

الفصل الرابع

كوكب من الديون

«للقند الورقي طريق واحد للنجاة وهو الذهب».

آلان جرينسبان

الرئيس السابق لمجلس الاحتياطي الفيدرالي (2010م).

«تُصدر المصارف المال وفق عملية بسيطةٍ إلى درجةٍ تصدم

العقل».

جون كينيث غالبريث

إيكونومسيت.

«إنَّ الترياق الأوَّلُ لأمةٍ تعاني سوء إدارةٍ هو تضخُّمُ العملة، والثاني هو الحرب؛ كلاهما يجلب رخاءً مؤقتًا وخرابًا دائمًا، إلا أنَّ كليهما يعد الملجأ الأمثل للانتهازيين من سياسة واقتصاديين».

إرنست همنغواي في (المحترم).

«يُمكن للحكومة باعتمادها هذه الطرق مصادرة ثروة الناس سرًّا

ومن دون الخضوع للرقابة، ولن يعرف أحدٌ من هو الجاني».

جون ماينارد كينز في (التضخم).

(1) «لتمدير مجتمع برجوازي، لا بدَّ من إفساد ماله»⁽¹⁾.

لينين.

(1) اقتبسها جوزيف شومبتر في الرأسمالية والاشتراكية والديمقراطية، نيويورك: هاربر & راو (1950).

مقدمة

أدى فصل المال عن الذهب إلى سهولة كبيرة في تكوين أموال جديدة، وقد أفلتت طفرة الائتمان من عقابها نتيجةً لإنهاء معيار صرف الذهب في سبعينيات القرن الماضي؛ ولفهم عملية تراكم الديون علينا العودة إلى عام (1948م)، عندما اضطر رئيس المصرف الاحتياطي الفيدرالي فولكر إلى رفع أسعار الفائدة إلى (20%) لإنقاذ موقع الدولار بوصفه عملة احتياطية عالمية.

وتعافى الدولار نتيجةً لارتفاع أسعار فائدة فولكر، ومع ترويض التضخم بدأت أسعار الفائدة بالانخفاض انخفاضًا حادًا، وتمكنت الحكومات بفضل هذا الانخفاض من إصدار أوامر بالحصول على مزيد من الديون بعد عام (1981م)، وينطبق الأمر ذاته على الشركات والأفراد، واستمرت هذه الحقبة غير المسبوقة من تكديس الديون الخاصة حتى بداية أزمة الائتمان الحالية.

ومنذ ذلك الحين توسعت الميزانيات العمومية للمصارف المركزية توسعًا كبيرًا، والبلدان ذات الدين الصادر بعملتها لا تتعرض للإفلاس، فهي قادرة دومًا على تشغيل المطبعة والحصول على ما

يسدد ديونها من المال، لكن هناك عيب واحد لا يمكن تفاديه: عندما يُطبع كثير من المال يصاب الاقتصاد بالشلل بسبب فرط التضخم.

وفي مرحلة ما، يغدو لزاماً على الحكومات أن تتخلص من ديونها، وهو ما يحصل إما من خلال التضخم أو التخلف عن سداد الديون أو إلغاءها، وكانت عمليات ضبط العملة هذه الحلّ المتاح لمرات عديدة في الماضي، ويمكن لها أن تكون الحلّ المطروح مجدداً.

40. متى توقفت الموسيقى؟⁽¹⁾

بعد مرور أكثر من ثلاثين عاماً على انخفاض أسعار الفائدة، حانت نهاية زمن تكديس الديون بلا حدود مع بداية أزمة الائتمان؛ وبعد عامين من عدم حدوث أي إخفاق مصرفي أدى تراجع أسعار العقارات إلى أوّل إخفاق مصرفي في الولايات المتحدة في عام (2007م)، وتعذر على كثيرين من أصحاب المنازل الأمريكيين تسديد ديونهم وأوشك النظام المصرفي أن ينهار تماماً، فقد انهار ما بين عام (2007م)⁽²⁾ ونهاية عام (2013م) نحو خمس مئة مصرف معظمها في الولايات

(1) هذه إشارة إلى ما قاله الرئيس التنفيذي لشركة سيتيغروب تشاك برنس في مقابلة مع صحيفة فاينانشال تايمز، عندما سئل عما إذا كان لطفرة الاستحواذ على الأسهم الخاصة أن تستمر، فأجاب: «عندما تتوقف الموسيقى، فمن ناحية السيولة ستكون الأمور معقدة، لكن ما دامت الموسيقى تعزف، علينا أن ننهض ونرقص، وما زلنا نرقص حتى الآن».

(2) <http://www.fdic.gov/bank/individual/failed/banklist.html>

المتحدة، وتفادياً لانهيار المنظومة كلها فقد اضطرت المصارف المركزية لأن تكون المقرض بوصف الإقراض ملاذاً أخيراً.

وفي عام (2008م)، واجهت الولايات المتحدة انهيار مصارف وول ستريت مقرضي فورد وجنرال موتورز⁽¹⁾ ومقرضي الرهن العقاري فاني ماي وفريدي ماك⁽²⁾ و AIG⁽³⁾ التي تُعدُّ أكبر شركة تأمين في العالم، واقترح آنذاك وزير الخزانة والمدير التنفيذي السابق لغولدمان ساكس هنري بولسون عملية إنقاذ كبيرة في 14 تشرين الأول/أكتوبر (2008م) سُمِّيت برنامج إغاثة الأصول المتعثرة (Troubled Asset Relief Program TARP).

وتعرَّض السياسيون في كابيتول هيل للضغط لقبول حزمة إنقاذ بقيمة (700) مليار دولار لإنقاذ المؤسسات المالية التي أضحت بمثابة رموز في المجتمع الأمريكي، وتمت التضحية بليمان برادرز فقط، ربما عقاباً للمصرف الوحيد الذي رفض الانضمام إلى عملية إنقاذ عام (1998م) ذات الصندوق الوقائي لشركة لونغ تيرم كابيتال مانجمنت (LTCM). وما بين عامي (2008م) و(2013م) ضخّت⁽⁴⁾ المصارف

(1) <http://www.economist.com/node/13782942>

(2) <http://www.theguardian.com/business/2008/sep/07/freddiemacfanniemae>

freddiemacfanniemae

(3) <http://www.dailywealth.com/506/aig-collapse-global-bank-run>

(4) <http://viableopposition.blogspot.com/201307//the-worlds-central-banksliving-on.html>

المركزية حول العالم أكثر من (10) تريليونات دولار من الأموال الجديدة لمعالجة القروض المتعثرة من القطاع الخاص لتسييل الديون وتحفيز الاقتصاد، ونمت الميزانية العمومية للمصرف الاحتياطي الفيدرالي من (800) مليار إلى (4,000) مليار دولار تقريباً في غضون خمس سنوات فقط.

وكشفت دراسة في عام (2013م) من قبل جايمس فلكرسون (James Felkerson) النقيب عن أن المصرف الاحتياطي الفيدرالي تعهد بتغطية ما مجموعه (29,616) مليار دولار⁽¹⁾ عقب أزمة ليمان في نهاية عام (2008م).

* * *

(1) المصدر: (29,000,000,000,000\$): نظرة تفصيلية في عملية إنقاذ المصرف الاحتياطي الفيدرالي من خلال تسهيل التمويل والاستقبال) لجايمس فلكرسون.

