

السياسة النقدية في العصر الرقمي

يمكن أن تخفض الأصول المشفرة الطلب على نقود البنوك المركزية في يوم من الأيام
دونغ هي

جدول المحتويات

الأزمة المالية العالمية وعمليات إنقاذ المؤسسات المالية الرئيسية الشكوك في بعض الأرجاء إزاء احتكار البنوك المركزية لإصدار العملة. ودفعت هذه الشكوك إلى ظهور البيتكوين وغيرها من الأصول المشفرة التي فرضت تحديات أمام نموذج العملات التي تدعمها الدول والدور المهيمن للبنوك المركزية والمؤسسات التقليدية في النظام المالي (He and others, 2016).

فمنذ عشرين عاما، عندما وصلت الإنترنت إلى مرحلة النضج، تساءلت مجموعة من الاقتصاديين ومسؤولي البنوك المركزية البارزين ما إذا كانت التطورات في تكنولوجيا المعلومات ستفقد البنوك المركزية دورها (دراسة King 1999). وبينما لم تتحقق تلك التنبؤات حتى الآن، فقد أشعلت الأصول المشفرة النقاش مرة أخرى. فمن الممكن أن تصبح هذه الأصول يوما ما وسيلة بديلة لسداد المدفوعات، وربما وحدات للحساب، وهو ما سيخفض الطلب على العملات الورقية الائتمانية أو أموال البنوك المركزية. وقد حان وقت إعادة النظر في السؤال التالي: هل ستظل السياسة النقدية فعالة بدون أموال البنوك المركزية (دراسة Woodford 2000)؟

وفي الوقت الحالي، تتسم الأصول المشفرة بتقلبات شديدة وتنطوي على مخاطر كثيرة بحيث تمثل تهديدا كبيرا للعملات الورقية الائتمانية. وزد على ذلك أنها لا تحظى بنفس المستوى من الثقة بين المواطنين الذي تحظى به العملات الورقية الائتمانية: فقد شهدت تلك الأصول المشفرة عمليات احتيال شهيرة وانتهاكات أمنية وإخفاقات تشغيلية واقتترنت بأنشطة غير مشروعة.

تصحيح أوجه القصور

إلا أن الابتكارات التكنولوجية المستمرة يمكن أن تصحح بعض من أوجه القصور هذه. ولصد الضغوط التنافسية المحتملة الناجمة عن الأصول المشفرة، يتعين على البنوك المركزية أن تواصل تنفيذ سياسات نقدية فعالة. ويمكنها أن تتعلم أيضا من خواص الأصول المشفرة والتكنولوجيا التي تقوم عليها وأن تضيفي على العملات الورقية الائتمانية مزيدا من الجاذبية للعصر الرقمي.

ولكن ماهي الأصول المشفرة؟ هي تمثيلات رقمية للقيمة، مكنت من ظهورها التطورات التي طرأت على علم التشفير وتكنولوجيا دفاتر الحسابات الرقمية الموزعة. وتقوم تلك الأصول بوحدات حسابية خاصة بها ويمكن تحويلها من نظير إلى نظير دون وسيط.

وتشتق الأصول المشفرة قيمتها السوقية من إمكانية تبادلها بعملات أخرى، واستخدامها لسداد المدفوعات، واستخدامها كمخزن للقيمة. وعلى عكس القيمة التي تنطوي عليها العملات الورقية الائتمانية، التي تركز على سياسة

نقدية وعلى وضعها كعملة قانونية، تستند قيمة الأصول المشفرة حصرا على توقع أن يقوم آخرون بإعطاء قيمة لها واستخدامها. وبما أن تقييم العملة يستند إلى حد بعيد إلى قناعات ليست لها ركيزة قوية، فقد شهدت أسعار تلك الأصول تقلبا حادا.

مخاطر الانكماش

إن مخاطر التضخم المرتبطة ببعض الأصول المشفرة، مثل البيتكوين، محدودة من حيث المبدأ لأن المعروض منها محدود. إلا أنها لا تؤدي ثلاث وظائف حاسمة يتوقع أن تؤديها النظم النقدية المستقرة، وهي: الحماية من مخاطر الانكماش الهيكلي، والقدرة على الاستجابة بمرونة للصدمات المؤقتة للطلب على النقود ومن ثم تمهيد الدورة الاقتصادية، والقدرة على الإقراض كمالأخبر.

