرى. التكنوقراط لديهم المهمة الصعبة المتمثلة في ترويض دورة الأعمال.

هذا الترتيب الأنيق ينهار. كما يوضح تقريرنا الخاص، فقد الرابط بين انخفاض البطالة وارتفاع التضخم. تتمتع معظم دول العالم الثري بازدهار في الوظائف حتى مع عدم تحقيق المصارف المركزية لأهداف التضخم. معدل البطالة في أمريكا، عند ٣.٥٪، هو الأدنى منذ عام ١٩٦٩، لكن التضخم ٤.١٪ فقط. أسعار الفائدة منخفضة لدرجة أن المصارف المركزية ليس لديها مجال كبير لخفضها في حالة حدوث ركود. حتى الآن، لا يزال البعض يحاول دعم الطلب بالتيسير الكمي QE، أي شراء السندات. بدت هذه الحالة الغريبة مؤقتة، لكنها أصبحت طبيعية جديدة. ونتيجة لذلك، فإن قواعد السياسة الاقتصادية تحتاج إلى إعادة صياغة – وعلى وجه الخصوص، تقسيم العمل بين المصارف المركزية والحكومات. هذه العملية محفوفة بالمخاطر بالفعل. يمكن أن تصبح خطيرة.

### الحقبة الجديدة من السياسة الاقتصادية والأزمة المالية

تعود جذور الحقبة الجديدة من السياسة الاقتصادية إلى الأزمة المالية في ٢٠٠٧-٢٠٠٩. سنتّ المصارف المركزية تدابير مؤقتة وغير عادية مثل التيسير الكمي لتجنب الكساد. لكن أصبح من الواضح منذ ذلك الحين أن هناك قوى عميقة تعمل. لم يعد التضخم يرتفع بشكل موثوق عندما تكون البطالة منخفضة، ويرجع ذلك جزئياً إلى أن الجمهور أصبح يتوقع ارتفاعات متواضعة في الأسعار، وأيضاً لأن سلاسل التوريد العالمية تعني أن الأسعار لا تعكس دائماً

ظروف سوق العمل المحلية. في الوقت نفسه، أدت الزيادة في المدخرات وإحجام الشركات عن الاستثمار إلى انخفاض أسعار الفائدة. لا تشبع الرغبة العالمية في ادخار أكثر من ربع جميع السندات ذات الدرجة الاستثمارية، والتي تبلغ قيمتها ١٥ تريليون دولار، الآن لديها عوائد سلبية، مما يعني أن المقرضين يجب أن يدفعوا للاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق.

### الاقتصاديون والمسؤولون يكافحون للتكيف

في أوائل عام ٢٠١٢، اعتقد معظم مسؤولي الاحتياطي الفيدرالي أن أسعار الفائدة في أمريكا ستستقر عند أكثر من ٤٪. ما يقرب من ثماني سنوات بعد أن كانت فقط ١.٧٥-٢٪ وهي الأعلى في G7. قبل عقد من الزمن، اعتقد جميع صانعي السياسات والمستثمرين تقريباً أن المصارف المركزية ستفكك في نهاية المطاف من التسهيل الكمي عن طريق بيع السندات أو ترك ممتلكاتها تنضج. الآن تبدو السياسة دائمة. تبلغ الميزانيات العمومية المجمعة للمصارف المركزية في أمريكا ومنطقة اليورو وبريطانيا واليابان أكثر من ٣٥٪ من إجمالي الناتج المحلي. المصرف المركزي الأوروبي ECB، في محاولة يائسة لزيادة التضخم، يستأنف التيسير الكمي. تمكن مصرف الاحتياطي الفيدرالي لفترة من الوقت من تقليص ميزانيته العمومية، ولكن منذ سبتمبر بدأت أصوله في النمو مرة أخرى حيث قام بضخ السيولة في أسواق المال المتذبذبة. في الثامن من أكتوبر، أكد جيروم باول، رئيس مجلس إدارة مصرف الاحتياطي الفيدرالي، أن هذا النمو سيستمر.