(1) إجمالي التسهيلات الائتمانية التراكمية بمليارات الدولارات

3,818	التسهيل الائتماني للمزاد ذي الأجل القصير
10,057	مقايضات سيولة المصرف المركزي
855	عملية السوق المفتوحة للشريحة الواحدة
2,005	التسهيل الائتماني لإقراض الأوراق المالية قصيرة الأمد برنامج الخيارات
13	قرض بير ستيرنز بريدج
29	مايدن لين 1
8,950	التسهيلات الائتمانية للمتعامل الأساسي الأوراق المالية التجارية ذات الأصول المدعومة
218	التسهيلات الائتمانية لسيولة صناديق الاستثمار في السوق
737	التسهيل الائتماني لتمويل السندات التجارية
71	التسهيل الائتماني لقرض السندات المدعومة بالأصول قصيرة الأجل
1,850	سندات الوكالة المدعومة بالرهن العقاري برنامج الشراء
140	التسهيل الائتماني الدائر للمجموعة الأمريكية الدولية AIG
803	التسهيلات الائتمانية لاقتراض أوراق مالية لمجموعة AIG
20	مايدن لين 2
25	مايدن لين 3
25	AIA/ ALICO
	الإجمالي
	(29,616) مليار دولار

(1) <http://www.economonitor.com/lrwway/201109/12//bernanke's-obfuscationcontinues-the-fed's-29-trillion-bail-out-of-wall-street/#sthash.2VbAsJpo.dpuf>

41. ماذا حدث للدين القومي الأمريكي منذ بداية أزمة

الاتئمان؟

شهدت الديون السيادية في بلدان أخرى ارتفاعاً كبيراً منذ بداية أزمة الائتمان، وازداد العجز المالي في عدد من البلدان بما فيها الولايات المتحدة نتيجة الانكماش الاقتصادي، وتجاوز العجز في بعض الأحيان (10%) من الناتج المحلي الإجمالي.

جدول 1.1

العجز في ميزانية الولايات المتحدة/ الناتج المحلي الإجمالي	العام
854 (2,3%) مليار دولار	2008م
214,1 (1,01%) مليار دولار	2009م
492,1 (0,9%) مليار دولار	2010م
992,1 (7,8%) مليار دولار	2011م
680,1 (0,7%) مليار دولار	2012م
279 (0,6%) مليار دولار	2013م

المصدر: <http://www.whitehouse.gov/omb/budget/Historicals>

نما الدين القومي الأمريكي من ثمانية تريليونات دولار في غضون خمس سنوات ليصل إلى سبعة عشر تريليون دولار في نهاية عام (2013م)، ولتكون الصورة أشمل استغرق تراكم أول ثمانية تريليونات دولار من الدين القومي (169) عامًا (من عام 1836م إلى 2005م)⁽¹⁾.

(1) <http://www.whitehouse.gov/omb/budget/Historicals>

وفي الوقت نفسه أدى انعدام الثقة المتبادلة بين المصارف إلى توقف فعلي للإقراض فيما بينها في السنوات التي تلت انهيار مصرف ليمان عام (2008م) ، ولحلّ هذه المعضلة سمحت المصارف المركزية للمصارف التجارية بإقراض مبالغ غير محدودة تقريباً من المال بأسعار فائدة تقارب الصفر.

42. متى يصبح حجم العجز المالي خطيراً؟

أجرى بيتر بيرنهولز الأستاذ الفخري في جامعة بازل في سويسرا تحليلاً للحلقات الاثنتي عشرة الأشد من حلقات فرط التضخم، وخلص إلى أنها جميعاً ناجمة عن تمويل العجز الهائل في الميزانية العامة من خلال استصدار المال أو التيسير الكمي (QE).

ووفقاً لبيرنهولز يحدث التضخم المفرط عند نقطة حدية يتجاوز عندها العجز الحكومي حاجز (40%) من نفقات الحكومة، ووصلت الولايات المتحدة إلى هذه النقطة فعلياً عام (2009م) عندما كانت العائدات (2,104) مليار دولار والنفقات (3,517) مليار دولار⁽¹⁾، ويبدو أنّ حكومة الولايات المتحدة واعية تماماً لهذا الخطر؛ فقد سارعت إلى خفض هذه النسبة إلى أقل من (35%)، أضف إلى ذلك أنّ اليابان عرضة لخطر التضخم المفرط، حيث يتجاوز عجز الحكومة اليابانية الآن (25%) من نفقاتها.

(1) <http://www.whitehouse.gov/omb/budget/Historicals>

كانت⁽¹⁾ الفجوة بين الإنفاق العام والإيرادات (9,1%) من الناتج المحلي الإجمالي في عام (2012م)، ويذهب الآن ما يقرب من نصف عائدات الحكومة لخدمة الدين⁽²⁾.

مخطط في عجز الموازنة⁽³⁾ بالنسبة المئوية من الناتج المحلي الإجمالي

السنة	عجز الموازنة 105	النسبة المئوية من الناتج المحلي الإجمالي
2008	10 تريليونات ين	3,0 % -
2009	41 تريليون ين	8,8 % -
2010	40 تريليون ين	8,8 % -
(2011م)	41 تريليون ين	8,7 % -

يتعيّن على الحكومة اليابانية اقتراض مبالغ كبيرة لخدمة ديونها الوطنية، لكن بما أنّ تمويل هذا العجز داخلي تقريباً (مثلاً: جميع من اشتروا السندات الحكومية اليابانية تقريباً هم من المستثمرين اليابانيين)⁽⁴⁾؛ لذا يمكن لليابان تسديد هذه الديون بالين (yen) الذي

(1) <http://www.tradingeconomics.com/japan/government-budget>

(2) <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21577080-shinzoabes-government-looks-likely-disappoint-fiscal-consolidation-dont>

(3) <http://stats.oecd.org/Index.aspx?DatasetCode=SNA-TABLE12>

(4) يملك اليابانيون (93%) من دين حكومتهم، وفي المقابل نصف سندات الخزانة الأمريكية خارج الولايات المتحدة.

تصدره بنفسها، وتستمر إعادة تدوير المدخرات الخاصة الضخمة في اليابان بوساطة السندات الحكومية من خلال شركات التأمين الوطنية وصناديق التقاعد⁽¹⁾؛ ويعد هذا النظام لتمويل عجز اليابان غير قابل للاستمرار بسبب انخفاض معدل الادخار إلى (2%) تقريباً نتيجة شيخوخة السكان، ومشكلات هيكلية أخرى؛ مثل الطلب المحلي البطيء والصادرات الضعيفة فضلاً عن ارتفاع تكلفة استيراد الطاقة من الخارج عقب توقف المحطات النووية اليابانية عن العمل في عام (2011م).

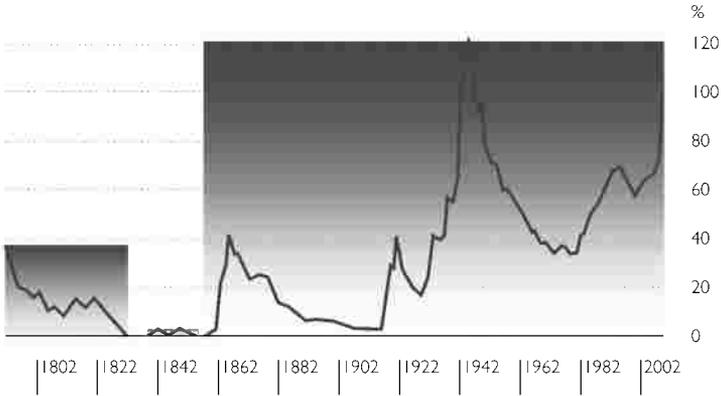
وقد حذرت منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) في عام (2013م) من أن خفض الديون يجب أن يكون أولوية لليابان⁽²⁾. وتعتزم اليابان زيادة الإنفاق عن طريق مضاعفة الضرائب المنخفضة لمبيعاتها إلى (10%) بحلول عام (2015م)⁽³⁾.

