

العملات الرقمية والسياسة المالية في الحقبة الجديدة بلال باغيش*

ملخص: بُني الهيكل المالي القديم والنظام المالي الحديث على أساس العملات المادية، ويمثل التغيير في الأدوات حلاً مؤسسياً لعدد من الألغاز الحديثة. بعد الأزمة المالية العالمية في 2008-2009 وجائحة كورونا في عام 2020 أعربت بنوك عديدة، منها بنوك مركزية، عن اهتمامها بإدخال العملات الرقمية إلى جانب إدخال العملات المشفرة الجديدة كلياً والعملات المعدنية المستقرة. ومن ثم، فإن مميزات عملات البنك المركزي الرقمية الجديدة وعيوبها- من أحدث الموضوعات التي هي محل النقاش الموسع. كما يتوقع أيضاً أن تسهم تلك العملات في دعم الاستقرار المالي ورفع كفاءة السياسة المالية. فالبنوك المركزية ستزيد من سلطاتها على العرض المالي والتحكم فيه معززةً مكاناتها وسلطتها المركزية داخل النظام المالي.

الكلمات المفتاحية: العملات المشفرة، العملات الرقمية، عملات البنك المركزي الرقمية، السياسة المالية.

*جامعة سابانجي،
تركيا.

Digital Currencies and Monetary Policy in the New Era

BILAL BAĞIŞ*

ORCID NO : 0000-0003-2314-8991

ABSTRACT: *The centuries-old financial structure and the modern financial system are built on physical currencies. An institutional solution to many modern puzzles is about the instrument change. After the global financial crisis of 2008-2009 and the COVID-19 pandemic of 2020, along with the introduction of all-new cryptocurrencies and stable coins, even many central banks have voiced an interest in the introduction of digital currencies. Hence, the pros and cons of the new central bank digital currencies (CBDC) are the newest widely discussed topic. (CBDC) should also contribute to financial stability and increase monetary policy efficacy. Central banks will once more gain greater power over the money supply and its control, reinforcing their position and central power within the financial system.*

Keywords: *Cryptocurrency, Digital Currency, CBDC, Monetary Policy.*

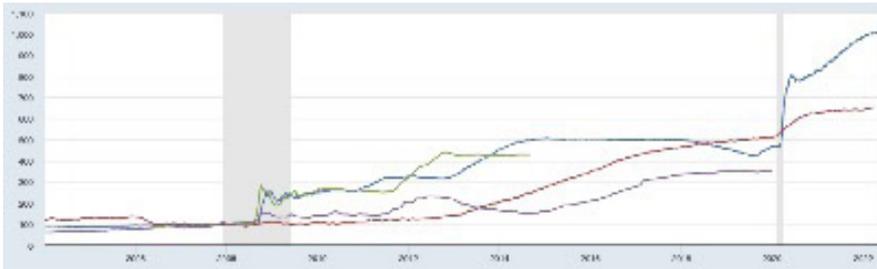
*Sabanci
University,
Türkiy.

رئيسة تركية:
2022-(4/11)
109 - 138

مدخل

كانت الأزمة المالية العالمية في عامي 2008 و2009 (سنشير إليها بـ«أزمة 2008»، من الآن فصاعداً) نقطة تحول للاقتصاد والنظام المالي العالمي؛ حيث تغير الهيكل المالي العالمي ومقاربات السياسات والأولويات الإستراتيجية بعد الأزمة. وتبنت البنوك المركزية اتجاهات جديدة، وشهدت عملية صنع السياسات تغييراً درامياً منذ هذا الوقت في جميع أنحاء العالم. ومع التزايد في تركيز القوة تزايدت المسؤوليات أيضاً. كما تنوعت السياسة النقدية وأدوات البنوك المركزية. تحول التركيز داخل المؤسسات نحو المزيد من التنظيم، وتبني وجهة نظر تدخلية وتركيز السلطة، وتصميم السوق.

وقد رفعت الاقتصادات الرئيسة في العالم (مثل الولايات المتحدة ومنطقة اليورو والمملكة المتحدة واليابان) الميزانية العامة لبنوكها المركزية من أكثر بقليل من 3 تريليونات دولار في عام 2007 إلى ما يقرب من 30 تريليون دولار في عام 2022 (الرسم البياني 1).¹ وقد أصبح العرض المالي غير المسبوق وسياسات التيسير الكمي بعد أزمة 2008 وجائحة كورونا في عامي 2020-2021 (سنشير إليها بـ«جائحة 2020» من الآن فصاعداً) إلى الوضع الطبيعي الجديد. كما نجحت سياسات التيسير الكمي هذه في الغالب خلال العقدين الماضيين. ولكن الاقتصادات الوطنية ما تزال بحاجة إلى تأمين نفسها ضد مخاطر وقوع أزمة عملة جديدة، والجوائح الجديدة والجولات الجديدة من الصدمات السلبية للاقتصاد العالمي، والأهم من ذلك عبء الديون المتزايد أو حتى ارتفاع مخاطر التضخم أيضاً.



الرسم البياني 1: الميزانيات العامة للبنوك المركزية

Source: The Fed, the BoJ, the BoE, the ECB, retrieved from FRED,
Federal Reserve Bank of St. Louis

الأساس المنطقي الذي بُيِّت عليه هذه الحالة التوسعية هو أن تزايد دور البنوك المركزية يمكن أن يكون في الواقع نتيجة لسياسة نقدية تقديرية وفرضيات تعتمد على منحني سطحي من السيولة والنقد. وكما هو الحال في نظرية النقود الذاتية ما بعد الكينزية يمكن تحديد كمية المعروض النقدي داخلياً فقط.² ربما يفكر صناع السياسات المالية بصورة غير تقليدية، ويعيدون النظر في عملية التنسيق بين البنك المركزي والسلطة المالية، كما تقترح النظرية النقدية الحديثة.³ وفقاً لذلك، من الممكن دعم تفعيل السياسات المالية من خلال السياسات النقدية. على سبيل المثال، يمكن أن يثري الاقتراض بالعملة المحلية خيارات السياسة للحكومات بحيث لا تنعدم الأسباب للتخلف عن سداد الديون بالنسبة للاقتصادات.⁴

كما يمكن أن تجري مشاركة نظام التمويل بدون فوائد الذي تستفيد منه اقتصادات العالم الغني بعملاتها الاحتياطية مع نظيراتها من الدول الأخرى. ويمكن أن تستفيد هذه الدول من قائمة طويلة من الأدبيات الاقتصادية النظرية نظرية المال الداخلي إلى النظرية النقدية الحديثة، وأهمية التنسيق الزمني، والالتزامات الموثوقة المرتبطة ببعض الاتفاقات المبرمة بين البنوك المركزية والحكومة والعملاء.⁵ بالنظر إلى الرسم البياني 1، نجد أن الفيدرالي الأمريكي (باللون الأزرق) والبنك المركزي الأوروبي (باللون الأحمر) وبنك إنكلترا (باللون الأرجواني) وبنك اليابان (باللون الأخضر) كل منها قام بتوسيع قواعده النقدية بعد أزمة عام 2008 وجائحة 2020. وفي هذا السياق تُعدّ تدخلات بنك الاحتياطي الفيدرالي جديرة بالملاحظة.

تركز هذه الدراسة على الكيفية التي يمكن أن تؤدي بها العملات الرقمية للبنوك المركزية (CBDC) بوصفها أداة مالية مبتكرة- إلى تطوير أنظمة الدفع الحديثة ورفع كفاءة السياسات النقدية وضمان الاستقرار المالي في المرحلة المقبلة.⁶ وذلك لأن العملات الرقمية أصبحت ضرورة حتمية خصوصاً مع التحول الرقمي الذي تشهده الاقتصادات العالمية. وكلما أصبحت عملية «الرقمنة» هي الوضع الطبيعي السائد، فإنه ستتزايد الحاجة لدى البنوك المركزية بشكل حتمي إلى إصدار عملاتها الرقمية أو الإلكترونية بوصفها بديلاً عن العملات الورقية المطبوعة المستخدمة حالياً.

ولنضع في اعتبارنا أن التحولات التكنولوجية في مجالات التمويل وأنظمة الدفع وأنظمة تحويل الأموال بين الدول فتحت الباب أمام ظهور مشروعات ومبادرات خاصة لإصدار عملات مشفرة وغيرها من أنظمة الدفع. ومع ذلك فتقنيات (البلوك تشين) التي تقف وراء العملات المشفرة هي الدافع الدائم للتغيرات في النظام المالي على

عكس التقليدات الضعيفة للعملات المادية الخاصة بالبنوك المركزية . على الجانب الآخر ، دفعت المحافظ الرقمية الحديثة التي ظهرت فيما بعد ، بالإضافة إلى تطبيقات الدفع عبر الجوالات والعملات المشفرة والعملات المستقرة (المربوطة بالعملات الاحتياطية) - البنوك المركزية في العديد من الدول إلى إعادة النظر في إمكانية إصدار عملات رقمية خاصة بها.⁷

ففي عالمنا اليوم الذي يتسم بالتغير المستمر ، هناك طلب متزايد باضطراد على العملات المشفرة وتقنيات العملات الرقمية الجديدة ، وحاجة إلى أنظمة دفع أو أنظمة معاملات مالية دولية أكثر كفاءة . وفي هذا الإطار ، كانت عملية (رقمنة) عملة (الرنمينبي) الصيني من أبرز الأمثلة الحديثة على تلبية هذا الطلب المتزايد على الأدوات المالية الآمنة.⁸ وقد أدت كل هذه التطورات ، إلى تقلبات وعدم استقرار مالي في الأسواق المالية.⁹