أحد الآثار الضمنية لهذا العالم الجديد واضح . مع نفاذ طرق المصارف المركزية لتحفيز الاقتصاد عندما يتأرجح ، سينخفض المزيد من الرفع الثقيل إلى التخفيضات الضريبية والإنفاق العام . نظراً لأن معدلات الفائدة منخفضة جداً أو سلبية ، فإن الدين العام المرتفع يكون أكثر استدامة ، لا سيما إذا تم استخدام الاقتراض لتمويل الاستثمارات طويلة الأجل التي تعزز النمو ، مثل البنية التحتية . لكن السياسة المالية الأخيرة كانت مشوشة ومدمرة في بعض الأحيان . فشلت ألمانيا في تحسين طرقها وجسورها المتهاككة . وخفضت بريطانيا ميزانياتها بشدة في أوائل عام ٢٠١٠ . بينما كان اقتصادها ضعيفاً – وافتقارها إلى الاستثمار العام هو أحد أسباب نمو الإنتاجية المنخفض المزمّن . وتعاني أمريكا من عجز أكبر من المتوسط ، لكن لتمويل التخفيضات الضريبية للشركات والأثرياء ، بدلاً من إصلاحات الطرق أو شبكات الطاقة الخضراء .

في حين يكافح السياسيون الحاليون لتطبيق السياسة المالية بشكل مناسب ، فإن أولئك الذين لم يفوزوا بعد في مناصبهم يتطلعون إلى المصارف المركزية كمصدر مناسب للنقد . تقول " النظرية النقدية الحديثة " ، وهي فكرة غريبة تكتسب شعبية بين اليسار الأمريكي ، إنه لا توجد تكاليف لتوسيع الإنفاق الحكومي بينما التضخم منخفض – طالما أن المصرف المركزي ضعيف . ( هجمات الرئيس دونالد ترامب على الاحتياطي الفيدرالي تجعله أكثر عرضة للخطر ) . يريد حزب العمال البريطاني المعارض استخدام مصرف إنجلترا لتوجيه الائتمان من خلال مجلس استثمار ، " يجمع " أدوار المستشار ووزير الأعمال ومحافظ مصرف إنجلترا .

في صورة معكوسة، بدأت المصارف المركزية في التعدي على السياسة المالية، وهي أراضي الحكومات. تدعم حيازات السندات الضخمة لمصرف اليابان الدين العام بما يقرب من ٢٤٠٪ من الناتج المحلي الإجمالي. في منطقة اليورو، يوفر التيسير الكمي والمعدلات المنخفضة تخفيفاً في الميزانية لبلدان الجنوب المثقلة بالديون - الأمر الذي أثار هذا الشهر هجوماً لاذعاً على المصرف المركزي من قبل بعض الاقتصاديين البارزين في الشمال والمسؤولين السابقين (انظر التبادل الحر). أصدر ماريو دراغي، الرئيس المنتهية ولايته للمصرف المركزي الأوروبي، نداءات عامة من أجل التحفيز المالي في منطقة اليورو. يعتقد بعض الاقتصاديين أن المصارف المركزية بحاجة إلى أدوات مالية يمكنها سحب نفسها.

وهنا يكمن الخطر في اندماج السياسة النقدية والمالية. تماماً كما يجذب السياسيون إلى التدخل في المصارف المركزية، كذلك سيتخذ التكنوقراط قرارات هي المجال الشرعي للسياسيين. إذا كانوا يسيطرون على الرافعات المالية، فما مقدار الأموال التي يجب أن يقدموها للفقراء؟ ما هي الاستثمارات التي يجب عليهم القيام بها؟ ما هو نصيب الاقتصاد الذي يجب أن تنتمي إليه الدولة؟

### حدود جديدة

في فترات الركود، ستحتاج الحكومات أو المصارف المركزية إلى إدارة حافز مالي سريع وقوي ولكنه محدود. تتمثل إحدى الأفكار في تعزيز مثبتات المالية العامة التلقائية للحكومة، مثل التأمين ضد البطالة، والتي تضمن عجزاً أكبر في حالة توقف الاقتصاد. والشيء الآخر هو إعطاء المصارف المركزية أداة مالية لا تحاول إعادة

توزيع الأموال، وبالتالي لا تدعو إلى نوبة جنون في المطابع – على سبيل المثال، عن طريق تحويل مبلغ مساوٍ إلى الحساب المصرفي لكل مواطن بالغ عندما ينهار الاقتصاد. كل مسار يجلب مخاطر. لكن الترتيب القديم لم يعد يعمل. يجب إعادة تشكيل المؤسسات التي توجه الاقتصاد لتناسب عالم اليوم الجديد الغريب.

