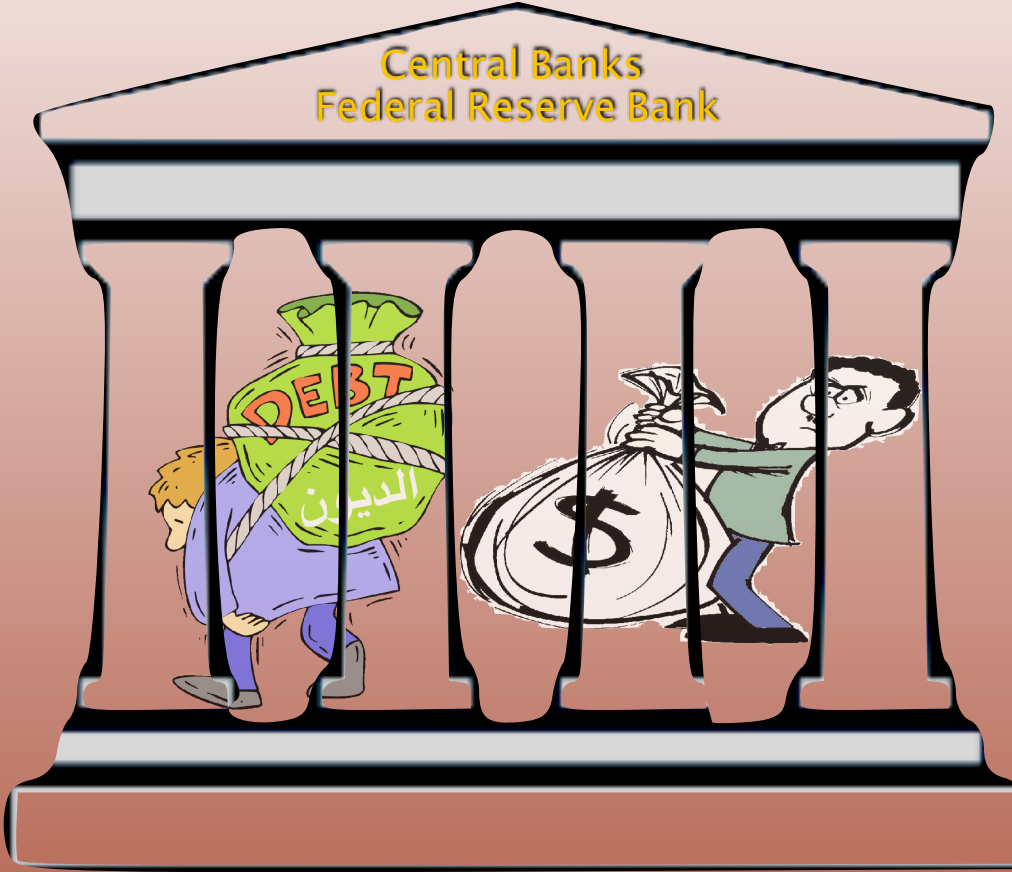


من يشتري سندات طويلة الأجل بعائد سلبي، محتفظاً بها حتى تاريخ استحقاقها؟

قرار تفضيل النقد بفائدة صفرية أم سندات سيادية بفائدة سالبة؟



من أين سيحصل المشترون على المال لشراء السندات المُصدرة؟

السياسات النقدية والمالية
وسبباً نحو الجحيم

السياسات النقدية والمالية وسباق نحو الجحيم

الدكتور سامر مظهر قنطقجي

رئيس تحرير مجلة الاقتصاد الإسلامي العالمية

لا تنكشف سوات الذين يسبحون عارياً خلال المد؛ لكن إذا انحسر المد إلى الجزر، بانت عورات الاقتصادات والشركات التي تضارب بالديون بنسب كبيرة. تناولنا في المقالين السابقين كيف تشرعن المؤسسات الحكومية السرقة؛ ممثلة بالبنوك المركزية؟ وكيف تنتشر ثقافة الديون بأسلوب القطيع الهائج؟ وفي هذا المقال نوضح مآلات تلك السياسات النقدية والمالية المتهاكمة.