عملة البنك المركزي الرقمية

بُنِيَ الهيكل المالي القديم والنظام المالي الحديث على أساس العملات المادية ، ويمثل التغيير في الأدوات حلاً مؤسسياً لعدد من الألغاز الحديثة . بعد الأزمة المالية العالمية في 2008-2009 وجائحة كورونا في عام 2020 أعرب العديد من البنوك ، ومنها بنوك مركزية عن اهتمامها بإدخال العملات الرقمية إلى جانب إدخال العملات المشفرة الجديدة كلياً والعملات المعدنية المستقرة.¹⁰ وتُعدّ العملات الرقمية للبنوك المركزية في جوهرها صيغة جديدة للعملات الإلكترونية التي تصدرها وتدعمها البنوك المركزية للدول ، أو بعبارة أخرى ، هي إصدار رقمي من العملات الورقية.¹¹

وقد أسهمت المخاوف المتزايدة بشأن الاستقرار المالي العالمي بعد أزمة 2008 وجائحة عام 2020 ، فضلاً عن اتجاهات التيسير الكمي والعملات المستقرة والعملات المشفرة ، في التقدم والتسارع في هذه التكنولوجيا الجديدة للعملات الرقمية للبنوك المركزية ، كما أنها ساعدت البنوك المركزية على تعزيز سلطاتها المالية.¹² وهناك توقعات بأن البنوك المركزية ستتمكن من توسيع سلطاتها على المعروض النقدي والتحكم فيه . وقد تساعد العملات الرقمية أيضاً في تسهيل المدفوعات والتحويلات المالية بين الدول ، ورفع كفاءتها ، وتأسيس أنظمة دفع محلية ناجحة.¹³

من ناحية أخرى ، فإنّ استخدام العملات الوطنية في المعاملات التجارية يُعدّ من العناصر المهمة في تحقيق الاستقلال الاقتصادي والمالي ، ومن شأن العملات الرقمية ، وبدائل للعملات الاحتياطية السائدة حالياً إقليمياً أن تساعد في تحقيق هذه المرونة بشكل أسهل بكثير . ومن الممكن أيضاً إنشاء مثل هذه الأداة البديلة من خلال التنسيق بين البنوك

المركزية، كما اقترحت قوى إقليمية عديدة، مثل: **”** (إيران، روسيا، الصين... إلخ) مؤخرًا¹⁴.

قبلت بعض البلدان مثل السلفادور
وجمهورية إفريقيا الوسطى
استخدام العملات المشفرة
بوصفها عملات مشروعة التداول.
وقد حلت بعض العملات الرقمية
محل النقود المادية التقليدية
“

ويُعدّ سنّ التشريعات والإجراءات التنظيمية الخاصة بالعملات الرقمية من الجوانب الأخرى المهمة للقضية، ففي النظام المالي اللامركزي الموجود في يومنا هذا أضحى من الواضح أن ثمة حاجة للمزيد من التنظيم. وقد تمخّض ظهور الابتكارات المالية الحديثة، مثل العملات المشفرة كالبيتكوين وغيرها من الابتكارات- عن فتح نقاشات موسعة حول مسألة الموازنة بين التنظيم والتشريعات والابتكار.

وتُعدّ الصين من أهم الدول الرائدة في هذه التكنولوجيا المالية الجديدة، فقد أصبحت أول اقتصاد من الاقتصادات الكبرى يطرح عملة رقمية رسمية. ولذلك، يمكن أن يكون لريادة الصين وتفوقها في مجال وضع المعايير والتنظيم آثار مالية واقتصادية وإستراتيجية بعيدة الأمد في المرحلة المقبلة. وفي هذا السياق يشكل مشروع عملة الرنمينبي الرقمية الصينية تهديدًا عالميًا لهيمنة الدولار الأمريكي (العملة العالمية للاحتياطات الحديثة)، وذلك إذا أخذنا في الاعتبار وضع الطلب الحالي على العملات الرقمية وميزة الصين في كونها أول دولة تقوم بالتحرك في هذا الاتجاه¹⁵.

من ناحية أخرى، فالطلب والحاجة إلى العملات الورقية والأشكال الأخرى للعملات المادية التقليدية شهدا تراجعًا في جميع أنحاء العالم¹⁶ حيث يتراجع استخدام النقد بالفعل في العديد من اقتصادات العالم، بما في ذلك السويد وفنلندا والصين وكوريا الجنوبية¹⁷. وقد أصبحت اتجاهات التحول نحو مجتمع رقمي (مثل دولة إستونيا) والمجتمعات التي لا تستخدم النقود المادية (كما هو الحال في السويد وفنلندا) اتجاهًا سائدًا في الوقت الحالي في العديد من الاقتصادات المتقدمة. فلم يعد المواطنون بحاجة إلى حمل الأوراق أو العملات المعدنية في جيوبهم.

وبالتأكيد، ستعمل تكنولوجيا (بلوك تشين) والتحول الرقمي الذي تسارع بعد الجائحة، بوصفهما عاملين حافزين، وسيسرعان تطور هذا المسار. وبالفعل فقد قبلت بعض البلدان مثل السلفادور وجمهورية إفريقيا الوسطى استخدام العملات المشفرة بوصفها عملات مشروعة التداول. وقد حلت بعض العملات الرقمية محل النقود المادية التقليدية في تلك الحالات. بنهاية عام 2021، وصلت القيمة السوقية للعملات المشفرة إلى 6.2 تريليون دولار¹⁸.

وقد أدت جائحة عام 2020 إلى تسريع عملية التحول الرقمي بشكل عام.¹⁹ كما أن عملية العولمة، بما تتضمنه من تكاليف متزايدة للمعاملات ومنافسة محتدمة على المستوى العالمي - أدت إلى تسارع البحث عن وسائل جديدة لخفض التكاليف والبحث عن فوائد في هذه المجالات الجديدة، مثل خلق مجتمع رقمي لا تُستخدم فيه النقود المادية.²⁰

«الرقمنة» والعملات الإلكترونية

تأخذ العملات الرقمية أو الإلكترونية العديد من الأشكال، فمثلاً لا تجري طباعة جميع الدولارات التي يجري تداولها اليوم، حيث تقوم البنوك المركزية الحديثة بطباعة جزء من النقود في صيغة رقمية، حيث تطبع البنوك هذه النقود رقمياً وتشاركها مع مؤسسات مالية أخرى رقمياً. ومن ثمّ فالقواعد النقدية الموجودة اليوم تتألف بشكل أساسي من عملات مادية تقليدية، بالإضافة إلى العملات الاحتياطيات الإلكترونية. ومن هنا يمكننا القول: إن عالم المال يعرف بالفعل فكرة العملات الإلكترونية أو الرقمية.

ولكن البنوك والمؤسسات المالية الأخرى هي فقط المخولة بالوصول إلى العملات الإلكترونية من الطراز القديم، حيث تسمح البنوك والمؤسسات المالية للمستهلكين الأفراد بالتعامل بالنقد الإلكتروني بوصفه مقابلاً للأموال التقليدية الموجودة في حساباتهم المصرفية. وكان بإمكان المستهلكين الوصول إلى الأموال المذكورة عبر بطاقاتهم الائتمانية والمصرفية والتطبيقات الموجودة على الجوال، بالإضافة إلى أنظمة الدفع من خلال الإنترنت؛ أي أن المعاملات المالية للأفراد كانت مدعومة بأموال حقيقية في الحسابات. وعلى الجانب الآخر، مع ظهور العملات الرقمية الخاصة بالبنوك المركزية سيُنتشر استخدام العملات الرقمية على نطاق واسع، وسيُحتفظ بالأموال نفسها في صورة رقمية في البنوك وفي حسابات البنوك المركزية.

هناك اقتراحات أيضاً لاستخدام عملات البنوك المركزية الرقمية لتعويض النقص في النظام المالي التقليدي. ومن المتوقع أن يجري ذلك في إطار عملية التحول الرقمي في مجال التمويل، بوصف ذلك نتيجة لجهود البنوك المركزية للتكيف مع التوجه الجاري للرقمنة وتكنولوجيا سلاسل الكتل. ومن الأمثلة الجيدة على هذا التوجه إصدار الصين عملة الرمنيني الرقمية أو اليوان الإلكتروني.²¹ علاوة على ذلك، فالعملات الرقمية للبنوك المركزية غالباً ما تُبنى على تقنية سلسلة الكتل (بلوك تشين) كما هو الحال في عملة الكرونا الإلكترونية السويدية، في حين أن بعضها مثل اليوان الإلكتروني الصيني ليس مبنياً على التقنية سالفه الذكر.²²



كانت عملية إصدار العملات الرقمية للبنوك المركزية من المسارات الطويلة التي مرت بمحطات مختلفة؛ فأولاً، ظهرت البطاقات الائتمانية والبطاقات المصرفية والشيكات وتطبيقات الجوال، والآن تحل العملات الإلكترونية والعملات المشفرة محل العملات التقليدية. ويبدو أن الخطوة التالية في هذا المسار ستكون إصدار البنوك المركزية للدول عملات رقمية رسمية.

يمكن القول: إن العملات الرقمية، في الأساس جزء من عملية تحول في أنظمة الدفع مدعوم بتقنيات «بلوك تشين»، كما أنها ستفيد الدول في التعامل مع التحديات اللامركزية الحديثة التي تواجه الاستقرار المالي. وفي هذا السياق، الهدف من استخدام عملات البنوك المركزية الرقمية هو الحد من استخدام العملات المشفرة في المدفوعات وعملية عرض النقود على نطاق واسع، بالإضافة إلى التخفيف من الآثار السلبية لمجال التمويل اللامركزي.