## المستقبل المنشود

ذكرت في كتابي (السياسات النقدية والمالية والاقتصادية: المثلث غير المتساوي الأضلاع بنظرة إسلامية)<sup>1</sup> خلاصة السياسات النقدية، وهي تؤكد ما ذكرناه في القيل والقال حول المصارف المركزية، وقد جاء في تلك الخلاصة الآتي:

يبدو أن السياسات المالية هي مربط الفرس، وأن مُنقذها هو السياسات النقدية؛ المتهم الأول في إحداث الأزمات، بوصفها الحل السحري للحكومات وقاداتها، والتي سرعان ما تنعكس آثارها على السياسات المالية من خلال فرض الضرائب لتغطية عجز موازنتاتها. وإن جميع الآثار تصب في نهاية المطاف في السياسات الاقتصادية لتعود الكُرة لتظهر على شكل أزمة طاحنة تذهب بكل شيء. وقد ذكرنا عدة شواهد قديمة كأزمة المسيسيبي وحديثة كأزمة لبنان، والشواهد تطول.

لقد تتابعت الأزمات العالمية بنفس الطريقة والصورة، فالنهم والجشع والشره أمراض مالية عند الحكومات يجعلها تتوسع في الإنفاق الترفي والتبذيري دون ضابط، وتتوسع أيضاً في حروب طاحنة، ولا يُشبع ذلك إلا فساد نقدي من خلال تبني حلول عقيمة مؤذية مدمرة، ثم اللجوء من جديد إلى السياسات المالية والاقتصادية لترميم آثار تلك الأمراض لفترة وجيزة من الزمن، ليرسو كل شيء في النهاية في مستنقع نتن لا يُبقي ولا يذر.

<sup>1</sup> قنطقجي، د. سامر مظهر، السياسات النقدية والمالية والاقتصادية: المثلث غير المتساوي الأضلاع بنظرة إسلامية، كاي للنشر، رابط.



ولم يبق أمام السياسة النقدية سوى سياسة رفع التضخم بشكل لا يحده إلا المزيد من التطرف، وهنا يبرز دور السياسة المالية العامة بقوة، حيث يصعب فهم الهوس في الحد من الدين العام عندما يكون الاقتراض رخيصاً كما هو حاله اليوم؛ وطالما بقي دون ضوابط صارمة تطبق على الجميع؛ أي الناس وحكامهم، كما تفعل الشريعة الإسلامية.

لقد اتضح مما ذكرناه أن مكنم دهاء السياسة النقدية، أن لا آثار ظاهرة لأي اعتداء على الاقتصاد عندما يحصل من طرفها؛ وذكرنا أمثلة على ذلك كاعتداء (سوروس) على الجنيه الاسترليني، واعتداء الولايات المتحدة الأمريكية على الليرة التركية.

والنتيجة؛ أن البنوك المركزية ليست حيادية في الاقتصاد بل تمثل أداة تحقق الكسب للحكومات مستغلة مصالح الناس؛ فعوضاً عن كونها مؤسسات تدير مصالح الناس بحيادية صارت أداة استغلالها؛ فالسياسات النقدية تعمل على إفقار الناس وسحب مدخراتهم وتفريغها من قيمتها الحقيقية. كما أن البنوك عموماً تعمل لتعظيم مصالحها ضاربة مصالح الناس عرض الحائط<sup>1</sup>.

أما ما سيشهده العالم كنتيجة لسياسة انخفاض أسعار الفائدة؛ فهو تدمير نموذج الأعمال الأساسي للبنوك وانهيائه؛ لأن البنوك لا يمكنها مواجهة واستيعاب الخسائر غير المتوقعة برؤوس أموالها فقط؛ عندئذ لا بد من اللجوء لأساليب

<sup>1</sup> مرجع سابق، السياسات، ص ٤٢٧.