(1) ربع (25%) الودائع المصرفية اليابانية وما يقرب من (50%) من أصول المصرف مستثمرة في سندات الحكومة اليابانية.

(2) <http://www.economist.com/news/finance-and-economics/21577080-shinzoabes-government-looks-likely-disappoint-fiscal-consolidation-dont>

(3) <http://www.bloomberg.com/news/201204-06-/japan-s-debt-sustains-adeflationary-depression.html>

نسبة دين الحكومة اليابانية/ الناتج المحلي الإجمالي (1885م_2013م)



المصدر: البيانات المالية العالمية Global Financial Data

43. ألم تبدأ أزمة الائتمان في اليابان قبل ذلك بكثير؟

تمتعت اليابان باقتصاد مزدهر في ثمانينيات القرن العشرين الذي انتهى بانهيار مشؤوم لأسواق الأسهم والعقارات في بدايات تسعينيات القرن ذاته، ولم يتعاف الاقتصاد الياباني تمامًا قط منذ ذلك الحين بالرغم من عمليات الدعم الواسعة، وفي عام (2013م) كان مؤشر نيكوي للأسهم اليابانية يتداول بقيمة تقل بنسبة (70%) عن ما سجله في عام (1989م) من قرابة (40,000) نقطة.

قررت اليابان تشغيل مطابع مصرفها المركزي لإنقاذ النظام المالي الياباني ودعم الاقتصاد؛ وقد سبب العجز في الميزانية

الجارية ديناً عاماً بلغ (240%) تقريباً من الناتج المحلي الإجمالي⁽¹⁾، وتجاوزت كلفة خدمة الدين (25%) من عائدات الضرائب على الرغم من الانخفاض الكبير في أسعار الفائدة، ولو كانت معدلات إعادة التمويل أكثر ووصلت إلى (3%) لاستهلكت التكاليف الإيرادات العامة كلها؛ وعلى الرغم من دعم الحكومة لكثير من المصارف لسنوات فإنها تُصنّف (مصارف خموّلة): متاح لها إمكانية الحصول على رأس المال الذي يكفي للحيلولة دون انهيارها لكن لديها قليل من الأصول السائلة لإصدار قروض، وهو الوضع ذاته الذي شهدناه مع المصارف في الغرب منذ بداية الأزمة.

وفي آذار/مارس من عام (2001م) أطلق المصرف المركزي الياباني أداة جديدة لتحفيز الاقتصاد وتجنب الانكماش الاقتصادي وهي أداة التيسير الكمي⁽²⁾، وقد فاجأ هذا كثيرين بسبب رفض المصرف المركزي الياباني (BOJ) هذا الأمر لسنوات، حتى إنه أعلن في شباط/فبراير (2001م) أنّ (التيسير الكميّ عملية غير مجدّية)⁽³⁾، وحافظ المصرف المركزي الياباني أيضاً على أسعار فائدة قريبة من الصفر على المدى القصير منذ عام (1999م).

(1) في عام 2012م يمكن أن يُعزى ثلث مجموع الدين القومي العالمي إلى اليابان و(23%) إلى أمريكا و(32%) إلى أوروبا.

(2) <http://www.imes.boj.or.jp/english/publication/edps/200202-/E-03.pdf>

(3) <http://www.imes.boj.or.jp/english/publication/mes/2001/me194-1-.pdf>

44. من هو الأكثر إقدامًا على المغامرة في اتباعه سياسات التسهيل الكمي، اليابان أم الولايات المتحدة؟

بعد كارثة ثلاثية متمثلة بالزلازل وتسونامي والانهيارات الثلاثة في فوكوشيما في آذار/مارس من عام (2011م)، اضطرت الحكومة اليابانية لدعم الاقتصاد مرّة أخرى، وقررت اعتماد مزيد من السياسات النقدية غير التقليدية⁽¹⁾. وفي نيسان/أبريل من عام (2013م) أعلن المصرف المركزي الياباني أنّه بصدد توسيع برنامج التيسير الكمي بقرابة (1,4) تريليون دولار في السنتين القادمتين⁽²⁾، وهذا المبلغ هو ضعف برنامج التيسير الكمي للمغامر للمصرف الاحتياطي الفيدرالي (مقارنةً بالنتائج المحلي الإجمالي)، ويمكن أن يضاعف هذا البرنامج الجديد المعروض النقدي خلال تلك المدة إلى (270) تريليون ين (2,8 تريليون دولار).

إنّ أكبر خطر يواجه النظام المالي الياباني هو بيع السندات الحكومية، ولدى جابان بوست هولدينغز (Japan Post Holdings)

(1) باستثناء التداعيات النووية، تم تخمين الدمار الحاصل ميدنيًا بنسبة 4% فقط من الناتج المحلي الإجمالي؛

<http://www.bloomberg.com/news/201203-06-/strong-yen-belies-a-worrisome-japanese-economy.html>

(2) <http://www.bloomberg.com/news/201203-06-/strong-yen-belies-a-worrisomejapanese-economy.html>

أكبر مؤسسة مالية في العالم أكثر من (70%) من أصولها في سندات الحكومة اليابانية (JGB)، وقد عمد صندوق التقاعد هذا إلى تسهيل ما قيمته (80) مليار دولار من سندات الحكومة اليابانية في سعيه لتنويع مدخراته⁽¹⁾، وذلك عندما توجه مصرف اليابان لمضاعفة قاعدة أمواله، وهذا ما جعل الخبراء يحذرون علناً من أزمة مالية وشيكة في اليابان.⁽²⁾

وفي عام (2013م) لاحظ تاكيشي فوجيماكي وهو مستشار سابق في سوروس (Soros) وعضو في مجلس الشيوخ في البرلمان:

أنه يوجد مديري الشركات الذين يتحلون بتفكير سليم، وهذا ما نراه من خلال التخفيض الجذري الذي أجرته المصارف العملاقة لمدخراتها في سندات الحكومة اليابانية. إنَّ خطر التخلف عن التسديد يتحول من القطاع الخاص إلى العام بسبب مواصلة المصرف المركزي الياباني تبيذيره بسندات الحكومة اليابانية، وإذا ما وصلنا السير في هذا الاتجاه، سيفقد المركزي الياباني مصداقيته وسيغرق الين، وسيكون من المستحيل تجنب التخلف عن التسديد عند هذه النقطة.

(1) <http://www.bloomberg.com/news/201203-06-/strong-yen-belies-a-worrisomejapanese-economy.html>

(2) www.bloomberg.com/news/print/201301-08-/ex-soros-adviser-fujimaki-saystax-delay-fed-may-pop-jgb-bubble.html

45. هل ما زالت الصين تموّل الولايات المتحدة؟

استثمر مصرف الصين (Bank of China) بين عامي (2000م) و(2010م) تريليون دولار تقريباً في سندات الخزنة الأمريكية بسبب فائضه التجاري الكبير، وتلقى المصرف الوطني الصيني دولارات أكثر فأكثر من الشركات التي تتعامل مع الولايات المتحدة، لكن بعد انهيار ليمان بدا واضحاً أن الولايات المتحدة تخلت عن سياسة دولارها القوي، وباتت تتجه نحو خفض قيمة الدولار لدعم الصادرات الأمريكية، ووفقاً للإحصاءات فقد توقفت الصين عن شراء سندات الخزينة الأمريكية في (2010م)، وفي ذلك العام قام رئيس المصرف الاحتياطي الفيدرالي تيموثي غايتر بزيارة كارثية إلى الصين.