من ناحية أخرى هناك تزايد مستمر في عدد البلدان المستعدة لإصدار عملات رقمية (انظر الشكل 1). وفقاً لمسح أجراه البنك الدولي للتسويات، فإن 90٪ من البنوك

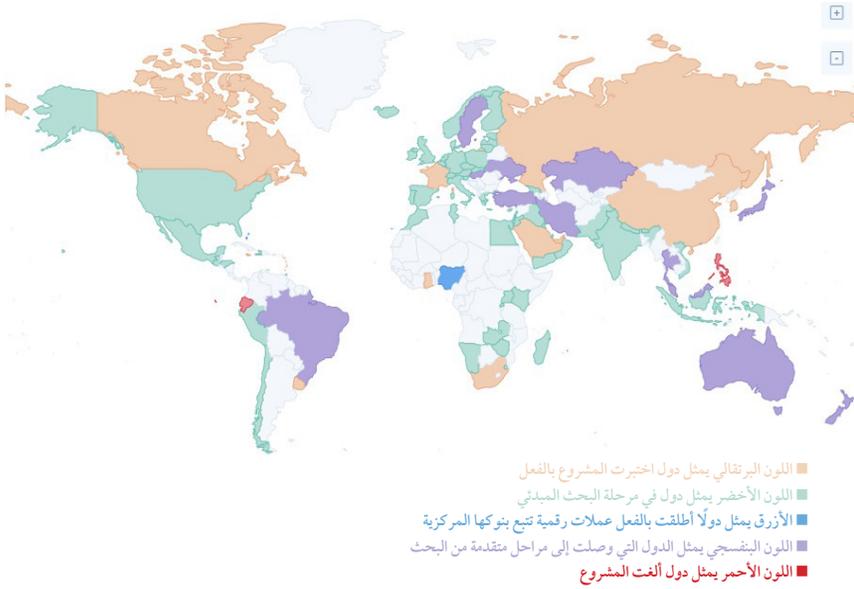
المركزية في العالم تستكشف الفرص لإصدار عملات رقمية خاصة بها، كما أن أكثر من ثلثي البنوك المركزية حول العالم ترى أن إصدار عملات رقمية خاصة بها خيار محتمل على المدى المتوسط.²³ على الجانب الآخر، كان البنك الدولي للتسويات يستخدم بالفعل عملات رقمية في تعاملاته العابرة للحدود مع العديد من البنوك المركزية حول العالم، من ذلك البنوك المركزية لأستراليا وماليزيا وجنوب إفريقيا.

في الوقت الحالي تُعدّ الصين من الدول الرائدة في مجال تقنيات العملات الرقمية للبنوك المركزية. ولكن عددًا من الجهات والدول بدأت في الدخول على خط المنافسة مع الصين في هذا المجال، مثل منطقة اليورو (اليورو الرقمي)، والمملكة المتحدة (بريتكوين)، وحتى إستونيا (إستكوين). ومن ناحية أخرى، هناك دول أخرى أطلقت بالفعل عملاتها الرقمية، ومن هذه الدول؛ جزر الباهاما (ساند دولار) والاتحاد النقدي الكاريبي (دي كاش) ونيجيريا (إلكترونيك نايرا).²⁴ علاوة على ذلك، في بعض اقتصادات دول البريكس (روسيا والصين وجنوب إفريقيا)، والعديد من الدول الحديثة العهد بالتحوّل الصناعي، مثل ماليزيا وتايلاند والمملكة العربية السعودية وأوكرانيا وكوريا الجنوبية، وبعض الاقتصادات المتقدمة، مثل السويد وسنغافورة وهونغ كونغ والإمارات العربية المتحدة (مشروع Aber) حيث يجري العمل على إطلاق برامج تجريبية للعملات الرقمية المركزية (الشكل 1).²⁵

وفي بلدان أخرى، مثل الهند والبرازيل (من دول البريكس)، وكذلك أستراليا وكندا واليابان وتركيا ما تزال مسألة إصدار عملات رقمية تابعة للبنوك المركزية قيد التطوير، حيث تعمل هذه البلدان على تجريب هذه التكنولوجيا واستكشافها. كما أن دولاً أخرى، مثل الولايات المتحدة والمملكة المتحدة والنرويج والاتحاد الأوروبي، إلى جانب بعض الاقتصادات النامية، مثل إيران وباكستان وكازاخستان وإندونيسيا والمكسيك وتشيلي - ما تزال في مرحلة البحث.

أبرم بنك الصين الشعبي والبنك المركزي الأوروبي مؤخرًا اتفاقًا للتعاون بشأن المدفوعات العابرة للحدود باستخدام العملات الرقمية للبنوك المركزية، وقد أطلق برنامج الشراكة في نوفمبر 2021. كما أن الفيدرالي الأمريكي وبنك إنكلترا يعملان سويًا على مسألة العملات الرقمية. إلا أنهما ما يزالان في مرحلة تحليل فوائد ومخاطر هذه الأداة المالية الجديدة. على الجانب الآخر، في تركيا ما يزال مشروع «الليرة الرقمية» تحت التطوير، حيث أسس البنك المركزي التركي منصة جديدة لإجراء مزيد من البحوث والدراسات حول هذا المشروع.²⁶

من ناحية أخرى ألغت بعض الدول بالفعل مشروعاتها الخاصة لإصدار عملات رقمية خاضعة لسيطرة البنوك المركزية، في حين أن بعض الدول الأخرى تعمل على إجراء مشروعات بحثية استكشافية لدراسة إمكانية إصدار عملات رقمية رسمية، وقد جرى توضيح ذلك بمزيد من التفصيل في الشكل 1 والمرجع 26. كما أن العديد من اقتصادات أمريكا الجنوبية وآسيا وأوروبا وصلت إلى مرحلة متقدمة من البحث والدراسة، ونشرت بالفعل دليلاً على مفهوم العملات الرقمية للبنوك المركزية. وثمة دول طورت واختبرت فعلياً استخدام عملات رقمية خاصة بالبنوك المركزية، ودول لديها رسمياً عملات رقمية تابعة لبنوكها المركزية (انظر الشكل 1).



الشكل 1: الوضع الحالي للعملات الرقمية للبنوك المركزية في جميع أنحاء العالم
 بدءاً من مايو 2022. المصدر: CBDC Tracker²⁷

من العملات المستقرة إلى عملات البنوك المركزية الرقمية

تتجه اقتصادات العالم المتقدم بسرعة كبيرة إلى استخدام العملات الرقمية والتمويل اللامركزي وتقنيات «بلوك تشين» على نطاق واسع. كما يوضح تقرير صدر مؤخراً عن البنك الدولي للتسويات أنه كان لدى تلك الاقتصادات وجهة نظر محايدة نوعاً ما حتى عام 2021.²⁸ ولكن الأمور بدأت في التغير إلى حد كبير، حتى في العام أو العامين الماضيين. كانت الخطوة الأولى في هذا المسار في استخدام العملات الرقمية هي

الانتقال من العملات المشفرة غير المستقرة إلى العملات المستقرة (وهي عملات مشفرة مربوطة بالعملات الورقية). كانت العملات المعدنية المستقرة تشكل تحدياً كبيراً محتملاً لاحتكار البنوك المركزية، وسيطرتها على السياسة النقدية. وقد كان عام 2021 بالتحديد هو عام العملات المستقرة.

لذلك، كان على البنوك المركزية أن تستخدم التكنولوجيا نفسها للحفاظ على سيطرتها على السياسة النقدية واحتكارها للمعروض النقدي. ومن ثم جاءت العملات الرقمية للبنوك المركزية لتكون حلاً لهذا المأزق.²⁹ ويُفترض أن تكون العملات الرقمية للبنوك المركزية قادرة على التعامل مع المشكلات المالية الحديثة.

في أعقاب الثورة التي شهدتها عالم العملات المشفرة، تزايدت المخاوف بشأن الاستقرار المالي العالمي؛ فعلى سبيل المثال، أدت التقلبات الأخيرة حتى في العملات المستقرة Terra و DEI و Tether إلى إثارة مخاوف بشأن زيادة المخاطر في الاستقرار المالي العالمي. تتوسع العملات المشفرة والعملات المستقرة بسرعة، وتزايد مخاطر الاستقرار المالي باستمرار.

بشكل عام، يمكن الحفاظ على الثقة في العملة الوطنية وأنظمة الدفع الخاصة بها من خلال:

(1) الاستقرار في السياسة النقدية.

(2) الاستقرار المالي.

(3) إنشاء أنظمة نظام دفع آمنة وفعالة.

من ناحية أخرى، يمكن أن تساعد عملات البنوك المركزية الرقمية في المجالات الرئيسية الثلاثة للعمليات المصرفية المركزية، وهي:

(1) تسهيل المدفوعات.

(2) تنفيذ السياسة النقدية.

(3) ضمان الاستقرار المالي.³⁰

وفي هذا السياق، لم تعد العملات الرقمية القائمة على تقنية «بلوك تشين» مجرد مشروعات أو مبادرات خاصة. حيث تناقش البنوك المركزية والخاصة مسألة استخدامها والتعامل بها، حيث تعمل العديد من اقتصادات العالم، مثل تركيا والولايات المتحدة

الأمريكية على مشروعات لإصدار العملات الرقمية الخاصة بها في الوقت الحاضر . على سبيل المثال ، في الولايات المتحدة الأمريكية أصدرت إدارة بايدن أمرًا تنفيذيًا جديدًا يشير إلى إمكانية إدخال عملة رقمية جديدة للبنك المركزي (الفيدرالي الأمريكي) .³¹ وقد كانت البنوك المركزية الكبرى فيما سبق تعتقد بأن لديها أنظمة دفع قوية بما يكفي ، وأنها لن تحتاج إلى أي أدوات مالية جديدة لتنفيذ السياسة النقدية .

تُظهر كل هذه التطورات مجتمعة أن البنوك المركزية ستقرّر حتمًا إصدار عملاتها الرقمية أو الإلكترونية . وبعد أزمة عام 2008 ، أصبح هذا الاتجاه أكثر وضوحًا وجدية . من ناحية أخرى ، فإن مثل هذا التحول في الأدوات المالية من شأنه أن يزيد من دور البنوك المركزية .³²

العملات الرقمية للبنوك المركزية من الناحية القانونية

ربما لم تنجح عملة بيتكوين في أن تصبح عملة جديدة يمكن الاعتماد عليها بشكل رسمي ، ولكن التكنولوجيا التي تقف وراءها نجحت بالفعل في تحويل القطاع المالي والمصرفي برمته . من المحتمل أن يؤدي ذلك إلى تغيير الطريقة التي نؤدي بها المعاملات المالية ، على سبيل المثال ، سيكون من الممكن التخلص من الوسطاء ، وخفض التكاليف ، وزيادة سرعة المعاملات .