إن المتتبع لحالة الاقتصاد العالمي اليوم يلحظ مؤشرات جديدة باستمرار؛ فالعالم المالي ينتقل من سيء إلى أسوأ، مثال ذلك :

(١) صعود سعر الذهب بشكل مستمر ومتسارع، وهذا بمثابة إنذار يذق ناقوس الخطر؛ فالذهب هو المصدر الأخير للقيمة؛ فإذا تضافت الظروف على كشف أخطاء السياسات النقدية والمالية، التي تُغرق الأسواق بالربا والضرائب؛ فإن ارتفاع سعر المعدن الذي يلعب دائماً هو حالة مرضية، وبرأي بعض المحللين فإن الذهب سيصل إلى دورة مرتفعة في السوق الهابطة، قد يستمر لعام أو عامين؛ إلى أن تعود تجارة المخاطر لقطاعات البورصة والأسواق الناشئة، ليبدأ كل شيء من جديد .

(٢) خسائر كبيرة لغالبية الأسهم العالمية، بسبب تباطؤ النمو في أوروبا، وكذلك في الصين؛ حيث وصل لأدنى مستوياته منذ ١٧ عاماً. ومجمل انخفاض أسعار الأسهم العالمية ٣-١١٪. ويشير كل ذلك إلى دنو مرحلة الركود .

ويدعم ذلك تباطؤ الإنتاج الصناعي الأمريكي وتذبذب نموه من +٠.٢٪ في شهر حزيران يونيو ٢٠١٩ إلى -٠.٢٪ في الشهر الذي يتلوه؛ مع أن التوقعات كانت ارتفاعه إلى +٠.٣٪ (رابط).

(٣) ارتفاع حجم سلة السندات السيادية العالمية المتداولة ذات العائد السلبي إلى ١٥ تريليون دولار لعشر سنوات؛ ولزمن طويل نسبياً (رابط).

٤) ارتفاع عدد الدول التي تنطوي ديونها الحكومية على عوائد سلبية لعشر سنوات إلى ١٢ دولة، يوضحها الجدول التالي:

Pos.	Country — August 6, 2019	10-yr yield	Pos.	Country — August 6, 2019	10-yr yield
1	Switzerland	-0.92%	26	South Korea	1.24%
2	Germany	-0.53%	27	New Zealand	1.29%
3	Denmark	-0.49%	28	Italy	1.51%
4	Netherlands	-0.43%	29	Thailand	1.71%
5	Austria	-0.30%	30	US	1.73%
6	France	-0.27%	31	Singapore	1.77%
7	Finland	-0.27%	32	Hungary	2.01%
8	Sweden	-0.21%	33	Greece	2.02%
9	Belgium	-0.20%	34	Poland	2.09%
10	Japan	-0.18%	35	Chile	2.79%
11	Slovakia	-0.14%	36	China	3.08%
12	Slovenia	-0.04%	37	Iceland	3.85%
13	Ireland	0.04%	38	Romania	4.23%
14	Spain	0.23%	39	Philippines	4.55%
15	Portugal	0.27%	40	Argentina	6.20%
16	Bulgaria	0.45%	41	India	6.34%
17	UK	0.52%	42	Brazil	7.26%
18	Taiwan	0.68%	43	Russia	7.31%
19	Australia	1.04%	44	Mexico	7.43%
20	Croatia	1.05%	45	Indonesia	7.70%
21	Czech Republic	1.06%	46	South Africa	8.40%
22	Israel	1.06%	47	Nigeria	13.69%
23	Hong Kong	1.17%	48	Pakistan	13.77%

24	Norway	1.18%	49	Turkey	15.10%
25	Canada	1.23%	50	Egypt	15.60%
26	South Korea	1.24%	51	Zambia	31.25%

المصدر: wolfstreet.com تاريخ ٦-٨-٢٠١٩

إنه المتتبع لحال السوق العالمي يلحظ أن الأسواق والبنوك المركزية يطارد بعضها بعضاً، بحثاً عن ضحية تالية؛ فالجميع يخوض في وحل الديون حيث لا مخرج من الديون إلا بمزيد منها، وهذا التفكير بدأ يسود ويزداد عند محاولة الهرب من العائدات السلبية أو العائدات المقاربة للصفر.