ولكن هل سيتوسع نطاق استخدامها في المستقبل؟ فمن شأن طول فترة العمل بها بنجاح أن يخفض من قلبها، مما يزيد من اعتمادها. ومع تحسين قواعد إصدارها – ربما بسن قواعد «ذكية» تقوم على الذكاء الاصطناعي – يمكن أن تصبح قيمتها أكثر استقرارا. وقد بدأت عملات «مستقرة» تظهر بالفعل: بعضها مربوط بعملات ورقية ائتمانية قائمة، وبعضها يعتمد على قواعد إصدار تحاكي سياسات استهداف التضخم أو الأسعار («الصيرفة المركزية اللوغاريتمية»).

وكوسيط للتبادل، تنطوي الأصول المشفرة على بعض المزايا. فهي توفر قدرا كبيرا من إغفال الهوية التي توفرها الأموال النقدية وتسمح في الوقت ذاته بإجراء معاملات من مسافات بعيدة، ويمكن تجزئة وحدة المعاملات إلى وحدات أصغر. وتضيفي هذه الخواص جاذبية خاصة على الأصول المشفرة في سداد المدفوعات الصغيرة جدا في إطار الاقتصاد الرقمي الجديد القائم على التقاسم والخدمات.

وعلى عكس التحويلات المصرفية، يمكن إجراء عمليات المقاصة والتسوية المرتبطة بالمعاملات التي تتم بالأصول المشفرة بسرعة دون الحاجة إلى وسيط. وتنبدى المزايا بشكل بارز في المدفوعات عبر الحدود، التي تتسم بارتفاع التكلفة والأعباء وعدم الوضوح. وقد نجحت الخدمات الجديدة التي تستخدم تكنولوجيا دفاتر الحسابات الرقمية الموزعة والأصول المشفرة في خفض الزمن المستغرق لوصول المدفوعات عبر الحدود إلى مقصدها من أيام إلى ثوانٍ عن طريق تجاوز شبكات بنوك المراسلة.

إن لا يمكننا أن نستبعد احتمال أن يتسع نطاق استخدام بعض الأصول المشفرة في نهاية المطاف وأن تؤدي عددا أكبر من وظائف النقود في بعض المناطق أو شبكات التجارة الإلكترونية الخاصة.

المركزية عن أداء أي وظائف تسوية. فهل سيحتاج البنك المركزي إلى بيع وشراء كميات كبيرة من الأصول المشفرة لتحريك أسعار الفائدة في عالم الأصول المشفرة؟ وبصرف النظر عن هذه الاختلافات في الآراء، يبقى الشاغل النهائي مماثلاً: «إن السؤال الحقيقي الوحيد عن هذا المستقبل هو إلى أي مدى ستكون السياسات النقدية للبنوك المركزية ذات أهمية» (دراسة 2000 Woodford). وبالنسبة إلى بنجامين فريدمان فإن التحدي الحقيقي هو «أن أسعار الفائدة التي يمكن للبنك المركزي أن يحددها ... تصبح أقل ارتباطاً - في حدود معينة وليس في المطلق -

ينبغي أن تسعى البنوك المركزية إلى أن تجعل العملات الورقية الائتمانية وحدات حساب أفضل وأكثر استقراراً.

بأسعار الفائدة وأسعار الأصول الأخرى المهمة للمعاملات الاقتصادية العادية» (دراسة 2000 Friedman). وبعبارة أخرى، إذا لم تعد أموال البنوك المركزية وحدة الحساب لمعظم الأنشطة الاقتصادية - وإذا وفرت الأصول المشفرة وحدات الحساب هذه - ستصبح السياسة النقدية للبنوك المركزية عديمة الأهمية. وتعطي الدولار في بعض الاقتصادات النامية صورة مماثلة. فعندما يعمل جزء كبير من النظام المالي المحلي بعملة أجنبية، تصبح السياسة النقدية للعملة المحلية منفصلة عن الاقتصاد المحلي.

الضغوط التنافسية

كيف ينبغي أن تستجيب البنوك المركزية؟ وكيف يمكنها أن توقوف الضغوط التنافسية التي قد تمارسها الأصول المشفرة على العملات الورقية الائتمانية؟

أولاً، عليها أن تواصل سعيها إلى أن تجعل العملات الورقية الائتمانية وحدات حساب أفضل وأكثر استقراراً. فكما أشارت السيدة كريستين لاغارد، المدير العام لصندوق النقد الدولي، في كلمة ألقته أمام بنك إنجلترا السنة الماضية، فإن «أفضل استجابة للبنوك المركزية هي مواصلة تطبيق سياسة نقدية فعالة، والانفتاح أمام الأفكار المبتكرة والطلبات الجديدة، مع تطور الاقتصادات». وتوفر السياسة النقدية المعاصرة، التي تستند إلى الحكمة والمعرفة الجماعية لأعضاء لجان السياسة النقدية - والتي تدعمها استقلالية البنوك المركزية - أفضل أمل للحفاظ على وحدات حساب مستقرة. كذلك يمكن أن تستفيد صناعة السياسة النقدية من التكنولوجيا؛ فمن المرجح أن تتمكن البنوك المركزية من تحسين تنبؤاتها الاقتصادية