علاوة على ذلك ، فالعملات المشفرة مثل البيتكوين تتسم باللامركزية ، في حين أن العملات الرقمية التابعة للبنوك المركزية ستكون خاضعة لسلطة الدولة تمامًا مثل العملات المادية . والعملات المشفرة لها قيود عرض محدودة ، في حين أن المعروض من العملات الرقمية لن يكون محدودًا . يمكن لهذا العرض المحدود أيضًا أن يجعل العملات المشفرة إلى أصول قيمة ، إلى جانب كونها وسيلة للتداول . لن تكون عملات البنوك المركزية الرقمية مقيدة بأي كمية عرض . ومن هنا ستساعد تلك العملات في تحويل أنظمة الدفع باستخدام تقنية « بلوك تشين » الحديثة ، والتعامل مع الآثار الجانبية المحتملة للعملات المشفرة الخاصة .

قد تساعد تقنية « بلوك تشين » أيضًا على زيادة استخدام العملات الوطنية في التجارة الدولية وتقليل الاعتماد على العملات الاحتياطية العالمية مثل الدولار الأمريكي . وفي هذا السياق يمكن القول : إن البديل الأفضل للنظام المالي الحديث الذي يهيمن عليه الدولار هو إما العودة إلى المعيار الذهبي ، أو الأدوات الجديدة القائمة على « بلوك تشين » ، مثل العملات المستقرة أو عملات البنوك المركزية .

على عكس التحويلات المالية الإلكترونية المستخدمة في النموذج القديم لالتزامات البنوك التجارية، فالعملات الرقمية الخاصة بالبنوك المركزية تُعدّ التزامات للبنك المركزي. لذلك، مع إصدار العملات الرقمية للبنوك المركزية قد تصبح الودائع الموجودة في البنوك الخاصة أقل استقراراً في نهاية المطاف، ولكن البنوك على أي حال تعتمد بشكل أكبر في التمويل على الودائع الفردية. ويؤثر حجم الودائع في الحسابات المصرفية في توافر القروض وتكلفتها والمصروفات (ومن هنا، فإن العملات الرقمية للبنوك المركزية إذا حلت محل أموال البنوك التجارية، فإنها ستؤثر بالتأكيد في أرباح تلك البنوك سلبياً).

في الاقتصادات غير النقدية (أو المجتمعات الرقمية)، يتزايد أيضاً الاتجاه نحو وسائل جديدة للمعاملات المالية. ومن الأمثلة على ذلك في بعض الدول: فنلندا والسويد والصين وكوريا الجنوبية.³³

«الرقمنة» في السياسة النقدية والفوائد المحتملة

تُعدّ العملات الرقمية والتكنولوجيا المالية من الظواهر المالية الحديثة. وقد هيمنت صناعة التكنولوجيا المالية والتحسينات التي أجرتها في أنظمة الدفع والعملات المشفرة إلى جانب العملات الرقمية للبنوك المركزية على التقديمات التي حدثت في المجال المالي. على الجانب الآخر لم تعد هذه الصناعة مؤلفة من مجرد مشروعات خاصة، حيث بدأت البنوك المركزية الرائدة فيما بعد في الاستثمار في البحث والتطوير في هذا المجال. ومن ثم، من الممكن القول: إن العملات الرقمية هي مستقبل المال.

تراقب البنوك المركزية هذا الاتجاه الحديث في إصدار العملات الرقمية عن كثب؛ لأنها تؤثر في أنظمة المدفوعات، واستقرار الأسعار، والاستقرار المالي، وكفاءة السياسات النقدية، كما أنها تسهم في إثراء قائمة أدوات السياسة النقدية. علاوة على ذلك، يمكن أن تكون السياسة النقدية ناجحة أكثر وتستند إلى البيانات، وأكثر سلاسة، ويمكن أيضاً تجنب المشكلات التقليدية للأنظمة المالية مثل مشكلة الحد الصفري الاسمي، وبذلك يكون من الممكن الوصول إلى معدلات فائدة سلبية (من خلال الضرائب، على سبيل المثال).

علاوة على ذلك، تزامناً مع التحول الذي يشهده النظام المالي العالمي بدأت ملامح اتجاهات «الرقمنة» والتزامن الاقتصادي في الوضوح شيئاً فشيئاً، ونشأت الحاجة إلى إعادة تنظيم أنظمة الدفع وتصميمها، والسياسات النقدية، والنظام المالي العالمي،



وحتى العقوبات الاقتصادية والمالية . في المقابل ربما يفتح اتساع نطاق عملية « الرقمنة » في الأدوات النقدية والمعاملات المالية وأنظمة الدفع - إلى زيادة نفوذ البنوك المركزية ، وسلطاتها الواسعة على المعروض النقدي ، والنظام المالي برمته .³⁴

وعلى أيّ حال ، سواء كانت العملات الرقمية للبنوك المركزية ستجلب معها معدلات فائدة أم لا - فإن هذه الخطوة ستكون قراراً ضخماً في مجال السياسات المالية يحتاج إلى دراسة . فإذا كانت هذه العملات ستجلب معدلات فائدة ، حينها سيكون من الممكن تقييمها على أنها أصول جذابة ، خصوصاً في الفترات التي تشهد اضطرابات مالية كبرى . وإنّ قراراً كهذا سيكون له بطبيعة الحال انعكاسات ضخمة على السياسة النقدية وبنية النظام المالي . ومن شأن هذه الانعكاسات أن تؤثر في الخيارات بين العملات الرقمية للبنوك المركزية والأصول المالية الأخرى ، مثل أذون الخزانة واتفاقات إعادة الشراء . . . إلخ .

وفي الوقت نفسه ، مع ظهور المجتمعات الرقمية التي لا تستخدم النقود المادية ، سيكون من الممكن الاحتفاظ بكل الأموال في النظام المصرفي أو المالي . ومن ثم ،

فإن تحليل السياسات (تقييم البيانات والمراقبة) سيكون أسهل بكثير. فالأصول النقدية تحدّ من فعالية صدمات سياسة البنك المركزي (على سبيل المثال، تقليل فعالية المعدلات السلبية). ومن ثمّ فالتخلص من النقد في النظام المالي وفي الاقتصاد سيزيد من سلطة البنوك المركزية على المعروض النقدي وتحكمها في النظام المالي والاقتصاد.³⁵

قد تساعد العملات الرقمية للبنوك المركزية على إنشاء «مضاعف مالي أكبر» ومن ثمّ تأسيس قاعدة نقدية أكثر فاعلية عادة ما تميل الكتب الدراسية في مجال التمويل أو الاقتصاد الكلي إلى التنبيه على أن إحدى المشكلات المتعلقة بفعالية السياسة النقدية هي المال أو النقد المتداول، أي « $c > 0$ ».³⁶

$$m = \frac{1+c}{r+e+c} \text{ : المعادلة الأولى}$$

وعلىنا الأخذ في الاعتبار أن السياسة النقدية التقليدية قد اتخذت مسارًا للتكيف مع التغييرات؛ لذا تحتاج البنوك المركزية الحديثة إلى التحول إلى سياسة غير تقليدية.

تساعد العملات الرقمية للبنوك المركزية البنوك المركزية على الظهور مرة أخرى، واستئناف دورها المركزي والقوي بوصفها موردًا نهائيًا لوسيلة التبادل وعرض النقود؛ وذلك لأنها ستساعد البنوك المركزية على استعادة السيطرة الكاملة على أنظمة المعروض النقدي والدفع التي فقدتها بسبب العملات المشفرة مؤخرًا إلى حد ما. كما أنها ستزيد من سلطة البنك المركزي على النظام المالي، فضلًا عن تحويلها إلى المركز النهائي للسلطة المالية.

علاوة على ذلك، قد يكون للبنوك المركزية أولويات ودوافع مختلفة لإصدار العملات الرقمية، ولكن الأهم هو هيكله عملات البنوك المركزية الرقمية بطريقة تدعم في المقام الأول تحقيق الهدفين الرئيسيين للبنوك المركزية: استقرار الأسعار، والاستقرار المالي. وقد تساعد العملات الرقمية للبنوك المركزية في إعادة الاستقرار المالي وفعالية السياسة النقدية وتكامل نظام الدفع.

ستساعد العملات الرقمية للبنوك المركزية على استعادة تحكمها في المعروض النقدي وأنظمة الدفع التي فقدتها بسبب العملات المشفرة غير الرسمية إلى حد ما، ومن هنا سيقبل ذلك من البيروقراطية، ويزيد من كفاءة السياسة النقدية. كما أن هذه العملات ستخلق فرصًا للتخلص من قيود الحد الصفري للقيم الاسمية التي ذكرنا بها أزمة عام 2008.³⁷ من خلال

المعدلات السلبية، يمكن للبنوك المركزية المساعدة في التغلب على مشكلة الحد الأدنى للقيم الاسمية، ومع ذلك، فإنّ مع انخفاض أسعار الفائدة إلى المنطقة السلبية، من المتوقع أن تتراجع الودائع والمدخرات في البنوك والمؤسسات المالية الأخرى أيضاً.³⁸ ومن المرجح أن يستخدم الناس النقد بشكل مباشر بدلاً من الشيكات أو بطاقات الائتمان أو حسابات الودائع الأخرى المرتبطة بالبنوك التي تدفع فوائد سلبية وغيرها من المؤسسات المالية؛ لتتعطل البنوك في نهاية المطاف.³⁹

ومن أهم الإسهامات الأخرى التي ستوفرها العملات الرقمية للبنوك المركزية مسألة الأمن والسلامة. في العقود القليلة الماضية كان النظام النقدي شبه الرقمي السابق أو النقود التي يجري تداولها في الوسط الإلكتروني - مدعومة بأموال البنك المركزي المادية الموجودة في الحسابات المصرفية. وكانت تلك الأموال دائماً معرضة لخطر الضياع؛ إما بسبب الإفلاس، أو السرقة، أو غسيل الأموال والفساد. ستقدم الحكومات ضمانات لحدود معينة فقط من تلك الأموال. من ناحية أخرى، تُعدّ العملات الرقمية للبنوك المركزية عملات رقمية أكثر أماناً وتدعمها البنوك المركزية، مثل العملات المادية التقليدية. تتيح لك العملات الرقمية الاحتفاظ بأموالك في شكل رقمي أكثر أماناً، إما معك أو في البنك، ويجري استخدامها أيضاً بأمان للمدفوعات والتحويلات الرقمية.