أما الضحايا المرشحة فهي ذات العائد الإيجابي على سندات السيادية وجميعها من دول الأسواق الناشئة؛ منها:

١. زامبيا: التي تجاوزت عائدات سندات الحكومية لمدة عشر سنوات ٣.١%، وقد صنفتها موديز بدرجة مقاربة لدرجة العجز عن السداد (مقياس التصنيف الائتماني Moody's و S&P و Fitch)؛ بسبب ارتفاع عبء الديون ومخاطر السيولة والضعف الخارجي. وقد ساهمت الصين في ذلك؛ فالصين قد وضعت بصمتها على إفريقيا عموماً؛ وفي حالة زامبيا بلغ الدين الحكومي ملياراً دولار في عام ٢٠١١. ثم تضاعف إلى خمسة مليارات دولار خلال سبع سنوات؛ بسبب طفرة البناء الصينية فيها؛ كمطارات وطرق ومصانع جديدة مولتها قروض صينية. ويبدو أن حكومة زامبيا تخفي بعض المليارات من الديون، أسوة بإخفاء الصين لديونها عن العلن.

وعلى كل حال، صارت الدول الأفريقية السائرة - في طور النشوء - هدفاً لمصاصي الدماء من المراهبين من خلال استهداف سندات السيادية، ويبدو أن تلك الدول ستعود لطور العبودية قبل أن تخرج منها.

٢. الأرجنتين: يتراوح عائد السندات الأرجنتينية بين ٢٠-٤٠% سنوياً، ولا يؤثر التضخم الكبير فيها لأنها مقومة بالدولار، أما خطر التخلف عن السداد فقائم ومستمر.

٣. المكسيك: يبلغ العائد على سندات المكسيك لمدة ١٠ سنوات ٧.٤%، وهو أعلى من معدل التضخم فيها، الذي تجاوز ٦٪ عام ٢٠١٧، ويبدو أن فترة العشر سنوات ستقضي على القوة الشرائية لهذه السندات.

٤. والقائمة طويلة، وما تم ذكره يقع ضمن قائمة تفضيلية.

١ Richter, Wolf, Financial World Gone Nuts: \$15 Trillion Negative Yielding Debt, Aug 6, 2019, [Link](#)

ويبقى السؤال المحير والمهم:

من يشتري سندات طويلة الأجل بعائد سلبي، ثم يحتفظ بها حتى تاريخ استحقاقها؟

لعل الجواب؛

أن مديري الأصول الذين يشترون هكذا أدوات، أو يضطرون لشرائها؛ يفعلون ذلك بغية تخصيص أصولهم ومتطلباتهم الائتمانية، وهم لا يابتهون كثيراً؛ لأنها أموال أناس غيرهم، وهم كغيرهم من المصرفيين يغيرون وظائفهم أو يتم ترقيتهم. ويبدو أن التعليل الممكن في هكذا شراء؛ أن معدل الانكماش السنوي إذا بلغ ١٪. وبلغ العائد السلبي لسندات العشر سنوات نصف بالمائة؛ فإن العائد الحقيقي للمستثمرين هو زائد نصف بالمائة!

ويملك المستثمرون؛ سواء الأفراد أو المؤسسات، الكثير من النقد؛ أغلبها على شكل ودائع مصرفية، حيث لا تقدم البنوك المركزية لهم أية ضمانات عليها ضد مخاطر تغير سعر العملة المودعة بها أو التضخم الذي يأكل كل شيء. والأسوأ من ذلك؛ أن البنوك صارت تخضع ايداعات الحسابات المصرفية إلى فائدة سلبية، من خلال فرض رسوم على أصحابها لجعل النقد أداة ذات عائد سلبي أيضاً.

هل قرار تفضيل النقد (الذي تصدره الحكومة دون ضمان مخاطره) مقابل فائدة صفرية ZIRP أصح؟ أم سندات سيادية (تمثل ديون الحكومة وتضمن مخاطرها) مقابل فائدة سالبة NIRP ذات عائد سلبي هو الأصح؟

لعل الجواب؛

أنه مع المعدلات السلبية والتضخم، كل دين خاسر. ويشمل ذلك النقود لأنها صارت تصدر على المكشوف دون غطاء.