التحول في سداد المدفوعات

بوجه أعم، قد يشير صعود الأصول المشفرة واستخدام تكنولوجيات دفاتر الحسابات الرقمية الموزعة على نطاق أوسع إلى حدوث تحول من نظام سداد المدفوعات قائم على الحسابات إلى نظام قائم على القيمة أو العملة (دراسة 2017 He and others). ففي النظم القائمة على الحسابات، يقيد تحويل المطالبات في حساب لدى وسيط، مثل البنك. وفي المقابل، تنطوي النظم القائمة على القيمة أو العملة ببساطة على تحويل غرض قيد سداد المدفوعات كالمسح الأولي أو العملات الورقية. فإذا أمكن التحقق من قيمة أو صحة الغرض قيد السداد، تمر المعاملة، بصرف النظر عن مدى الثقة في الوسيط أو الجهة المقابلة.

ويندر مثل هذا التحول بتغيير في طريقة إنشاء النقود في العصر الرقمي: من النقود الائتمانية إلى النقود السلعية، حيث يمكن أن ندور دورة كاملة ونعود إلى ما كنا عليه في عصر النهضة! ففي القرن العشرين، كانت النقود تقوم أساساً على علاقات ائتمانية: حيث تمثل أموال البنك المركزي، أو القاعدة النقدية، علاقة ائتمانية بين البنك المركزي والمواطنين (في حالة الودائع النقدية) وبين البنك المركزي والبنوك التجارية (في حالة الاحتياطيات). وتمثل أموال البنوك التجارية (الودائع عند الطلب) علاقة ائتمانية بين البنك وعملائه. وعلى النقيض، لا تستند الأصول المشفرة إلى أي علاقة ائتمانية، ولا تمثل التزامات على أي جهة، وهي أقرب في طبيعتها إلى النقود السلعية. ولا يزال الاقتصاديون يتناقشون بشأن أصل النقود، ولماذا يبدو أن النظم النقدية تراوحت بين النقود السلعية والائتمانية على مدار التاريخ. وإذا أدت الأصول المشفرة بالفعل إلى دور أكبر للنقود السلعية في العصر الرقمي، فمن المرجح أن ينخفض الطلب على أموال البنوك المركزية.

المورد المحتكر

ولكن هل يهم هذا التحول بالنسبة للسياسة النقدية؟ وهل سيؤدي تراجع الطلب على أموال البنوك المركزية إلى خفض قدرة البنوك المركزية على التحكم في أسعار الفائدة قصيرة الأجل؟ فعادة ما تفند البنوك المركزية السياسة النقدية عن طريق تحديد أسعار الفائدة قصيرة الأجل في سوق الاحتياطيات بين البنوك (أو عن طريق تسوية الأرصدة التي تمتلكها لدى البنك المركزي). ووفقاً لدراسة King (1999)، سيؤدي توقف البنوك المركزية عن أداء دور المورد المحتكر لهذه الاحتياطيات إلى حرمانها من القدرة على تنفيذ السياسة النقدية.

ويختلف الاقتصاديون حول ما إذا كان إجراء تصحيحات كبرى في الميزانيات العمومية للبنوك المركزية ضرورياً لتحريك أسعار الفائدة في عالم تتوقف فيه التزامات البنوك

يجب على البنوك المركزية أن تحافظ على ثقة الجمهور في العملات الورقية الائتمانية وأن تبقى في الساحة في إطار اقتصاد خدمي رقمي قائم على التقاسم ولا مركزي.

وللتأكيد، هناك خيارات ومفاضلات على مستوى السياسات يتعين بحثها بعناية عندما يتعلق الأمر بتصميم العملة الرقمية للبنوك المركزية، بما في ذلك كيفية تجنب أي مخاطر إضافية مرتبطة بالسحب الجماعي للأرصدة المصرفية الذي تتيحه سهولة التعامل بالنقود الرقمية. وبوجه أعم، من المرجح أن تختلف الآراء عن التوازن بين المنافع والمخاطر من بلد إلى آخر، حسب الظروف السائدة مثل درجة التطور المالي والتكنولوجي.