التمويل الإسلامي في تحويل العلاقة الائتمانية الربوية بين المقرض والمقترض إلى علاقة شريك أو وكيل كما هو حال المصارف الإسلامية مع عملائها .

ويجب أن تتوقف البنوك التقليدية عن فرض الرسوم على الإيداع والسحب وما إلى ذلك من إجراءات خرقاء لجأت إليها بعد أزمة ٢٠٠٨؛ لتعويض ما فاتها من مكاسب ربوية نظراً لانخفاض سعر الفائدة، وللأسف سارت البنوك الإسلامية مقلدة البنوك الربوية في ذلك النهج، مستغلة فرض الحكومات ثقافة التعامل المصرفي بكل أشكاله على الناس بحجج واهية كمحاربة غسيل الأموال، ومحاربة تمويل الإرهاب، ولا بد من توقع ابتداء حجج أخرى لتبقى السيطرة النقدية قائمة إذلالاً للناس باستعبادهم نقدياً وبعده أشكال، وقد أوردنا ذلك في أكثر من مقال ذكر ما يحصل في الولايات المتحدة الأمريكية، والتي تفرض أنموذجها على من هم دونها، وللأسف كل حكومات العالم تابعة ومقلدة لها طواعية أو غير طواعية .

وفي نهاية الأمر لن يبق إلا الصالح أما السلوكيات الفاسدة فذهبة إلى غير رجعة ولو بعد حين؛ يقول المولى عزل وجل مبيناً سنته الأزلية: **كَذَلِكَ يَضْرِبُ اللَّهُ الْحَقَّ وَالْبَاطِلَ فَأَمَّا الزَّبَدُ فَيَذْهَبُ جُفَاءً وَأَمَّا مَا يَنْفَعُ النَّاسَ فَيَمْكُتُ فِي الْأَرْضِ كَذَلِكَ يَضْرِبُ اللَّهُ الْأَمْثَالَ (الرعد: ١٧)**، ويبقى الإثم على من فعله؛ ليحاسب به في الدنيا والآخرة .

تم بحمد الله تعالى في حماة (حماها الله) بتاريخ ٢١ ربيع الثاني ١٤٤٣ هـ والموافق ٢٦ نوفمبر/ تشرين الثاني ٢٠٢١ م

وكتبه؛ الفقير إلى الله / سامر مظهر قنطقجي

## المراجع

١. توبياس أدريان، وتوماسو مانسيني-غريفولي، النقود العامة والخاصة يمكن أن تتعايش في العصر الرقمي، ١٩ فبراير ٢٠٢١، صندوق النقد الدولي، رابط.
٢. أندولفاتو، ديفيد، "صدّات السيولة وأسعار الفائدة الحقيقية والاختلالات العالمية" مصرف الاحتياطي الفيدرالي لمراجعة سانت لويس، مايو / يونيو ٢٠١٢، المجلد ٩٤، رقم ٣، ص ٩٥-١٨٧.
٣. أندولفاتو، ديفيد، "نموذج للسياسة النقدية الأمريكية قبل وبعد الركود" مصرف الاحتياطي الفيدرالي لمراجعة سانت لويس، الربع الثالث ٢٠١٥، المجلد ٩٧، رقم ٣.
٤. قنطقجي، د. سامر مظهر، السياسات النقدية والمالية والاقتصادية، المثلث غير المتساوي الأضلاع بنظرة إسلامية، منشورات كاي، نشر إلكتروني، رابط.

5. Alex J. Pollock, Since 2008, Monetary Policy Has Cost American Savers about \$4 Trillion, Nov 17, 2021, [Link](#).
6. ANSEL LINDNER, THE FIAT DOLLAR SYSTEM IS NO PRIVILEGE: THE BURDEN AND WHY THE U.S. WILL ADOPT BITCOIN, Bitcoin Magazine, SEP 1, 2021, [Link](#).
7. David Andolfatto, Does the National Debt Matter?, St. Louis Fed, December 4, 2020, [Link](#).
8. DUSTIN LAMBLIN, WHY CENTRAL BANKS ARE THE OPIOID OF OUR ECONOMY, Bitcoin Magazine,, NOV 5, 2021, [Link](#).
9. Friedman, M., The yo-yo U.S. Economy, Newsweek, 15 Feb, 1982.
10. Jeremy Kingsley, The Economist Intelligence Unit, Branching out: can banks move from city centers to digital ecosystems?, The Economist, July 01, 2021, [Link](#).
11. MARK MOSS, WARNING AGAINST USING CRYPTO ASSETS AS NATIONAL CURRENCY, Bitcoin Magazine, AUG 4, 2021, [Link](#)
12. The Economist, Banks lose out to capital markets when it comes to credit provision, 25 Jul 2020, [Link](#).
13. The Economist, Despite his shortcomings, Jerome Powell should be reappointed Fed chairman, Aug 28th 2021, [Link](#).