يرى البعض أن سياسة أسعار الفائدة السلبية لها منافع، مثال ذلك:

- تعزيز الإنفاق الاستهلاكي، الذي بدوره يزيد الناتج المحلي الإجمالي. ويرد على ذلك: أن مؤدى هذه السياسة ركود طويل، وزيادة عدد المكتنزين الأنانيين الذين يحجبون أموالهم عن دورة النقود.
- تبني الحكومات لهذه السياسة مع طباعة النقود، ينشط سوق الأسهم. ويرد على ذلك: أن مؤدى هذه السياسة هو تعثر الأسواق.

– تدفع سياسة أسعار الفائدة السلبية إلى إلغاء العملة الفعلية.

إن الخوض في سندات الدين؛ طريق لا مخرج منه إلا الهاوية، ولتصحيح الوضع القائم، لابد من العودة إلى أصل رأس المال، وبما أن رأس المال أصله سندات ناشئة من سندات ناشئة عن سندات أخرى؛ لدرجة يصعب معها معرفة بدء نشوئها؛ فالتصحيح معناه اضمحلال السندات في الهواء؛ لأنها أصل مالي مُشتق من أصول حقيقية، انفصلت عنها بفضل مبادئ الهندسة التقليدية العقيمة، وبانشقاقها؛ لم يعد يصلح لوصفها إلا أنها أدوات ورقية أو وهمية. لذلك أوضحنا كيف يبحث مدراء الأصول والأموال عن بلد تصنفه شركات التصنيف بأنه مقبول المخاطر، ليتوجه المستثمرون نحو تلك البلدان، لتدمير اقتصاده ثم ليغادروه إلى مكان آخر، وبذلك تتحرك كرة الثلج.

وزاد الطين بلة؛ دخول الحكومات طريق الاستدانة اللامتناهية، فبينما كان دور الحكومة إدارة المصالح العامة صارت مصدر المشاكل، فهي أشبه ببناء من القش بناه الناس وعظموا دوره، حتى صارت الحكومات جزءاً من اللعبة التدميرية؛ ففي حين تمادت الحكومات الاشتراكية بالتدخل بكل شيء حتى انهارت وسقطت وخرجت من اللعبة، ها هي الحكومات الرأسمالية تتمادى في الإنفاق، ثم تبحث عن تمويل إنفاقها غير الرشيد بالديون الربوية حتى باتت عبئاً ثقيلاً على شعوبها الحالية والمستقبلية؛ فالدين عبء ستخدمه الأجيال الحالية وتستفيد منه، بينما الأجيال القادمة فستخدمه وقد لا تستفيد منه!؛ فهل تعيدنا الفترة القادمة إلى تقنين دور الدولة وإعادة رسم دور مؤسساتها؟

لقد أضحى الاقتصاد العالمي حالياً في جحر الضب، ولماذا الضب؟ لأن جحره مسدود النهاية، ومن حُقم من يتبع ويتبع من قبله في تلك السياسات النقدية المالية أنه يدخل جحراً مسدود النهاية ليلقى المصير نفسه لا محالة. مثال ذلك؛ أن الحكومة الأمريكية تنفق المال ثم تصدر سندات الدين بمزادات للمشتريين؛ وقد بلغ الحساب العام للخزانة بنهاية يوليو ٢٠١٩ مبلغاً قدره ١٦٣.٧ مليار، وستجمع أموالاً إضافية بمزاد قدره ٤٣٣ مليار حتى نهاية سبتمبر ٢٠١٩؛ ثم ٣٨١ مليار بين أكتوبر وديسمبر ٢٠١٩. فهل ستقلل هذه المزادات الضخمة الأموال المتاحة للسيولة في سوق رأس المال مع أن المتعاملين الأساسيين لديهم أكثر من ٢٥٠ مليار دولار؟

من أين سيحصل المشترون على المال لشراء هذه السندات المصدرة؟

لعل الجواب؛

هو لجوء الفيدرالي إلى سياسة التسهيل الكمي دون النظر لسعر أمواله؛ فهناك من يرى أن التيسير الكمي لا يمكن أن يسبب التضخم؛ لأنه مجرد تحويل للأصول، فهو نقد مطبوع حديثاً لشراء السندات، ويفسر هذا المنطق تغيير قواعد إصدار النقد حيث لا غطاء له فهو مجرد أوراق دين تتعامل بها الناس كما تتعامل مع سندات الدين؛ فالأول يأكله التضخم والثاني يُثقله الربا. وأصحاب هذه الرؤية يعتقدون أن مصدر التضخم هو الإنفاق الهائل للجزء الحكومي، الذي يرتفع متسارعاً خلال فترات الركود.