ويطرح العصر الرقمي على البنوك المركزية تحديات ويتيح لها فرصا. ويجب على البنوك المركزية أن تحافظ على ثقة الجمهور في العملات الورقية الائتمانية وأن تبقى في الساحة في إطار اقتصاد خدمي رقمي قائم على التقاسم ولا مركزي. ويمكن أن تحافظ على أهميتها عن طريق توفير وحدات حساب أكثر استقرارا من الأصول المشفرة وعن طريق إضفاء مزيد من الجاذبية على البنوك المركزية كوسيط للتبادل في الاقتصاد الرقمي. **FD**

إذا استفادت من البيانات الضخمة والذكاء الاصطناعي والتعلم الآلي.

وثانيا، على السلطات الحكومية أن تنظم استخدام الأصول المشفرة لمنع المراجعة التنظيمية وأي ميزة تنافسية غير عادلة يمكن أن تكتسبها الأصول المشفرة من القواعد التنظيمية الأقل صرامة. وهذا يعني التطبيق الصارم لتدابير رامية إلى منع غسل الأموال وتمويل الإرهاب، وتعزيز حماية المستهلك، وفرض الضرائب على المعاملات المشفرة بصورة فعالة.

وثالثا، ينبغي أن تواصل البنوك المركزية إضفاء مزيد من الجاذبية على استخدام أموالها كأداة لتسوية الحسابات. وعلى سبيل المثال، يمكنها أن تجعل أموال البنك المركزي أيسر استخداما في العالم الرقمي عن طريق إصدار عملات رقمية خاصة بها تكمل النقود الفعلية والاحتياطيات المصرفية. ويمكن تبادل هذه العملات الرقمية الخاصة بالبنوك المركزية، من نظير إلى نظير بطريقة لا مركزية، كما هو الحال مع الأصول المشفرة.

ضمان الاستقلالية

من شأن العملة الرقمية للبنوك المركزية أن تساعد في التصدي للقوة الاحتكارية التي يمكن أن تمنحها عوامل الانتشار الشبكي الخارجية القوية لشبكات سداد المدفوعات الخاصة. ويمكن أن تساعد في تخفيض تكاليف المعاملات على الأفراد والشركات الصغيرة التي ليس لديها إمكانية الوصول إلى الخدمات المصرفية إلا بقدر محدود وبتكلفة كبيرة، ويمكن أن تتيح إجراء المعاملات من مسافات بعيدة. وعلى عكس النقد، لا تتقيد العملة الرقمية بعدد محدد لمكونات تقويمها.

ومن منظور السياسة النقدية، يمكن أن تساعد العملة الرقمية الخاصة بالبنوك المركزية التي تحمل فوائد على نقل سعر الفائدة الأساسي إلى بقية الاقتصاد عندما يتضاءل الطلب على الاحتياطيات. ومن شأن استخدام تلك العملات أن يساعد البنوك المركزية أيضا على تحقيق إيرادات من إصدار العملات، مما سيسمح لها بمواصلة تمويل عملياتها وتوزيع الأرباح على حكوماتها. وبالنسبة للبنوك المركزية في كثير من اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات النامية، تعد أرباح سك العملة المصدر الرئيسي للإيرادات وضمانة مهمة لاستقلاليتها.

دونغ هي هو نائب مدير إدارة الأسواق النقدية والرأسمالية في صندوق النقد الدولي.

يستند هذا المقال إلى مذكرة مناقشات خبراء الصندوق ١٦/٢٠٢٠ في يناير ٢٠١٦، والتي أعدها دونغ هي وروس ليكو وفيكرام هكسار وتوماسو مانسيني غريغولي ونايجل جنكينسن وميكاري كاشيما وتاناي خياونرونغ وسيلين روشون وإيرفيه تورب.

المراجع:

Friedman, Benjamin M. 2000. "Decoupling at the Margin: The Threat to Monetary Policy from the Electronic Revolution in Banking." *International Finance* 3 (2): 261–72.

Goodhart, Charles. 2000. "Can Central Banking Survive the IT Revolution?" *International Finance* 3 (2): 189–209.

He, Dong, Ross Leckow, Vikram Haksar, Tommaso Mancini Griffoli, Nigel Jenkinson, Mikari Kashima, Tanai Khiaonarong, Céline Rochon, and Hervé Tourpe. 2017. "Fintech and Financial Services: Initial Considerations." IMF Staff Discussion Note 17/05, International Monetary Fund, Washington, DC.

King, Mervyn. 1999. "Challenges for Monetary Policy: New and Old." Speech delivered at a symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, WY, August 27.

Woodford, Michael. 2000. "Monetary Policy in a World without Money." *International Finance* 3 (2): 229–60.