وقد ذكرت وكالة رويترز عن زيارته لجامعة بيجين:

«أجاب غايتر ردّاً على أحد الأسئلة بعد خطاب له في جامعة بيجين، حيث كان قد دَرَسَ الصينية فيها بوصفه طالباً في ثمانينيات القرن العشرين قائلاً: إنَّ الأصول الصينية آمنة جداً. وقد أثارت إجابته موجة ضحك عالية من قبل جمهوره الطلابي، وهو ما يعكس الشكوك في الصين حول حكمة قيام دولة نامية بتكديس مخزون كبير من سندات الخزنة

الأمريكية بدلاً من إنفاق المال لرفع مستويات المعيشة في الوطن».⁽¹⁾

أما يويوندينغ، وهو مسؤول بارز في المصرف المركزي الصيني، فقد جعل الأمور أسوأ بالنسبة إلى الولايات المتحدة عندما قال:⁽²⁾

«أتمنى أن أقول لحكومة الولايات المتحدة: لا تشعري بالرضا وتساورك الظنون أنه لا بديل للصين عن شراء أوراقك وسنداتك، فال يورو قد يكون بديلاً، علاوة على أنّ هناك كثيراً من المواد الخام التي ما زال في وسعنا شراؤها».

ومنذ تلك اللحظة، بدأت الصين تستثمر مئات المليارات من الدولارات سنوياً في الأصول الثابتة كالذهب والسلع الأخرى.

وبعد جولة في المكتب الفيدرالي للدين العام (Fed's Bureau of Public Debt) في عام (2009م)، قال عضو الكونغرس الأمريكي مارك كيرك:

(1) <http://www.reuters.com/article/200901/06//usa-china-idUSPEK14475620090601>

(2) <http://seekingalpha.com/article/140796-multiple-warning-shots-from-china>

«أنا قلق حيال مقدار الدين الذي اشتراه الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي في غياب المستثمرين الأجانب، وعلى ما يبدو وبكل هدوء واحترام ولياقة أن الصين قد ألغت بطاقة الائتمان الأمريكية، ولست متأكدًا من إدراك كثير من أعضاء الكونغرس أن هذا يحصل الآن، إذ إنه سيأتي الوقت الذي يكون فيه لنقص المشاركة الصينية التأثير الكبير»⁽¹⁾.

وقال كيرك: إن للصين ما يبهر مخاوفها بشأن العائدات من تمويل العمالقة مثل فاني ماي وفريدي ماك، اللذين أنقذتهما حكومة الولايات المتحدة إثر الأزمة المالية.

وفي تشرين الثاني/نوفمبر من عام (2010م) أعلن المصرف الاحتياطي الفيدرالي عن جولة ثانية من التيسير الكمي التي سيشتري خلالها (600) مليار دولار من سندات الخزانة خلال ثمانية أشهر⁽²⁾، وأعلن عن جولة ثالثة من التيسير الكمي في أيلول/سبتمبر من عام (2012م)⁽³⁾، وقرر الاحتياطي الفيدرالي ضخ (40) مليار دولار

(1) <http://www.google.com/hostednews/afp/article/ALeqM5i4estRSYeFBII19keznP4jgoGZQ?hl=en>

(2) كينسكي، أنالين 3 تشرين الثاني/نوفمبر (2010م). التيسير الكمي 2: الاحتياطي الفيدرالي يسحب الزناد. CNNmoney.com. استرجاع 10 آب/أغسطس (2011م).

(3) <http://www.nasdaq.com/article/qe3-launched-the-ever-decreasing-effectsof-monetary-stimulus-cm174677>

شهرياً في برنامج شراء سندات، وبسبب طبيعته المفتوحة فقد حصلت الجولة الثالثة من التيسير الكمي على لقب (التيسير الكمي اللانهائي).

وفي كانون الأول/ديسمبر من عام (2012م)، أعلن مجلس الاحتياطي الفيدرالي عن زيادة مبالغ المشتريات المفتوحة إلى (85) مليار دولار شهرياً⁽¹⁾، وقد عزم البرنامج على الإبقاء على أسعار الفائدة منخفضة.

وهذا قد يؤثر في اهتمام المستثمرين الدوليين الذين يهتمون بشراء سندات الخزنة الأمريكية مع تحقيق عوائد أعلى من ذلك، وبسبب الجولة الثالثة من التيسير الكمي فقد ازدادت الميزانية العمومية للمصرف الاحتياطي الفيدرالي منذ ذلك الحين ترليون دولار في العام تقريباً.

46. ما مدى نمو الائتمان في الصين؟

وفقاً لجون مولدين مؤلف نهاية اللعبة (The Endgame) وكود أحمر (Code Red)، فإن «الصين أكثر إدماناً على طباعة المال من الولايات المتحدة أو اليابان». ومن الصعوبة بمكان معرفة مدى نمو

(1) <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20121212a.htm>

المال الصيني الحقيقي حيث لا يمكن الوثوق تمامًا بالإحصاءات الصينية.

حتى إن مدير مكتب الإحصاءات الصيني ما جياتانغ (Ma Jiantang) اعترف أن وكالته نشرت أرقامًا اقتصادية جرى التلاعب بها، أما لي كه تشيانغ الذي أصبح رئيسًا للوزراء في عام (2013م)، فقد قال: إنَّ أرقام الناتج المحلي الإجمالي هي أرقام زائفة تستعمل لأغراض مرعية ليس إلا؛⁽¹⁾ ولهذا فإنَّ هناك صعوبة في الحصول على الصورة الكاملة للتطورات المالية والاقتصادية في الصين.

وعلى الرغم من الاحتياطات المالية الوطنية التي تبلغ نحو (4,000) مليار دولار⁽²⁾، فقد واجهت الصين أزمة ديونها الخاصة بعد نمو أصول النظام المصرفي (14) تريليون دولار في المدة بين عامي (2008م) و(2013م)⁽³⁾، وهو المبلغ ذاته الذي يشكله النظام المصرفي الأمريكي كله.

(1) <http://www.zerohedge.com/news/201325-09-/china-beige-book-exposesgovernment-lies-conventional-wisdom-economic-expansion-chin>

(2) <http://www.gfmag.com/component/content/article/119-economic-data/12374-international-reserves-by-countryhtml.html#axzz2gBaaCTuf>

(3) <http://www.cnbc.com/id/100966830>

وارتفع معدل الائتمان الصيني نسبةً للنتائج المحلي الإجمالي بأكثر من (200%) في العام الماضي مقارنةً مع ما يزيد قليلاً على (110%) في عام (2008م)⁽¹⁾.