ويرى البعض أنه في مرحلة ما، ستفضل البنوك امتلاك سندات الخزانة بدلاً من الاحتياطيات، ليكون تسلسل الاحتياطيات كآتي: الذهب، فالعملات العالمية، وحالياً سندات الدين!! إن مشاكل السيولة الناتجة عن ارتفاع إصدار الدين الحكومي تنتهي بالانتشار في أماكن أخرى، وعادة ما تحصل الأسواق الناشئة على الضربة الأولى والأكثر قوة، وهذا أمر واضح في عدد من البلدان، وقد تعرضنا في أكثر من مقال لما حصل في الأسواق الآسيوية مؤخراً، وما حصل في الليرة التركية بعد ذلك.

وتتطور دورة التغذية الذاتية من مشاكل الأسواق الناشئة، بارتفاع أسعار الفائدة الأمريكية؛ مما يجعل الاستثمارات القائمة على الدولار تبدو أكثر جاذبية؛ فيرتفع الدولار، وتساfer الأموال الساخنة إلى السوق الأمريكي تاركة البلدان المدينة تعاني الأمرين، وتتخبط في تدهور عملتها المحلية وتفاقم خدمة ديونها المقومة بالدولار أصلاً لأن شركات التصنيف تعطي الديون المقومة بالدولار تصنيفاً تفضيلاً، وهذا هو الحال الآن. وهذه

اللعبة تتكرر دورياً والمعتبرون من أخطائها؛ **صُمُّ بَكْمُ عُمِّي فَهْمٌ لَا يَعْقِلُونَ** (البقرة: ١٧١).

وبذلك تتبدل كل القواعد النقدية والمالية التي عرفها الاقتصاد التقليدي، ويكون السباق نحو جحيم لا نهاية له مفتوحاً ومتاحاً للأكثر جنوناً بالديون سواء أكانت ربوية أم غير ربوية. وعليه؛ فلا بد من العودة إلى القواعد الإسلامية التي تضبط إيقاع السياسات النقدية والمالية بعد فشل الحلول الشرقية والغربية، والقاعدتين الإسلاميتين الأساسيتين هما:

✳️ **تحريم الشرع الإسلامي الربا كلياً؛ والأمر باجتنابه، والابتعاد عنه – والربا مال بمال مع زيادة – والربا يكون في**

الديون، والفائدة الربوية هي أداة السياسة النقدية التقليدية.

– لذلك يتلاءم النموذج النقدي الإسلامي مع سياسة سعر الفائدة الصفري ZIRP أي أن المال إذا تمت مبادلتته بالمال فبدون زيادة مع مراعاة قواعد الصرف وقواعد اختلاف الجنس، ويمكن للبنوك التقليدية إتباع هكذا سياسة، لتوسيع قاعدة عملائها ممن لا يتعاملون بالربا.

– كما لا يدعم النموذج النقدي الإسلامي سياسة سعر الفائدة السلبية NIRP؛ لأنه مال بمال مع نقصان، وهذا أشبه بحالة الزيادة؛ فمن غير العدل أخذ أموال العميل دون تقديم سلعة أو خدمة ذات قيمة في المقابل، ولا يبرر القول بأن خدمة الاحتفاظ بالنقد في حسابات ودائعها، هي خدمة؛ لأن التكييف الفقهي للحسابات الجارية هو أنها قرض، لذلك يكفي البنك حصوله على عوائد تشغيل ما اقترضه، ولا يصح أن يأخذ منه الرسوم عند الإيداع، فهذه بدعة نشأت بعد سريان NIRP في المصارف التقليدية إثر تراكم أزمة الثقة بالسياسات النقدية العالمية، وما يحصل هو تتبع مؤداه جحر الضب، يقول الصادق المصدوق الذي لا ينطق عن الهوى صلى الله عليه وسلم: **لَتَتَّبِعَنَّ سَنَنْ مِّن قَبْلِكُمْ شَبْرًا بِشَبْرٍ، وَذِرَاعًا بِذِرَاعٍ، حَتَّىٰ لَوْ سَلَكَوْا جُحْرَ ضَبٍّ لَسَلَكَتُمُوهُ، قُلْنَا يَا رَسُولَ اللَّهِ: الْيَهُودَ، وَالنَّصَارَىٰ قَالَ: فَمَنْ؟**.