علاوة على ذلك، فإن «استقرار الأسعار» (بصفته من أهم أساسيات للاقتصاد النقدي الحديث) سيكون من أهم المميزات التي ستقدمها العملات الرقمية للبنوك المركزية (انظر المرجع 35).⁴⁰ ومن هنا، فإن استبدال النقد المادي والتخلص من العملات المشفرة شديدة التقلب حالياً سيجعل من السهل تحقيق الأهداف الكلية، مثل الاستقرار المالي، واستقرار الاقتصاد الكلي، واستقرار الأسعار.

ومن الأولويات الأخرى التي لا ينبغي تفويتها «فعالية السياسة النقدية». فمع زيادة العملات الرقمية حصتها في المعاملات المالية، وانخفاض استخدام العملات المادية والعملات المشفرة، من المتوقع أن تزيد البنوك المركزية من قوة سياستها النقدية وكفاءتها، حيث ستخضع جميع المعاملات للسيطرة الصارمة من البنك المركزي، وسيكون الوصول إلى البيانات أسهل، ومن ثمّ سيكون التحكم والإدارة والإشراف والتوجيه للنظام المالي من قبل البنك المركزي أسهل بكثير. كما أن

سيطرة البنوك المركزية ستمتد لكل التدفقات المالية، وستتطور قدرات البنوك المركزية على الإشراف وتنظيم جميع البيانات المالية والإدارة. ومن هنا ستكون السياسة النقدية أكثر فعالية.

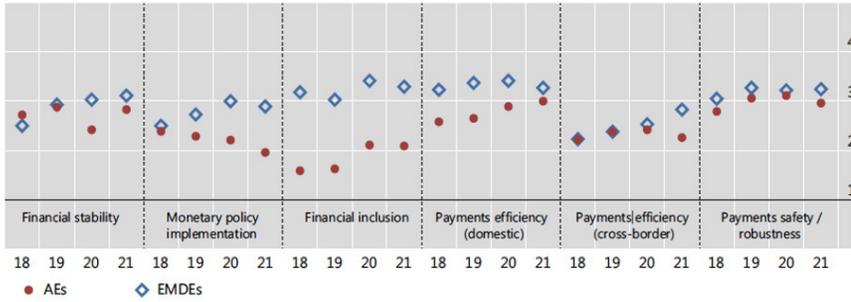
يُعدّ تنفيذ السياسة النقدية من العوامل الحاسمة التي تميز الاقتصادات المتقدمة والناشئة في دافعها للعملاء الرقمية للبنوك المركزية، حيث تتمتع الاقتصادات الناشئة بحافز أكبر لتنفيذ السياسة النقدية. كما أن إصدار العملات الرقمية أسهل بكثير وأقل تكلفة وأسرع (بيروقراطية أقل) وأكثر أماناً- مقارنة بالعملات المادية التقليدية. لذلك تبحث اقتصادات العالم في الوقت الحاضر بشكل فعال عن طرق لاستخدام العملات المشفرة والعملات المستقرة والعملات الرقمية التي من شأنها أن تسمح للاقتصادات بتطبيق عملية «الرقمنة» بالكامل.

وفقاً لذلك، من المتوقع أن تعمل «رقمنة» العملات على تقوية البنوك المركزية وزيادة فعالية السياسة النقدية، حيث ستسعى البنوك المركزية إلى تعزيز هيمنتها وسلطتها على السياسة النقدية لتتحول بشكل أكبر إلى مركز القرار النهائي للسلطة المالية. وهذه العملية ضرورية في عصر التحول الرقمي.

ويعد رفع كفاءة أنظمة الدفع من المميزات المحتملة الأخرى. فأنظمة الدفع الحالية، ولاسيما المدفوعات العابرة للحدود، محدودة بسبب أوجه القصور، مثل ساعات العمل المترامنة، والتعقيدات بسبب تسلسل أو سلاسل المعاملات، والتكاليف المترامية للمعاملات. يمكن أن تعالج العملات الرقمية للبنوك المركزية هذه المشكلات. يمكن للعملات الرقمية للبنوك المركزية أيضاً أن تتيح منصة جديدة للمدفوعات الدولية الفعالة من حيث التكلفة والسرعة.⁴¹

يمكن أن تساعد العملات الرقمية في تقليل عمولات التحويل وفروق أسعار الصرف أو حتى في إلغائها. وقد كان هذا أيضاً أحد أسباب التحول إلى عملة مشتركة في منطقة اليورو (انظر المرجع 14). ويمكنها أيضاً زيادة كفاءة التحويلات المالية (في أثناء الوباء، على سبيل المثال)، وتقليل أنشطة السوق السوداء. يمكن أيضاً تنويع خيارات الدفع وجعلها أكثر كفاءة وفي متناول الجمهور. كما تصاعدت مخاوف «الاستقرار المالي الكلي» خلال الفترة التي أعقبت أزمة 2008 ووباء عام 2020.

الرسم البياني 2: الدوافع لإصدار العملات الرقمية للبنوك المركزية للبيع بالتجزئة



(1) = not so important; (2) = somewhat important; (3) = important; (4) = very important.

المصدر : BIS central bank survey on CBDCs and digital tokens 2021. ⁴²

يمكن أن تقدم العملات الرقمية إسهامات مهمة لضمان الاستقرار المالي خصوصاً إذا كانت آمنة ومضمونة، ويمكن الوصول إليها بسهولة، وتكون قابلة للتحويل إلى أشكال مختلفة من المال، فحينها يمكن أن تؤدي هذه العملات إلى تدفقات على المؤسسات المالية. ⁴³ وفي الوقت نفسه يمكن أن تؤدي مثل هذه التحولات الجذرية إلى تداعيات كارثية في أثناء الأزمات المالية الكبرى. فقد تتعرض الودائع الموجودة لدى البنوك الخاصة المطاف إلى العديد من الاضطرابات والتقلبات. لذلك، يجب أن تتمتع العملات الرقمية الجديدة بميزات تمنع الهروب الجماعي للودائع من البنوك في أثناء الاضطرابات المالية. ⁴⁴ ومن ناحية أخرى، ستكون مسألة الأمان من أهم القضايا الواجب معالجتها، ولاسيما في أثناء الاضطرابات المالية. ⁴⁵

شكلت العملات المشفرة والعملات المستقرة بالتأكيد تحدياً كبيراً لاحتكار البنوك المركزية وعملياتها القانونية، وسيطرتها على السياسة النقدية والمعروض النقدي في السوق. ويمكن أن تسهم هذه العملات في تجنب الاقترادات العالمية التقلبات الحالية ودوافع المضاربة على العملات المشفرة، وهي عملات مماثلة للعملات الرقمية، كما يمكن أن تحدّ من توسّع العملات المستقرة والعملات المشفرة، ومن ثمّ زيادة الاستقرار المالي.

قيود الحد الصفري للقيم الاسمية وسياسة معدلات الفائدة الاسمية

كان الحد الصفري للقيم الاسمية من القيود المهمة التي فرضت تدابير على السياسات

التقليدية للبنوك المركزية الخاصة بالتعامل مع فترات الركود والكساد. إنه لمن الضروري أن تكون لدى البنوك المركزية القدرة على التعامل مع المسائل المادية الحديثة، مثل الحد الأدنى الفعال لمعدلات الفائدة الاسمية (ELB).⁴⁶

أدت المعدلات السلبية التي وضعتها البنوك المركزية على بعض الودائع والسندات، بالإضافة إلى السياسات النقدية غير المعيارية- إلى الحالة التاريخية لمعدلات الفائدة الاسمية السلبية، فلم يعد الحد الصفري للقيم الاسمية هو الحد الأدنى.

لا ينبغي أن نحصر السياسات النقدية في الأساس في النقد والعملات المادية وغير ذلك من قضايا نقدية متعلقة بالعملات التقليدية. وفي هذا الإطار، اقترح كثير من الاقتصاديين وضع معدلات سلبية أقل بكثير، أقل حتى من الحد الصفري.

وقد كانت المعدلات السلبية للفائدة من أهم الأدوات للتغلب على مشكلة ضعف الطلب؛ لأنها تعالج ضعف الطلب، فتشجع الاقتراض والإنفاق وتقلل من الميل إلى الادخار. وقد وُضعت هذه المعدلات موضع التنفيذ في بعض الحالات، كما هو الحال في قروض البنك المركزي أو السندات الآمنة طويلة الأجل، ولكنها لم تكون مقبولة بالنسبة للعملاء.

ولكن من الممكن أن تلحق المعدلات السلبية للفائدة أضراراً كبيرة بالبنوك التجارية وغيرها من المؤسسات المالية الحديثة، وذلك لأن أرباح تلك المؤسسات تتأثر بشكل مباشر بالتغيرات في الأسعار. وبناء عليه جاء الانتقاد الرئيس لبرنامج سياسة المعدلات الاسمية للفائدة من المؤسسات المالية. حيث ادعى النقاد أن هذه السياسة ستمنع ارتفاع معدلي التضخم والنمو، وستؤدي إلى انخفاض الإنتاجية الاقتصادية.