وخرج المقترضون المرهقون والحكومات المحلية خارج هياكل الميزانية العمومية ضمن نظام (ظل) مصرفي بسبب ضخ كثير من الأموال في مشاريع غير مربحة، حيث يزودنا تقرير إخباري أسترالي ببعض التفاصيل:

وفقاً لمصرف الشعب الصيني (People's Bank of China) (PBOC) ارتفعت قروض الثقة (679%) في السنة المالية المنتهية في كانون الأوّل/ديسمبر (2012م) إلى (264) مليار يوان (42 مليار دولار)، وتشكل قروض الثقة ذات معدل الفائدة المرتفع (16%) من كامل مبالغ تمويل الصين، حيث إنّ قروض الائتمان مثل قروض يوم الدفع في الولايات المتحدة ذات آجال استحقاق قصيرة، وتشكّل قروض الائتمان ذات الأجل القصير ما يقدر بـ (50%) من الناتج المحلي الإجمالي الصيني، وعليه فإنّ أزمات السيولة قد تتحول سريعاً إلى أزمات ملاءة مالية، وتعد الحكومات المحلية من كبار مقترضي قرض الائتمان. وعندما يخشى أحد المصارف تعرّض مصرف آخر لشركات الائتمان المراوغة، فإنّه يطالب بسعر فائدة مرتفع للتعويض عن المخاطرة، وقد قفز سعر الفائدة بين المصارف في شنغهاي

(1) <http://www.cnbc.com/id/100840536>

(The Shanghai Interbank Offered Rate SHIBOR) – وهو معدل الفائدة الذي تفرضه المصارف أحدها على الآخر مقابل القروض – من 3% إلى 13% في غضون أسابيع أوائل عام (2013م).⁽¹⁾

وقد قدّر مصرف يو بي إس (UBS) نظام الظل المصرفي في البلاد بنحو (3,4) تريليون دولار وهو رقم يعادل (45%) من الناتج المحلي الإجمالي⁽²⁾، وفي ونتشو (Wenzhou) أظهر مسح مصرف الشعب الصيني في عام (2011م) مشاركة (90%) من العائلات و(60%) من الشركات في سوق القروض غير الرسمية.

بهذه العوامل مجتمعةً تشكّل خليط دّين خطير في الصين، ودعت الحاجة إلى صندوق الثروة السيادية الصينية للمساعدة على إعادة رسملة بعض المصارف الوطنية، التي وجب عليها شطب مئات مليارات اليوانات بسبب القروض السيئة؛ ولهذا السبب أصدرت وكالة التصنيف الائتماني موديز (Moody's) تحذيرًا شديد اللهجة بخصوص إعادة تمويل رأس مال الهرم المصرفي الصيني في عام (2010م).⁽³⁾ وقد

(1) <http://www.moneymorning.com.au/20130626/chinas-growth-story-endswith-a-whimper.html>

(2) <http://www.businessweek.com/articles/201325-04-/regulating-chinasshadow-banking-system-isnt-easy>

(3) <http://www.zerohedge.com/article/moodys-issues-stern-warning-chinasp pyramid-bank-recapitalization-scheme-has-cic-entered-fund>

حدّرت وكالة التصنيفات فيتش (Fitch) من أنّ حجم الائتمان في الاقتصاد مفرط للغاية ما يجعل مواصلة الصين نموّها بعيداً عن التجاوزات أمراً صعباً للغاية.⁽¹⁾

وفي عام (2004م) ، أنقذ المصرف المركزي الصيني (central bank of China PBoC) بعض المصارف بضخ عُشر احتياطياته في اثنين من أكبر أربعة مصارف حكومية في البلاد، وهما مصرف الصين للتعمير (China Construction Bank CCB) ومصرف الصين (Bank of China BOC)⁽²⁾ ، واستعملت الميزانية العمومية للمصرف المركزي بطريقة مماثلة لليابان والولايات المتحدة وأوروبا في السنوات الأخيرة.

وقد خلّص مصرف سوسيتيه جنرال الفرنسي (Société Générale) في دراسة أجريت عام (2011م) إلى الآتي:⁽³⁾

«نشعر بالقلق البالغ حيال النفوذ المالي المتزايد في النظام الصيني بالنظر إلى الذروة المقبلة في القوى العاملة الصينية والارتفاع السريع في أسعار العقارات».

(1) <http://www.scmp.com/business/banking-finance/article/1139307/fitchwarns-over-chinas-local-government-debt>

(2) <http://www.economist.com/node/2338716>

(3) <http://www.ibtimes.com/chinas-local-government-debt-crisis-thoughheavily-leveraged-linked-shadow-banks-provincial-1442176>

أما مصرف غولدمان ساكس (Goldman Sachs) فقد خلص إلى أن:

«هناك ثقة كبيرة في قدرة الحزب الشيوعي الصيني واستعداده لإنقاذ المتعثرين جميعهم، لكن مع نمو النظام أكثر فأكثر هناك أسئلة جدية حول إمكانية حدوث ذلك»⁽¹⁾.

وكما في اليابان تواجه الصين شيخوخة سكانية متزايدة، ما سيؤدي إلى انخفاض أعداد السكان بعد عام (2030م)، وينهي قصة النمو الهائل في العقود القادمة.

47. هل الرمينبي (العملة الصينية) جاهز ليحل محل الدولار؟

وفقاً لدراسة أجراها منتدى المؤسسات المالية والنقدية الرسمية (Official Monetary and Financial Institutions Forum (OMFIF) بعنوان الذهب، والرمنبي، والنظام الاحتياطي متعدد العملات (Gold, the Renminbi and the Multi-Currency Reserve System)⁽²⁾ (2013)، فقد أدرك الصينيون أن عملتهم لن تكون قادرة على منافسة الدولار قبل عام (2020م)؛ لأن الرمنبي سيستغرق

(1) <http://www.cnbc.com/id/100966830>

(2) <http://www.omfif.org/media/in-the-press/2013/gold-the-renminbi-and-themulti-currency-reserve-system/>

بعض الوقت ليصبح عملةً قابلةً للتحويل كلياً، لكنه قد يصبح عملة احتياطية إضافية في السنوات القادمة، وقد أعلنت الصين جهاراً عن عدم رضاها عن النظام الحالي الموجه للدولار.

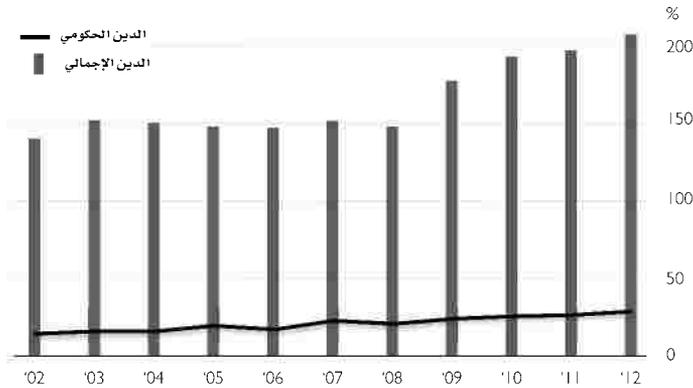
ومن بين أكبر ستة اقتصادات في العالم وحدها الصين لا تملك حالة عملة احتياطية، ويرى تقرير منتدى المؤسسات المالية والنقدية الرسمية أنّ الأمر يحتاج إلى سنوات عديدة قبل أن يُشكّل الرنمينبي تحدياً حقيقياً للدولار:

«يتجه العالم نحو وضع جديد من ناحية وجود نظام احتياطي متعدد العملات ويتمتع بالديمومة، حيث يتقاسم الدولار دوره المحوري مع مجموعة من العملات الأخرى، بما في ذلك الرنمينبي. وستصعد الصين بالتوازي مع تراجع الولايات المتحدة، لكن إعادة التوازن لن تكون دفعةً واحدةً إنما سوف تحدث تدريجياً ومن المحتمل أن نلاقي مصاعب ونكسات على طول الطريق».