14. [The Economist](#), Governments must beware the lure of free money, Jul 23rd 2020, [Link](#).
15. [The Economist](#), Inequality could be lower than you think, Nov 28th 2019, [Link](#).
16. [The Economist](#), Japanese banks grapple with ultra-low interest rates, Dec 24th 2016, [Link](#).
17. [The Economist](#), The digital currencies that matter: Get ready for Fedcoin and the e-euro, May 8th 2021, [Link](#).
18. [The Economist](#), The dollar's strength is a problem for the world, Dec 3rd 2016, [Link](#).
19. [The Economist](#), The world economy's strange new rules, How rich-world economies work has changed radically. So must economic policy, Oct 10th 2019, [link](#).
20. [The Economist](#), Why a strengthening dollar is bad for the world economy, Dec 3rd 2016, [Link](#).
21. [Tobias Adrian](#), [Michael Lee](#), [Tommaso Mancini-Griffoli](#), and [Antoine Martin](#), Central Banks and Digital Currencies, Liberty Street Economics, JUNE 23, 2021, [Link](#).
22. [ULRIC PATTILLO](#), THE INHERENT GREED OF THE FIAT SYSTEM, Bitcoin Magazine, AUG 17, 2021, [Link](#).
23. [Wolf Richter](#), Inflation Becomes a Political Bitch for Democrats as People's Mood Sours amid Biggest Fed-Fueled Boom for the Wealthy, Nov 14, 2021, [Link](#).
24. [Wolf Richter](#), Powell in WSJ Op-ed: "I Truly Believe that We [the Rich] Will Emerge from this Crisis Stronger and Better, as We [the Rich] Have Done so Often Before", Mar 19, 2021, [Link](#).
25. [Wolf Richter](#), Shock-and-Awe Rate Hikes Begin in the Emerging Markets amid Surging Inflation, Mar 18, 2021, [Link](#).
26. [Wolf Richter](#), State of the American Debt Slaves: Forbearance & Free-Money Phenomenon amid Soaring Prices of Homes & Autos, Aug 3, 2021, [Link](#).
27. [Wolf Richter](#), The Fed Lost Control of the Inflation Narrative, Nov 4, 2021, [Link](#).
28. [Wolf Richter](#), What's Behind the Fed's Project to Send Free Money to People Directly?, Oct 2, 2020, [link](#).

## صدر للمؤلف

- (١) **ترشيد عمليات الصيانة بالأساليب الكمية**، رسالة ماجستير، ١٩٩٠، جامعة حلب، منشورات كاي، نشر إلكتروني. ويتضمن ثلاثة نماذج رياضية فريدة:
  - نموذج استبدال التجهيزات (أسلوب البرمجة الديناميكية).
  - نموذج تخزين قطع التبدل (أسلوب البرمجة الخطية والبرمجة الديناميكية).
  - نموذج قياس الموثوقية.
- (٢) **دور الحضارة الإسلامية في تطوير الفكر المحاسبي**، رسالة دكتوراه، جامعة حلب، ٢٠٠٣، منشورات كاي، نشر إلكتروني.
- (٣) **فقه المحاسبة الإسلامية / الجزء الأول: المنهجية العامة**، مؤسسة الرسالة ناشرون بدمشق، منشورات كاي، نشر إلكتروني.
- (٤) **معجم مصطلحات فقهية عربي / عربي**، منشورات كاي، نشر إلكتروني.
- (٥) **فقه المحاسبة الإسلامية / الجزء الثاني: المحاسبة الاجتماعية**، دار النهضة بدمشق، منشورات كاي، نشر إلكتروني.
- (٦) **مشكلة البطالة وعلاجها في الفقه الإسلامي**، مؤسسة الرسالة ناشرون بدمشق، منشورات كاي، نشر إلكتروني.
- (٧) **الفروق الجوهرية بين المصارف الإسلامية والمصارف الربوية**، دار شعاع، منشورات كاي، نشر إلكتروني.
- (٨) **صناعة التمويل في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية**، دار شعاع، منشورات كاي، نشر إلكتروني.
- (٩) **التأمين الإسلامي التكافلي**، أسسه ومحاسبته، دار شعاع.
- (١٠) **لغة الإفصاح المالي والمحاسبي XBRL**، دار أبي الفداء للنشر والتوزيع والترجمة، منشورات كاي، نشر إلكتروني.