فمثلاً؛ إذا جرى فرض معدلات فائدة سلبية على الودائع فلن يكون هناك حافز لدى أي عميل لإيداع مدخراته في الحسابات المصرفية، وفي هذه الحالة فإن إيجاد بدائل للعملات التقليدية للبنوك المركزية مثل الذهب، الفضة، أو حتى العملات المشفرة أو حتى العملات الرقمية سيزيد من الإقبال عليها. كما يمكن أن نتجه نحو اقتصاد المقايضة بدلاً من كل ذلك. ولكن على الرغم من كل هذا، فإن أسواق رأس المال تشهد حالة من التوسع، وإن دور البنوك في تناقص مستمر، وبمن ثم فإن التأثير السلبي (لمعدلات الفائدة السلبية) في البنوك قد لا يكون بهذه الأهمية.

فوق كل ذلك، بدءاً من ربيع عام 2022 بدأت البنوك المركزية في السويد والدنمارك وسويسرا ومنطقة اليورو واليابان (أي ما يقرب من ربع الاقتصاد العالمي) في فرض معدلات سلبية أقل من الحد الصفري.



وفي العموم ، فالحد الصفري للقيم الاسمية ليس قانوناً طبيعياً ، ومن الممكن تجاوزه دائماً . وفي حقيقة الأمر ثمة مجموعة من الأدوات التي تجعل ذلك ممكناً من دون تكاليف إدارية ضخمة ، والضرائب مجرد أداة من تلك الأدوات .

بعد أزمة عام 2008 وجائحة 2020 ، جرى اعتماد سياسة التيسير الكمي بوصفها بديلاً لمعدلات الفائدة السلبية التي لم يكن من الممكن فرضها حينئذ . ولكن الوقت قد حان الآن للتفكير خارج الصندوق واتباع أساليب غير تقليدية ، واستخدام أدوات جديدة ، مثل الضرائب ، وقد يكون هذا المسار أسهل كثيراً بالتوازي مع إصدار العملات الرقمية .

يمكن القول ببساطة : إن المعدلات السلبية للفوائد هي في حقيقة الأمر ليست إلا ضرائب غير مباشرة على الأصول والأموال المادية . وسيجعل استخدام العملات الرقمية بشكل فعال من السهل فرض ضرائب على العملات ، ومن ثم الوصول إلى معدلات سلبية للفائدة . وستعمل عملات البنوك المركزية الرقمية في هذا السياق على تسهيل فرض ضريبة مباشرة أو فائدة سلبية على الأصول النقدية للأفراد .

وعلى الجانب الآخر، يمكن للبنوك أن تفرض بعض الرسوم على عمليات السحب النقدي أو المقتنيات النقدية (إجراء معادل للمعدلات السلبية للفائدة التي وضعها البنك المركزي الأوروبي بوصف ذلك رسوماً على الاقتراض). ستمنع هذه الرسوم ما يُسمَّى بالتحويل إلى الأساس النقدي، خصوصاً في حالات الطلب النقدي الكبيرة. وفي حقيقة الأمر، في الوقت الحالي يجري تطبيق سياسات شبيهة في تركيا في عمليات سحب الذهب المادي من الحسابات المصرفية. ولكن على أي حال من الضروري فهم آلية عملها في عملية صنع السياسات.

تحليل نقدي

إن العالم في طريقه اليوم إلى التحويل نحو مجتمعات رقمية لا تستخدم النقد في تعاملاتها المالية؛ إذ حولت البطاقات الائتمانية وأنظمة الدفع والمرور وأنظمة الدفع عن بعد الأنظمة المالية وأنظمة الدفع حول العالم. وبالنظر إلى مستوى التطورات الجارية التي يشهدها مجال الاتصالات وأنظمة الدفع والبنى التحتية للأدوات الإلكترونية نجد أن العملات الرقمية للبنوك المركزية ستكون صيغة إلكترونية لأموال البنوك المركزية الآمنة والسائلة، كما أنها تتسم بكونها سهلة الوصول. ولكن على الرغم من كل شيء، فإن من الضروري قبل إصدار تلك العملات أن نقوم بتحليل المسارات التنظيمية، والمخاطر المتعلقة بالأمن السيبراني وإدارة المعاملات البنكية بعناية شديدة، فقد أضحى الواضح أن هناك حاجة في الوقت الحالي إلى مزيد من التنظيم والاستقرار المالي.

من ناحية أخرى، كانت إحدى النتائج المهمة للتوترات الجيوسياسية الأخيرة (الحرب الروسية الأوكرانية على سبيل المثال) وما تلاها من عقوبات اقتصادية ومالية، أن ظهرت مساع لإيجاد بدائل لنظام «سويفت» وصعود توجه عام للتعامل بالعملات المحلية بين الدول، وتسارع التوجه نحو قبول العملات المشفرة، مثل «بيتكوين»، وإصدار عملات رقمية وطنية تخضع لرقابة الدول.⁴⁷

وفي هذا الإطار، قد تساعد العملات الرقمية للبنوك المركزية الاقتصادات العالمية على تحدي هيمنة الغرب على أنظمة الدفع الوسيطة، حيث يمكن أن تساعد العملة الرقمية في تخطي نظم المراسلة وآليات الاتصال الدولية مثل نظام سويفت والتحويل المكلف للأموال عبر الدول. بهذا المعنى يمكن أن تؤثر العملات الرقمية بالسلب في العقوبات الاقتصادية التقليدية. كما أن العملات الرقمية للبنوك المركزية يمكن أن توفر لكل بلد أو منطقة إمكانية أن يكون لها عملتها الاحتياطية، ومن ثمّ يمكن لهذه الدول

إقامة أنظمة «بريتون وودز» الخاصة بها بوصف ذلك تحديًا للهيمنة الغربية . ويمكن أن يكون هدف الصين من وراء إصدار عملة الرنمينبي الرقمية (أو اليوان الإلكتروني) هو تحقيق هذه الطموحات .

لا بد أن البنوك المركزية ستعمل على استعادة المزيد من التحكم في المعروض النقدي وأنظمة الدفع الذي فقدته جزئيًا بسبب ظهور العملات المشفرة غير الخاضعة لسلطتها . كما أنه من المتوقع أن تتعامل مع القضايا المهمة الأخرى المتعلقة بالنقود المادية التقليدية بمقاربة تقوم على «رقمنة» كل شيء . ولكن على البنوك المركزية تفادي عيوب العملات الرقمية عند إصدار عملاتها الرقمية الرسمية من خلال فرض مزيد من التنظيم ، أي أنه من الضروري الموازنة جيدًا بين التنظيم والابتكار .

باستبدال العملات المادية التقليدية ، والاتجاه لتخلص من العملات الرقمية (غير الرسمية) التي تتسم بعدم الاستقرار ، والتقلبات الشديدة- سيكون تحقيق الأهداف الكلية مثل الاستقرار المالي واستقرار الاقتصاد الكلي واستقرار الأسعار أسهل من أي وقت مضى ، وذلك لأن التدفقات المالية كلها ستخضع لسيطرة البنوك المركزية بشكل كامل . ولكن على أي حال ، من الضروري ملاحظة الآثار السلبية المحتملة في الاستقرار المالي ؛ لأنها يمكن أن تشكل خطرًا على القطاع المالي والبنية السوقية ؛ لذا يجب تقييم التأثيرات المحتمل وقوعها في الأسواق الائتمانية بصورة دقيقة .

على عكس التحويلات المالية الإلكترونية المستخدمة في النموذج القديم لالتزامات البنوك التجارية ، فالعملات الرقمية الخاصة بالبنوك المركزية تُعدّ التزامات للبنك المركزي . لذلك ، مع إصدار العملات الرقمية للبنوك المركزية قد تصبح الودائع الموجودة في البنوك الخاصة أقل استقرارًا في نهاية المطاف ، ولكن البنوك على أي حال تعتمد بشكل أكبر في التمويل على الودائع الفردية . ويؤثر حجم الودائع في الحسابات المصرفية في توافر القروض ، وتكلفتها ، والمصرفيات . ومن هنا ، فإن العملات الرقمية للبنوك المركزية إذا حلت محل أموال البنوك التجارية ، بالتأكد ستؤثر في أرباح تلك البنوك سلبًا .

وبدون ابتكار آليات فعالة لمنع تحركات الأموال المدفوعة بحالات الذعر ، يمكن أن نشهد هروبًا وحالات سحب جماعي للأموال من البنوك بصورة حتمية ؛ لذلك يجب أن تكون هناك طريقة ناجعة لتفادي حالات هروب الأموال الجماعية خلال الأزمات المالية .

وربما يؤثر إصدار البنوك المركزية عملات رقمية عليها فوائد- في الأسواق والأدوات المالية على وجه التحديد، بل وقد يفتح الباب أمام تغيرات جذرية في بنية النظام المالي العالمي. كذلك، ثمة صعوبات معينة فيما يتعلق بخلق اقتصاد غير نقدي، والتغير المستمر لهيكل أسواق المال.⁴⁸

الأمر المؤكد الوحيد هو أن العملات الرقمية ما تزال لا تتسم بكل السمات المهمة التي تتمتع بها العملات المادية التقليدية، فمثلاً؛ ليس بإمكان جميع المواطنين الوصول إلى الأسواق المالية، وهو جانب مهم للغاية من هذه المسألة. ومن الجوانب الأخرى للمسألة الاعتماد بشكل كامل على الطاقة أو الكهرباء لإجراء المدفوعات أو التحويلات. إذ قد تواجه الفئات المهمشة والفئات التي تعيش حياتها في دورة من الدفع مشكلات، مثل عدم القدرة على الاحتفاظ بحساب مصرفي أو أداة دفع محدثة.

إنه لمن الضروري أن يجري تصميم العملات الرقمية للبنوك المركزية على نحو يجعلها أدوات جديدة مبتكرة. ومن ثم، يجب ألا تتحول تلك العملات إلى أصول جذابة للشركات المالية للاستثمار فيها، إذ يجب أن يكون التركيز في هذه الابتكارات على خلق مجتمعات لا تستخدم النقد في معاملاتها المالية، والوصول إلى معدلات فائدة بالسالب، والتحول نحو أدوات رقمية آمنة، والمساعدة في التعامل مع القيود التقليدية للاقتصاد القائم على النقد والقيود المتعلقة بأنظمة الدفع.