لقد شهدت الصين بين عامي (2002م) و(2012م) أخطار الاعتماد على الدولار و/أو اليورو، وهذا ما دفع الحزب الشيوعي الصيني إلى السعي لجعل الرنمينبي عملة تداول دولية حقيقية، وبدأت الصين توقيع اتفاقيات ثنائية للتداول بالرنمينبي مع عشرات الدول بين عامي (2010م) و(2014م).

وفي عام (2012م)، وضعت الصين خريطة طريق لتدويل الرنمينبي كلياً في العقد المقبل. وتدرك قيادة الحزب الشيوعي جيداً أخطار حدوث تغيير في السياسة النقدية، لأنَّ ضعف الحكومة الوطنية السابقة وانسحابها التام من البرِّ الصيني جاء في المقام الأول؛ بسبب فقدانها السيطرة على النظام النقدي في أربعينيات القرن العشرين.

نسبة دين الصين الإجمالي إلى الناتج المحلي الإجمالي (2002م _ 2012م)



المصدر: POBC

48. هل تخشى الصين من إجراء تغييرات نقدية مفاجئة؟

ما زال الجيل القديم من القادة الشيوعيين الصينيين يتذكرون كيف خططوا للاستيلاء على السلطة بسبب المشكلات المالية ما بين عام (1937م) و(1949م)، وهدفهم الرئيس هو تجنب الاضطرابات

الاجتماعية المماثلة لتلك التي حصلت بسبب التضخم المفرط الذي عاشته الصين بعد الحرب العالمية الثانية.

كان للصين حتى عام (1927م) نظام مصرفي قائم على معيار الفضة، وعندما وصل شيانغ كاي شيك من الحزب الوطني إلى السلطة في عام (1927م) أراد إلغاء الصيرفة الحرّة في الصين. واستعمل القومجيون القروض المصرفية بدلاً عن فرض الضرائب لتمويل برامجهم، وعندما خسرت الصين منشوريا لصالح اليابانيين عام (1931م)، تلقى الاقتصاد الصيني ضربةً قويةً وخسرت سندات الحكومة نصف قيمتها⁽¹⁾، وسطا الغزاة اليابانيون على قرابة (6,600) طن ذهب من نانجينغ التي كانت العاصمة آنذاك.

ونتيجة ارتفاع سعر الفضة ثلاثة أضعاف، فقد تدفقت كميات هائلة من الفضة من الصين إلى الولايات المتحدة في عام (1930م)، ما أدى إلى ركود كبير في الصين، مع تراجع الناتج المحلي الإجمالي بنسبة (26%) في عام (1934م) عندما فرضت الحكومة ضوابط على النقد الأجنبي للحد من صادرات الفضة، ثم أصدر القومجيون قانون مصرف الادخار (the Savings Bank Law) الذي طلب إلى كل مصرف شراء سندات الحكومة بقيمة (25%) من ودائعهم، وقرر مصرف الصين (The Bank of China) أكبر مصرف خاص يبيع سندات الحكومة ذلك العام، وتجنباً لانهايار سوق السندات بدأ

(1) تاريخ قضايا قروض الصين الداخلية.

القومجيون حملة دعائية ضد المصرفيين من القطاع الخاص، حيث ألقوا اللوم عليهم؛ لأنهم سبب المشكلات الاقتصادية للصين بوضعهم أرباحهم الخاصة فوق المصلحة العامة.

وفي عام (1935م) وضعت الحكومة يدها على مصرف الصين والمصارف الأخرى، وكانت هذه نهاية الصيرفة الخاصة في الصين، وأصدر المصرف المركزي الصيني مرسوم العملات (the Currency Decree) في نهاية عام (1935م). حيث استُبدل معيار الفضة بالعملة الورقية وبدأت الحكومة الوطنية تسييل دينها، وبالإضافة إلى ذلك طُلب إلى المواطنين الذين يمتلكون فضة استبدال العملة الجديدة بها⁽¹⁾، وقد صَفَّق الاقتصاديون حول العالم لهذا التطور، حيث عدُّوه خطوةً نحو نظام مصرفي حديث.

وقع التضخم النقدي الهائل في الحقبة الممتدة من تموز/يوليو عام (1937م) وحتى أيلول/سبتمبر عام (1945م) لتمويل الحرب ضد اليابان، وُعْطِيت (60%) من النفقات السنوية تقريباً من الأموال المطبوعة حديثاً؛ إذ لم تستطع المطابع الوطنية أن تلبّي الطلب، ما أدى إلى تعويض ذلك النقص بتحليق المطلوب من الأوراق النقدية الصينية فوق جبال الهيمالايا قادمةً من إنجلترا.⁽²⁾ وبدأت حقبة من التضخم المفرط في عام (1947م) بعد اشتعال الحرب الأهلية

(1) نظام النقد الجديد للصين (1936م).

(2) تضخم وتمويل الصين زمن الحرب: (1937 - 1945م).

من جديد بين الحكومة الوطنية والقوى الشيوعية بقيادة ماو تسي تونغ. وأدى تدمير مدخرات الناس بالتضخم الحاصل وارتفاع نسب الفقر ارتفاعاً حاداً إلى دعم قوي للشيوعيين، تماماً كما حصل في ألمانيا عندما أدت المصاعب الاقتصادية التي تلت التضخم المفرط إلى دعم النازيين، وعندما أدرك القومجيون أنهم في طريقهم إلى فقدان السلطة، انسحب جيش تشيانغ كاي شيك إلى تايوان في أواخر (1949م)، آخذين معهم شحنة سرية من (115) طنّاً من الذهب⁽¹⁾. وعلى الفور استُبدل اليوان الصيني المستهلك باليوان الجديد بمعدل تحويل مقداره ثلاثة ملايين لواحد⁽²⁾، وبذلك تكون الصين قد خسرت بين عامي (1931م) و(1949م) مخزونها كلّها من الذهب تقريباً، وأصبحت (رهينةً للنقد الورقي)⁽³⁾.

تتفهم الصين الأخطار الاقتصادية الحالية بصورة واضحة؛ ولذلك يسعى الصينيون إلى التحوط بشرائهم لكميات هائلة من الذهب. سأخوض في هذا بمزيد من التفصيل في فصل لاحق.

49. ما حجم مشكلة الديون في أوروبا؟

لطالما كان المصرف المركزي الأوروبي (ECB) نشطاً جداً في دعم اقتصادات الدول الأعضاء منذ عام (2008م)، لكن مع اندلاع

(1) أرشيف الذهب (2010) بيان الدكتور وو يونغ سينغ.

(2) ريتشارد م. إيبيلينغ، التضخم الصيني الهائل.

(3) <http://therealasset.co.uk/nationalist-china-gold/>

الأزمة اليونانية في عام (2010م) والمشكلات المرافقة للارتفاع السريع في أسعار الفائدة في البرتغال وإسبانيا وإيطاليا فقد سرَّع المصرف المركزي الأوروبي في توسيع ميزانيته العمومية وشراء سندات حكومية؛ لا يُسمح للمصرف المركزي الأوروبي بشراء السندات الحكومية مباشرةً وفقاً للاتفاقية الخاصة به؛ لذلك اشترى ما مجموعه تريليون يورو بطريقة غير مباشرة بوساطة المصارف التجارية تحت راية عمليات إعادة تمويل طويلة الأجل (long term refinancing operations LTRO)، وأقرضت تلك الأموال التي استحدثها المركزي الأوروبي وفق تلك العمليات أولاً إلى المصارف التجارية، ثم اشترت تلك المصارف السندات الحكومية الوطنية المتعلقة ببلادها للمساعدة على تخفيض أسعار الفائدة ولدعم اقتصاداتها الوطنية، ويمكن استخدام هذه السندات المُشتراة حديثاً مرةً أخرى بوصفها ضماناً للحصول على قرض جديد من المركزي الأوروبي وفق عمليات إعادة التمويل طويلة الأجل ذاتها.