(١١) سياستا تحصيل الزكاة وإلغاء الضرائب المالىتين (فقه الاقتصاد المالى)، دار شعاع،

منشورات كاي، نشر إلكتروني .

(١٢) صندوق القرض الحسن، دار شعاع، منشورات كاي، نشر إلكتروني .

(١٣) ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، دار النهضة بدمشق –

ودار السيد بالمملكة العربية السعودية – ودار شعاع بحلب (نسخة مزيدة ومنقحة)،

منشورات كاي، نشر إلكتروني .

(١٤) فقه المعاملات الرياضي، دار أبي الفداء للنشر والتوزيع والترجمة، منشورات كاي، نشر

إلكتروني . ويتضمن خمسة نماذج رياضية فريدة:

– النموذج الرياضي للربا .

– النموذج الرياضي للبيوع .

– النموذج الرياضي للغرر .

– النموذج الرياضي للاقتصاد الإسلامي .

– نموذج قياس أداء المعاملات المالية الإسلامية بديلا عن مؤشر اللابور .

(١٥) فقه الأسواق، (سلسلة فقه المعاملات الإسلامية) مؤسسة الرسالة ناشرون بدمشق،

منشورات كاي، نشر إلكتروني .

(١٦) فقه الإيراد، (سلسلة فقه المعاملات الإسلامية) مؤسسة الرسالة ناشرون بدمشق،

منشورات كاي، نشر إلكتروني . والكتاب مترجم للغة الأوردو .

(١٧) فقه التكلفة، (سلسلة فقه المعاملات الإسلامية) مؤسسة الرسالة ناشرون بدمشق،

منشورات كاي، نشر إلكتروني .

(١٨) فقه الربح، (سلسلة فقه المعاملات الإسلامية) مؤسسة الرسالة ناشرون بدمشق، منشورات

كاي، نشر إلكتروني .

(١٩) أيهما أصلح في الاستثمار معيار الربح أم معيار الاستثمار؟، (سلسلة فقه المعاملات

الإسلامية) مؤسسة الرسالة ناشرون بدمشق، منشورات كاي، نشر إلكتروني .

- ٢٠) نموذج توزيع أرباح وخسائر شركات المضاربة الإسلامية - نموذج رياضي - ، (سلسلة فقه المعاملات الإسلامية) مؤسسة الرسالة ناشرون بدمشق، منشورات كاي، نشر إلكتروني . والكتاب مترجم للإنكليزية .
- ٢١) الفساد، أسبابه ونتائجه والحلول المقترحة للقضاء عليه، (سلسلة فقه المعاملات الإسلامية) مؤسسة الرسالة ناشرون بدمشق، منشورات كاي، نشر إلكتروني .
- ٢٢) معيار قياس أداء المعاملات المالية الإسلامية (بديلاً عن مؤشر الفائدة)، (سلسلة فقه المعاملات الإسلامية) مؤسسة الرسالة ناشرون بدمشق، منشورات كاي، نشر إلكتروني .
- ٢٣) مؤسسات البنية التحتية للصناعة المالية الإسلامية، منشورات كاي، نشر إلكتروني .
- ٢٤) أربعون قاعدة في الاقتصاد لبناء الأمة وإصلاح البلاد قواعد اقتصادية من أحاديث النبي صلى الله عليه وسلم، دار الحديث والسيرة النبوية بدمشق، ومنشورات كاي، نشر إلكتروني، ونشرته هيئة الإعجاز العلمي في القرآن والسنة لشمال المغرب .
- ٢٥) البحث العلمي نظرات في منهجه ورسالته، منشورات كاي، نشر إلكتروني .
- ٢٦) فقه الابتكار المالي بين التثبت والتهافت، منشورات كاي، نشر إلكتروني .
- ٢٧) منهج التغيير في كلمات رئيس التحرير، منشورات كاي، نشر إلكتروني .
- ٢٨) نظرات في كتاب لحة الناظر في مسك الدفاتر (تأليف مشترك)، منشورات كاي، نشر إلكتروني .
- ٢٩) حلو الكلام، منشورات كاي، نشر إلكتروني .
- ٣٠) إضاءات على الهداية الإلهامية في مسك الدفاتر والأعمال التجارية (تأليف مشترك)، منشورات كاي، نشر إلكتروني .
- ٣١) معيار قياس أداء المعاملات المالية الإسلامية، (مقام) بديلاً عن مؤشر اللايبور، منشورات كاي، نشر إلكتروني .
- ٣٢) محاسبة التأمين الإسلامي، منشورات كاي، نشر إلكتروني .