خاتمة

أولاً، فتحت الضرائب التضخمية الباب أمام تزايد الاهتمام بإيجاد أشكال مختلفة من أدوات الدفع، مثل العملات المشفرة، ثم فتحت البنية الاحتكارية للنظام المالي العالمي ووضع تركيز السلطة داخله الباب أمام حالة من الغضب وانعدام الثقة في الأدوات المالية التقليدية، والبحث عن أدوات بديلة. إذ يهيمن قلة من اللاعبين الدوليين اليوم حتى على أنظمة الدفع ببطاقات الائتمان التي تؤدي دور الوسيط في المدفوعات بين المتاجر والمؤسسات المالية. ثم تلي ذلك ظهور تأثيرات للعملات المشفرة في النظام المالي حيث زادت هذه العملات من التقلبات المالية وقيود الحد الصفري الاسمي على السياسة المالية.

بعد أزمة 2008 وجائحة 2020، أعربت بنوك مركزية عديدة عن اهتمامها بإصدار عملاتها الرقمية، إلى جانب ذلك، ظهرت ابتكارات مالية أخرى مثل العملات المشفرة الجديدة كلياً والعملات المستقرة. ويتوقع أن تؤدي خطوة كهذه إلى توسيع دائرة نفوذ

البنوك المركزية وصناع السياسات؛ إذ إنهم سيكسبون سلطات أوسع على المعروض النقدي وعملية التحكم فيه، وبطبيعة الحال سيعزز ذلك سلطتهم المركزية ومكانتهم في النظام المالي.

من الممكن أن تسهم العملات الرقمية الخاصة بالبنوك المركزية للدول في دعم الاستقرار المالي وزيادة فعالية السياسات النقدية. بالتأكيد ستظل هناك حاجة ماسة إلى زيادة تنظيم العملات المشفرة الخاصة والرقابة عليها أيضًا. كما ستزيد العملات الرقمية الخاصة بالبنوك المركزية من انتشار العملات المشفرة والتكنولوجيات المالية المدعومة من سلاسل الكتل وستعزز الثقة فيها.

وفيما يخص مسألة تقنيات الدفع، نرى أنه لا بد أن تلك العملات ستحل محل العملات المستقرة وغيرها من العملات المشفرة الخاصة. على الجانب الآخر يحتمل أن يجري إلزام العملات المشفرة بخدمة أهداف معينة في مجالات فريدة وأسواق أكثر ملائمة، حيث يمكن أن تتحول إلى أدوات ذات أغراض محددة في مجالات الألعاب الإلكترونية وما يرتبط بها من تقنيات الواقع الافتراضي. مستقبلاً؛ يمكن أن تنشأ حاجة أكثر إلى دمج العملات المشفرة الأخرى في نطاق العملات الرقمية للبنوك المركزية.

إن من الضروري إعادة تقييم الآثار والنتائج الجيوسياسية والجوفاقتصادية والجيواستراتيجية التي قد تترتب على إصدار البنوك المركزية عملات رقمية، ودراستها جيداً، فقد يكون لقيادة الصين على وجه التحديد، وتفوقها في مسألة وضع المعايير آثار إستراتيجية طويلة المدى ومستدامة في المرحلة المقبلة في مجال التقنيات المالية، إذ إن الصين أصدرت بالفعل عملتها الرقمية الرسمية، وقد يجبر التنافس الأمريكي الصيني التاريخي أيضاً الولايات المتحدة على الرد على الخطوة الصينية بإصدار عملة رقمية أمريكية.

ويمكن القول بإيجاز: إن العملات التقليدية، بطريقة أو بأخرى، لا بد أن تجري «رقمنتها». ومن ثم، لماذا لا يجري تبني هذا التحول والتكنولوجيا الجديدة والعمل على تنظيمها، والتأكد من أن العملات الرقمية يمكنها أن تؤدي كل وظائف العملات التقليدية؟ يبدو أن البنوك المركزية تتجه بشكل حتمي نحو تبني هذا الابتكار، أو تتحول إليه في المستقبل القريب.

من جهة أخرى؛ أكدت بنوك مركزية عديدة بالفعل استعدادها الكامل لاستخدام الأدوات الجديدة للسياسة المالية، ولكن على أي حال، من المرجح أن تكون ثورة

العملات الإلكترونية تطورًا طبيعيًا للغاية كما حدث في عملية التحول من استخدام النقد إلى استخدام البطاقات الائتمانية في المعاملات المالية .

المراجع والهوامش:

.1 “Major Central Bank Balance Sheets (Total Assets Less Eliminations from Consolidation),” FRED, Federal Reserve Bank of St. Loui, retrieved from <https://fred.stlouisfed.org/series/WALCL>, on May 24, 2022.

.2 See, among others, John Maynard Keynes, A Treatise on Money, (London: Macmillan, 1930); Jacques Le Bourva, “Money Creation and Credit Multipliers,” Review of Political Economy, Vol. 4, No. 4 (1992), pp. 447-466; Basil J. Moore, “The Endogenous Money Supply,” Journal of Post Keynesian Economics, Vol. 10 No. 3(1988), pp. 372-385.

.3 See, among others, William Mitchell, L. Randall Wray, and Martin Watts, Macroeconomics, (London: Red Globe Press, 2019); Stephanie Kelton, “The Deficit Myth: Modern Monetary Theory and the Birth of the People’s Economy,” Public Affairs, (2020); L. Randall Wray, Understanding Modern Money, Vol. 11, (Cheltenham: Edward Elgar, 1998); Thomas I. Palley, “The e-Money Revolution: Challenges and Implications for Monetary Policy,” Journal of Post Keynesian Economics, Vol. 24, No. 2 (2002), pp. 217-233; Thomas I. Palley, “Endogenous Money and the Business Cycle,” Journal of Economics, Vol. 65 (1997), pp. 133-149; Thomas I. Palley, “Money, Fiscal Policy, and Interest Rates: A Critique of Modern Monetary Theory,” Review of Political Economy, Vol. 27, No.1(2015), pp. 1-23.

.4 Bilal Bağış, “Güney Asya’nın ‘İlk Günahı’ ve Borç Krizi,” AA Analysis, (August 23, 2022).

.5 Finn E. Kydland and Edward C. Prescott, “Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans,” Journal of Political Economy, Vol. 85, No.3(1977), pp. 473-491; Kenneth Rogoff, “The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target,” Quarterly Journal of Economics, Vol. 100, No. 4 (1985), pp. 1169-1189; Carl Walsh, “Optimal Contracts for Central Bankers,” The American Economic Review, Vol. 85, No. 1(1995), pp. 150-167.

.6 CBDCs are digital central bank liability that are expected to replace the physical currency currently used. They are digital forms of paper money, a country’s fiat currency; Bilal Bagis, “Central Banking in the New Era,” Eurasian Journal of Economics and Finance, Vol. 5, No. 4(2017), pp. 197-225.

“Stablecoins: Implications for Monetary Policy, Financial Stability, Market Infrastructure and Payments, and Banking Supervision in the Euro Area,” European Central Bank (ECB) Occasional Paper Series, (September 2020); “Report on Stable coins,” Treasury Department (President’s Working Group on Financial Markets, the Federal Deposit Insurance Corporation, and the Office of the Comptroller of the Currency),(November 2021), retrieved from https://home.treasury.gov/system/files/136/StableCoinReport_Nov1_508.pdf.

Digital renminbi. May also be called ‘digital RMB’, e-Renminbi, e-RMB and e-CNY. Or the ‘Digital Currency Electronic Payment (DCEP)’, as it is officially called.

Raghuram G. Rajan, “Has Financial Development Made the World Riskier?” 2005 Economic Policy Symposium Proceedings, Jackson Hole, WY: Federal Reserve Bank, (2005), pp. 313-369.

Modern private venture cryptocurrencies run on a distributed-ledger technology called block chains. In this setup, a number of devices distributed around the world need to verify the accuracy of any transaction. Stable coins, however, are a new form of cryptocurrency that is pegged to a reserve asset, a fiat currency, or a commodity. They aim to keep a stable value. Examples include Tether, USD Coin, Libra, and DAI; See, “COVID-19, Crypto, and Climate: Navigating Challenging Transitions,” International Monetary Fund (IMF) Global Financial Stability Report, (October 2021), retrieved from <https://www.elibrary.imf.org/view/books/082/465808-9781513595603-en/465808-9781513595603-en-book.xml>; Francesca Carapella and Jean Flemming, “Central Bank Digital Currency: A Literature Review,” FEDS Notes, (November 9, 2020), retrieved from <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/central-bank-digital-currency-aliterature-review-20201109.htm>.

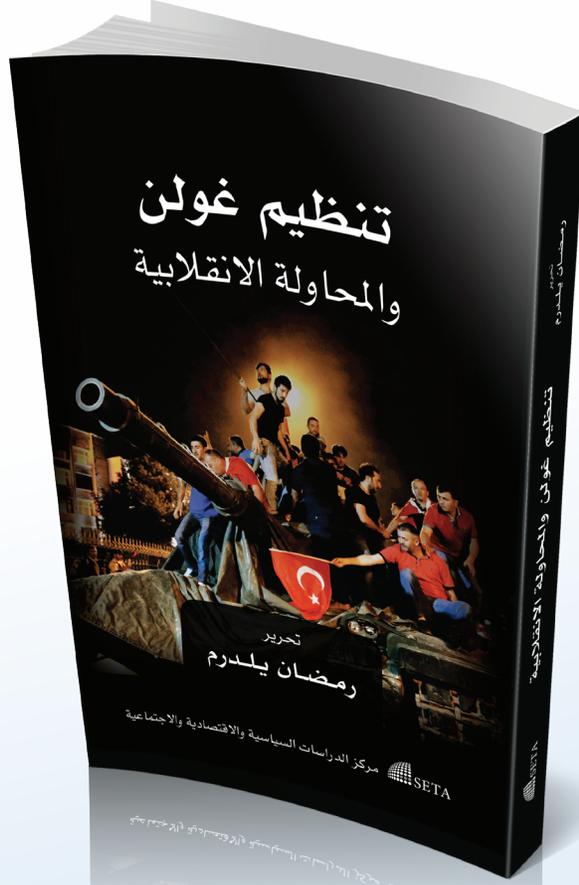
Raphael Auer, Giulio Cornelli and Jon Frost, “Rise of the Central Bank Digital Currencies: Drivers, Approaches and Technologies,” BIS Working Papers, No. 880 (August 2020); Klaus Lober and AertHouben, “Central Bank Digital Currencies,” BIS Report, Committee on Payments and Market Infrastructures, (March 12, 2018).