ووفقاً لعضو مجلس إدارة المصرف المركزي الألماني (Bundesbank) كارل لودفيج ثييل، فإنَّ شراء السندات من قبل المصرف المركزي الأوروبي يُشكّل (انتهاءً لمعاهدة ماستريخت (Maastricht Treaty) التي تحظر التمويل النقدي وذلك بمنع

المصرف المركزي بإعطاء قروض للدولة).⁽¹⁾ إلا أنَّ تعليقات ثييل تخالف بـ (180) درجة خط المصرف المركزي الألماني الرسمي، ويصرُّ المصرف المركزي الألماني على أنَّ شراء السندات الذي جرى حتى عام (2012م) لم ينتهك حظر التمويل النقدي.

لاحظ ثييل أنَّ المصرف المركزي الأوروبي يشتري السندات الحكومية من إسبانيا وإيطاليا فقط لخفض تكاليف الاقتراض لمديريد وروما، ويوضح ثييل:

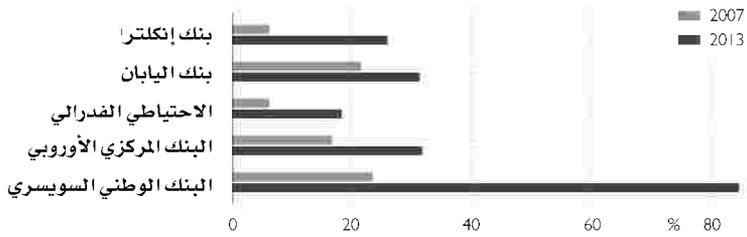
«علينا في النهاية التوقف عن الظن أنَّ تشغيل المطبعة قد يحل الأزمة الحالية، فمن شأن هذه العملية أن تقوِّض أهم الأسس المطلوبة لعملة مستقرة».

وقد اشترى مصرف إنجلترا (Bank of England BOE) أيضاً سندات حكومية بريطانية (مُدَّهَبَة) لدعم الاقتصاد، خاصةً من مؤسسات مالية مثل المصارف وشركات التأمين وصناديق التقاعد، وقد بلغ المبلغ الإجمالي للأموال التي استصدرها في برنامج التيسير الكمي الخاص به في المدة الممتدة من عام (2010م) وحتى عام (2014م) قرابة (375) مليار جنيه إسترليني (598 مليار دولار). وأعلن مصرف إنجلترا أنه لن يشتري أكثر من (70%) من أي

(1) <https://mninews.marketnews.com/index.php/bbk-thiele-currentecb-government-bond-buys-violate-treaty?q=content/bbk-thiele-current-ecbgovernment-bond-buys-violate-treaty>

قضية دين حكومي⁽¹⁾، لكن مقارنةً باليابان، حيث يبلغ حجم التيسير الكمي ضعف حجم البرنامج الأمريكي (بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي)، فإن طباعة المال قد شهدت تباطؤًا في أوروبا ما بين عامي (2012م) و(2014م).

حجم ميزانيات البنك المركزي بوصفها نسب مئوية من الناتج المحلي الإجمالي



المصدر: التقرير السنوي لمصرف التسويات الدولية (BIS)

50. هل ما تزال سويسرا ملاذًا نقديًا آمنًا؟

بدأ مزيد من المال بالتدفق إلى سويسرا نتيجةً لكل هذا الجنون النقدي بعد اندلاع الأزمة المالية في عام (2008م)، وهذا ما أدى إلى ارتفاع قيمة الفرنك السويسري، مما كان له الأثر السلبي في الصادرات والسياحة السويسرية، ولتجنب مزيد من الضرر ربط المصرف المركزي السويسري (Swiss National Bank SNB) الفرنك السويسري باليورو بحيث جعل قيمة الفرنك السويسري تساوي (1,20) يورو.

(1) <http://www.bbc.co.uk/news/business-16538773>

وباستصدار الفرنك السويسري من العدم واستخدامه في شراء اليورو والعملات الأخرى، فإنَّ المصرف المركزي السويسري خفَّض من قيمة الفرنك السويسري ودعم العملات الأخرى؛ استقرت العملات العالمية التي اشترت في هذه العملية في الميزانية العمومية للمركزي السويسري، والتي تضاعف حجمها أربع مرات بين عامي (2008م) و(2013م).

ومع نهاية عام (2013م) حاز المركزي السويسري أرصدةً تفوق أرصدة أي دولة صناعية رئيسة بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي (85%)، وتقارن هذه النسبة بأرصدة الاحتياطي الفيدرالي البالغة (20%) من الناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة، وبأصول المركزي الأوروبي بنسبة (30%) من الناتج المحلي الإجمالي الأوروبي.⁽¹⁾

طلب المصرف المركزي السويسري من المصارف التجارية زيادة رؤوس أموالها إلى قرابة (20%) من ميزانياتها العمومية بدلاً من المعيار الدولي الذي تبلغ نسبته (7%)⁽²⁾، وشكَّلت الحجوم الهائلة من الميزانيات العمومية لمصرفي كريدت سويس (Credit Suisse)

(1) <http://online.wsj.com/article/SB10001424127887323689604578221470075341686.html>

(2) تخلت سويسرا عن معيار الذهب للانضمام إلى صندوق النقد الدولي في عام (1992م)، حيث يمنع صندوق النقد الدولي البلدان من دعم عملتها بالذهب.

ومصرف يوبي إس (UBS) تهديداً للاقتصاد السويسري كله، بما أن إنقاذ هذين المصرفين قد يتسبب في إفلاس البلاد.⁽¹⁾

51. ما الذي يحدث فيما يُسمى بحروب العملات؟

في عام (2010م)، حذّر وزير المالية البرازيلي جيدو مانتيجا من (حرب العملات) (currency war) لافتاً إلى وجود اتجاه سياسات نقدية عديدة لعدد من المصارف المركزية بالإضافة إلى تدخلات الصرف الأجنبي الذي يؤدي إلى حلقة مفرغة من التنافس على تخفيض قيمة العملات⁽²⁾، وقد نجأت أغلبية اقتصادات مجموعة العشرين (G-20) إلى تخفيض قيمة عملاتها لامتناس التضخم بوصف ذلك طريقة للخروج من البؤس الاقتصادي، وبتخفيض قيمة عملاتها تحاول البلاد اكتساب ميزات تنافسية حيث تحفّز الصادرات والسياحة، وهذا ما أدى إلى انخفاض كلي إجمالي في قيمة العملات في أنحاء العالم جميعها على نحو لم نشهد له مثيلاً في التاريخ النقدي.

(1) تُدعى هذه الظاهرة في كثيرٍ من الأحيان بـ (أكبر مما يمكن إنقاذه): يدور الاختلاف والقلق على حدوث إخفاق ما في مصارف ضخمة مثل هذه المصارف، حيث أصبحت هذه المصارف مهمة جداً للاقتصاد بسبب حجمها؛ ولذلك يجب الحفاظ عليها. وفي أوائل عام (2009م) وجدت الحكومة الهولندية أن مصرف (ING) أكبر بكثير من مصرف عادي يمكن إنقاذه، حيث تبلغ الميزانية الكلية للمصرف (1,300) مليار يورو؛ أي ما يعادل ضعف حجم الناتج المحلي الإجمالي الهولندي.