* تعزيز الشرع الإسلامي للمسلمين من التماذي بالدين، وهو أداة من أدوات السياسة المالية؛ لما فيه من مخاطر

ائتمانية واحتمال لأكل أموال الناس بالباطل، وقد نهى الله جل في علاه عن ذلك بقوله: **يَا أَيُّهَا الَّذِينَ**

آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُم بَيْنَكُم بِالْبَاطِلِ (النساء: ٢٩). والأحاديث الشريفة كثيرة في

هذا المجال نذكر منها:

– قوله صلى الله عليه وسلم: **يُغْفَرُ لِلشَّهِيدِ كُلُّ ذَنْبٍ إِلَّا الدَّيْنَ**، فرغم رتبة الشهيد العلية فإن الدين لا يسقط عنه،

– وقوله صلى الله عليه وسلم: **مَنْ أَخَذَ أَمْوَالَ النَّاسِ يُرِيدُ أَدَاءَهَا أَدَّى اللَّهُ عَنْهُ، وَمَنْ أَخَذَهَا يُرِيدُ إِتْلَافَهَا أَتْلَفَهُ اللَّهُ**، وهذا دعاء من نبي الله ورسوله صلى الله عليه وسلم على من أخذ أموال الناس ولم يحتاط لردها؛ ودعاؤه صلى الله عليه وسلم مستجاب، فويل لمن فعل ذلك عامداً متعمداً غير آبه،

– وتعوذه صلى الله عليه وسلم من غرم الدين، وهو لا يتعوذ إلا من كبير؛ فقد كان يدعُو صَلَّى اللهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ فِي الصَّلَاةِ وَيَقُولُ: **اللَّهُمَّ إِنِّي أَعُوذُ بِكَ مِنَ الْمَأْثَمِ وَالْمَغْرَمِ**، فقال له قائلٌ: ما أكثر ما تستعبدُ يا رسولَ

اللَّهُ مِنَ الْمَغْرَمِ؟ قَالَ: إِنَّ الرَّجُلَ إِذَا غَرِمَ حَدَّثَ فَكَذَّبَ، وَوَعَدَ فَأَخْلَفَ، وهذه المشاكل الاجتماعية هي مآلات الغرم بالدين .

إن ارتباط السياستين النقدية والمالية لصيق ويكون بـ (الربا) الذي يؤجج الديون ويُسرعها، وبانعدام (الربا)؛ تأخذ الأمور طريقها نحو الاستقرار وهذا حال العديد من الدول تجاه سياسة ZIRP حالياً. وقد جعلت عقوبة (فريق الربا) بأكملها الطرد من رحمة الله تعالى، لقوله صلى الله عليه وسلم: لعن الله أكل الربا، وموكله، وشاهديه، وكتابه، هم فيه سواءً. وذلك لأن (مجتمع الربا) سيعاني من التضخم وآثاره، وقد شبهت الآية الكريمة ذلك بمن مسه الشيطان؛ لذلك

(مجتمع الربا) مجتمع لا يعرف للاستقرار والاتزان طريقاً، يقول الله تعالى: **الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ** (البقرة: ٢٧٥).

وبناء على ما سبق، يجب أن يتنبه القائمون على السياسات النقدية والمالية في البلاد الإسلامية إلى أن دقة الحساب عند الله شديدة، وأن الوقوف للحساب آت لا محالة، يقول الله تعالى: **وَقِفُّهُمْ إِنَّهُمْ مَسْئُولُونَ** (الصفات: ٢٤).

حماء (حماها الله) بتاريخ ١٥ ذي الحجة ١٤٤٠ هـ الموافق ١٦ آب (أغسطس) ٢٠١٩ م