- “COVID-19, Crypto, and Climate: Navigating Challenging Transitions,” .12
International Monetary Fund (IMF) Global Financial Stability Report; Carapella and Flemming, “Central Bank Digital Currency: A Literature Review”; Auer, et al., “Rise of the Central Bank Digital Currencies: Drivers, Approaches and Technologies”; Sergio Luis Nández Alonso, Javier Jorge-Vazquez, and Ricardo Francisco Reier Forradellas, “Central Banks Digital Currency: Detection of Optimal Countries for the Implementation of a CBDC and the Implication for Payment Industry Open Innovation” Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity, Vol. 7, No. 72 (2021); Linda Schilling, Jesus Fernandez-Villaverde, and Harald Uhlig, “Central Bank Digital Currency: When Price and Bank Stability Collide,” NBER Working Paper, No. 28237 (2020).
- .13
Negative interest rate (NIR) means that keeping deposits, reserves, or cash in any account requires an interest payment to the bank (to a conventional bank or a central bank). This is, in a way, another way of telling banks (or depositors) that liquid assets such as cash are costly and that it is a privilege that requires some tax payment by the cash holder.
- .14
John M. Keynes, “Activities 1940-1944: Shaping the Post-War World – The Clearing Union,” in Moggridge, D. (Ed.), The Collected Writings of John Maynard Keynes, (London: Macmillan, 1980).
- .15
Barry Eichengreen, Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System, (Oxford: Oxford University Press, 2010).
- .16
Gary Gorton, “Reputation Formation in Early Bank Note Markets,” Journal of Political Economy, Vol. 104, No. 2 (1996).
- .17
Walter Engert, Ben S. C. Fung, and Scott Hendry, “Is a Cashless Society Problematic?” Bank of Canada Staff Working Paper, Vol. 12, (2018); Janet Hua Jiang and Enchuan Shao, “The Cash Paradox,” Review of Economic Dynamics, Vol. 36, (2020), pp. 177-197.
- .18
“Assessment of Risks to Financial Stability from Crypto-Assets,” Financial Stability Board (FSB), retrieved from <https://www.fsb.org/2022/02/assessment-of-risks-to-financial-stability-from-crypto-assets/>, on February 28, 2022.
- .19
“COVID-19, Crypto, and Climate: Navigating Challenging Transitions,” International Monetary Fund Global Financial Stability Report.
- .20
Jiang and Shao, “The Cash Paradox.”

- Náñez Alonso, et al., “Central Banks Digital Currency: Detection of Optimal Countries for the Implementation of a CBDC and the Implication for Payment Industry Open Innovation.” .21
- Anneke Kosse and Ilaria Mattei, “Gaining Momentum – Results of the 2021 BIS Survey on Central Bank Digital Currencies,” BIS Papers, No. 125 (May 2022). .22
- “Central Bank Digital Currency Tracker,” Atlantic Council Research, retrieved from <https://www.atlanticcouncil.org/cbdctracker/>, on May 25, 2022. .23
- “Central Bank Digital Currency Tracker,” Atlantic Council Research; Igor Mikhalev, KajBurchardi, Igor Struchkov, Bihao Song, and Jonas Gross, “CBDC Tracker,” White Paper, retrieved from <https://cbdctracker.org/cbdctracker-whitepaper.pdf>, on January 31, 2021. .24
- In Türkiye, the Dijital Türk Lirası İş Birliği Platformu was created by the CBRT in 2021 (together with Tubitak-Bilgem, Aselsan ve Havelsan) to promote research, development, and coordination efforts regarding digital currencies. .25
- Countries with a CBDC project canceled or decommissioned (red), countries where the first explanatory CBDC research project is conducted (green), those in an advanced research stage and have published a CBDC proof of concept (purple), countries that have developed and tested a CBDC in a real environment (orange), and countries that have a CBDC officially launched (blue). Mikhalev, et al., “CBDC Tracker.” .26
- Kosse and Mattei, “Gaining Momentum – Results of the 2021 BIS Survey on Central Bank Digital Currencies.” .27
- “Central Bank Digital Currencies: Foundational Principles and Core Features,” Bank for International Settlements (BIS), retrieved from <https://www.bis.org/publ/othp33.pdf>, on October 30, 2022. .28
- Kosse and Mattei, “Gaining Momentum – Results of the 2021 BIS Survey on Central Bank Digital Currencies.” .29
- “Money and Payments: The U.S. Dollar in the Age of Digital Transformation,” Board of Governors of the Federal Reserve System, retrieved from <https://www.federalreserve.gov/publications/money-and-payments-discussion-paper.htm>, on January 21, 2022. .30

- “Ensuring Responsible Development of Digital Assets,” The White House Executive Order, retrieved from <https://www.whitehouse.gov/briefing-room/presidential-actions/2022/03/09/executive-order-on-ensuring-responsible-development-of-digital-assets/>, on March 9, 2022. .31
- Mohamed A. El-Erian, *The Only Game in Town: Central Banks, Instability, and Avoiding the Next Collapse*, (New York: Random House, 2016). .32
- Maurice Obstfeld and Kenneth Rogoff, *Foundations of International Macroeconomics*, (Cambridge, MA: MIT Press, 1996). .33
- Jiang and Shao, “The Cash Paradox.” .34
- Milton Friedman, “The Role of Monetary Policy,” *American Economic Review*, Vol. 58, No. 1 (1968), pp. 1-17; Carl E. Walsh, *Monetary Theory and Policy*, 3rd ed., (Cambridge, Mass: MIT Press, 2010); Jacques Le Bourva, “Money Creation and Credit Multipliers,” *Review of Political Economy*, Vol. 4, No. 4 (1992), pp. 447-466. .35
- In E1, ‘m’ is the money multiplier, ‘r’ is required reserve ratio, ‘c’ is currency in circulation and ‘e’ is excess reserve ratio. In the best-case scenario, ‘c’ and ‘e’ are expected to be equal to zero such that money multiplier would be equal to: $m = 1/r$. .36
- Jiang and Shao, “The Cash Paradox.” .37
- Paul Krugman, “It’s Baack! Japan’s Slump and the Return of the Liquidity Trap,” *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 29, No. 2 (1998), pp. 137-187. Walter Engert, Ben S. C. Fung, and Scott Hendry, “Is a Cashless Society Problematic?” Bank of Canada, retrieved from <https://www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2018/10/sdp2018-12.pdf>, on October 30, 2018. .38
- Schilling, et al., “Central Bank Digital Currency: When Price and Bank Stability Collide.” .39
- Douglas W. Diamond and Philip H. Dybvig, “Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity,” *Journal of Political Economy*, Vol. 91, No. 3 (1983), pp. 401-419; Mark Gertler and Nobuhiro Kiyotaki, “Banking, Liquidity, and Bank Runs in an Infinite Horizon Economy,” *American Economic Review*, Vol. 105, No. 7 (2015), pp. 2011-2043. .40

- Douglas Arner, Raphael Auer, and Jon Frost, “Stable coins: Risks, Potential and Regulation,” BIS Working Papers, No. 905 (November 2020). Silvio Gesell, *The Natural Economic Order*, translated by Philip Pye, (London: M.A., 1958); John M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, (London: Macmillan and Co Ltd, 1961). Bilal Bağış, “Savaş, Kripto Ekonomi ve Dijitalleşme,” *AA Analysis*, (March 31, 2022). .41
- “Central Bank Digital Currencies for Cross-Border Payments,” Committee on Payments and Market Infrastructures (CPMI), retrieved from <https://www.bis.org/publ/othp38.pdf>, on July 30, 2021. .42
- Kosse and Mattei, “Gaining Momentum – Results of the 2021 BIS Survey on Central Bank Digital Currencies.” .43
- David Tercero Lucas, “Central Bank Digital Currencies and Financial Stability in a Modern Monetary System,” Working papers GEAR, (May 26, 2022); Gertler and Kiyotaki, “Banking, Liquidity, and Bank Runs in an Infinite Horizon Economy.” Gorton, “Reputation Formation in Early Bank Note Markets.” .44
- Diamond and Dybvig, “Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity”; Lucas, “Central Bank Digital Currencies and Financial Stability in a Modern Monetary System.” .45
- Ricardo J. Caballero and Arvind Krishnamurthy, “Collective Risk Management in a Flight to Quality Episode,” *Journal of Finance*, Vol. 63, (2008), pp. 2195-2230; Ben Bernanke, Mark Gertler and Simon Gilchrist, “The Financial Accelerator and the Flight to Quality,” *Review of Economics and Statistics*, Vol. 78, (1996), pp. 1-15. .46
- Raphael Auer, Holi Banka, Nana Yaa Boakye-Adjei, Ahmed Faragallah, Jon Frost, Harish Natarajan, and Jermy Prenio, “Central Bank Digital Currencies: A New Tool in the Financial Inclusion Toolkit?” *FSI Insights Paper*, No. 41 (April 2022); Lober and Houben, “Central Bank Digital Currencies.” .47
- Krugman, “It’s Baack! Japan’s Slump and the Return of the Liquidity Trap”; Michael Woodford, *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, (Princeton: Princeton University Press, 2003). .48



تنظيم غولن والمحاولة الانقلابية

رمضان يلدرم