٣٣) نظرات اقتصادية في تفسير الآي القرآنية - الجزء الأول : التفسير التحليلي، منشورات كاي، نشر إلكتروني .

٣٤) فقه الإدارة المالية والتحليل المالي، منشورات كاي، نشر إلكتروني .

٣٥) السياسات النقدية والمالية والاقتصادية، المثلث غير المتساوي الأضلاع بنظرة إسلامية، منشورات كاي، نشر إلكتروني .

٣٦) إدراك الحقائق طريق الإيمان، منشورات كاي، نشر إلكتروني .

٣٧) المصارف المركزية بين القيل والقال والمستقبل المنشود، منشورات كاي، نشر إلكتروني .

إضافة لأكثر من ٣٦٠ مقالاً متخصصاً .

المؤلفات كلها متاحة على الرابط : [www.kantakji.com](http://www.kantakji.com)



## المصارف المركزية بين القيل والقال والمستقبل المنشود

لا شيء ثابت في هذه الدنيا، فالتحرك سمة الأشياء وديدها، والسياسات النقدية ليست بعيدة عن هذه السمة، بل لعلها أكثر حيوية وتحركًا.

فمن نادى باستقلالية السياسة النقدية وعدم التدخل بها وبمن يرأسها ليس مصيبا دوماً، ومن سعى للتأثير عليها لأغراض غير موضوعية ليس صحيحاً. وإن أي خلل في رسم هذه السياسات أو تطبيقها، مؤداه دمار مصالح الناس والدول على السواء، وما يزيد هذه الإشكالية أن الأثر لا يظهر إلا بعد فوات الأوان، وبعد خروج القطار عن السكة.

إن هذا الكتاب موجه إلى:

- كل العاملين في مؤسسات النقد الوطنية والدولية وبخاصة المصارف المركزية.
- كل الاقتصاديين والباحثين والطلبة؛ فالتغيرات تفرض نفسها، والعالم يتغير بسرعة، ومصادر التعلم تكاد تكون ذاتها منذ عشرات السنين.
- كل العاملين في الأسواق المالية والسلعية وقطاع الخدمات.

وأحذر نفسي قبل غيري من هلاك داهم لا محالة؛ فقد روى مسلمٌ في صحيحه، قولَ رسول الله صلى الله عليه وسلم: ( لَيْسَ أَحَدٌ يُحَاسِبُ إِلَّا هَلَكَ قَلْتُ: يَا رَسُولَ اللَّهِ، أَلَيْسَ اللَّهُ يَقُولُ: حِسَابًا يَسِيرًا؟ قَالَ: ذَاكَ الْعَرُضُ، وَلَكِنْ مَنْ نُوقِشَ الْحِسَابَ هَلَكَ )؛ فليتق العاملون في مؤسسات النقد الوطنية والدولية وبخاصة المصارف المركزية؛ الله فيما يفعلونه بالناس فالحساب سيطل مثلقال الذرة، فكيف بما يفعلونه؟.

المؤلف..