(2) <http://www.zerohedge.com/news/201325-08-/three-years-after-warningcurrency-war-brazil-goes-all>

واشتكت الاقتصادات الأخرى في الأسواق الناشئة من سياسات المال السهل في كثير من البلدان المتقدمة، وقد سميت تلك السياسات باسم (حروب العملات) وهو اسم عصري يكافئ سياسة (أفقر جارك) ⁽¹⁾ (beggar-thy-neighbor) التي كانت متبعة في ثلاثينيات القرن المنصرم. ⁽²⁾

وفي أوائل عام (2013م) حدّر النائب الأول لرئيس المصرف المركزي الروسي (Central Bank of Russia) ألكسي يوليوكوف قائلاً: (أعتقد أننا على أعتاب مواجهة خطيرة للغاية تُدعى بصيفة عاطفية مفرطة حروب العملات). ⁽³⁾

(1) تسعى سياسات إفقار الجار إلى زيادة الرفاهية الاقتصادية المحلية على حساب الدول الأخرى. وتحدث الحالة الكلاسيكية لما نسميه سياسات إفقار الجار عندما يُخفّض بلد قيمة عملته بغرض زيادة إنتاجه المحلي وتوفير فرص العمل، ولكن بقيامه بذلك يحوّل مشكلة الإنتاج والعملية إلى بلدان أخرى. حدث هذا في ثلاثينيات القرن الماضي عندما سعت البلدان إلى زيادة إنتاجها وعمالتها بتخفيض قيمة عملاتها، ما أدى إلى ركود في أنحاء العالم جميعها، من شأن هذه السياسة زيادة الإنتاج المحلي عن طريق الحد من الواردات وزيادة الطلب على الصادرات، إلا أنّ هذا يؤدي إلى تفاقم الركود في بلدان أخرى ويجرُّ إلى رد بتخفيض قيمة العملة من قبل البلدان الأخرى، وبذلك تصبح البلدان حبيسة سلسلة من التخفيضات التنافسية.. وتمثّل حلُّ سياسات إفقار الجار في ثلاثينات القرن الماضي في تسويق السياسات الدولية برعاية نظام بريتون وودز. - (<http://world-economics.org/40-beggar-thy-neighbor-policies.html>)

(2) <http://emlab.berkeley.edu/~eichengr/curr-war-JPM-2013.pdf>

(3) <http://rt.com/business/news/currency-war-ulyukaev-japan-104/>

وفي رده على هذه الانتقادات وجد رئيس الاحتياطي الفيدرالي بن برنانكي أنَّ العودة إلى نمو قوي لاقتصاد الولايات المتحدة وأوروبا واليابان ستعود بالفائدة على البلدان الصغيرة أيضًا في نهاية الأمر:

«لأنَّ نموًّا أقوى في كلِّ اقتصاد سينعكس بآثاره المفيدة غير المباشرة على الشركاء التجاريين، وهذه السياسات ليست سياسة (إفقار الجار) بل هي ذات فائدة متبادلة؛ لأنها سياسة (إثراء الجار)»⁽¹⁾.

وجادل أيضًا في أنَّ الدول الصناعية السبع الكبرى (G-7) جميعها تقريبًا اتخذت مواقف مماثلة من ناحية السياسة النقدية الميسرة، أدت إلى تحركات صغيرة في أسواق الصرف الأجنبي فوركس (forex):

«ولا يتوقع المرء تغييرات كبيرة ومستمرة في بنية أسعار الصرف في الغالبية العظمى من اقتصادات الدول الصناعية المتقدمة بسبب قدرة سياستها النقدية على التكيف».

(1) <http://www.marketwatch.com/story/bernanke-qe-is-an-enhance-thyneighbor-policy-201325-03-/print?guid=67E7F1BE-955E-11E2-9D5E-002128040CF6>

ونتيجةً لذلك فإنَّ معظم العملات القوية ظلت على سوية واحدة بعضها مع بعض، ومن هذا المنظور يبدو لعامة الناس أنَّ الدولار والجنيه الإسترليني واليورو والفرنك السويسري عملات تحافظ على قيمتها، في حين أنَّهما في الوقت الذي تحافظ فيه بعضها على قيمة بعض بسبب سياسة (تخفيض قيمة العملات) المتبعة من قبل بلدانها، تذهب تلك الأموال الذكية نحو السلع والأصول الثابتة الأخرى.

52. هل يمكننا أن نجد طريقًا للخروج من هذا الدين؟

وصلنا الآن إلى مرحلة يمكننا القول معها ليست المصارف بل البلدان نفسها في ورطة مالية خطيرة؛

فبعد سنوات من العجز الهائل في الميزانية أصبحت بلدان مثل اليونان والبرتغال بحاجة ماسة إلى مساعدة مالية، ويمكن خفض هذا العجز بإحدى طريقتين: إما عن طريق خفض النفقات أو زيادة الضرائب، وكلا الخيارين غير مجدٍ وكفيل بأن يؤدي إلى تفاقم الركود في البلدان التي تعانيه أصلاً.

وقد قررت دول عديدة السماح بحدوث عجز كبير في الميزانية وارتفاع الدين السيادي كما رأينا؛ وذلك في مسعى منها لتحفيز اقتصاداتها.

وفي البلدان الثمانية عشر الأكثر أهمية والتابعة لمنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD)، فقد نما المبلغ الإجمالي للدين العام

والخاص (بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي) من (160%) في عام (1980م) إلى (321%) في (2011م)، ولم يسبب تكديس الدين هذا أي مشكلات بسبب انخفاض سعر الفائدة خلال المدة نفسها من أكثر من (20%) في عام (1980م) إلى (0%) تقريباً بعد أزمة الائتمان، وارتفعت الديون الوطنية بنسبة (425%) في المتوسط، وشهدت ارتفاعاً في عدد من البلدان وصلت إلى نحو (100%) من الناتج المحلي الإجمالي⁽¹⁾.

يمكن رؤية أكبر توسع للدين (600%) بين المستهلكين، ويعود هذا أساساً إلى القروض العقارية الأعلى، وقد جاءت هولندا في منطقة اليورو على رأس قائمة أعلى ديون الرهن العقاري للفرد الواحد؛ فقد نما المبلغ الإجمالي للدين الهولندي من (550) مليار يورو في (1980م) إلى أقل من 4 تريليونات يورو في (2010م)⁽²⁾، حيث يعود أكثر من نصف هذا المبلغ للقطاع المالي، بينما اقترضت الحكومة والشركات ومستثمرو القطاع الخاص النصف الآخر، وحدها البلدان ذات سوق الإسكان المحافظ مثل ألمانيا وإيطاليا واليونان سجّلت ديناً إجمالياً من قبل أصحاب المنازل بمتوسط أقل من (70%) من الناتج المحلي الإجمالي.

(1) من الملاحظ أن الزيادة التي طرأت على الديون في اليونان في تلك المدة بلغت نسبة (70%)

فقط من الناتج المحلي الإجمالي وفقاً لمجموعة بوسطن الاستشارية (2012).

(2) الآثار الحقيقية للديون، مصرف التسويات الدولية (BIS)، آب/أغسطس (2011م)؛

سيتشيتي وموهارتي وزامبوني، أيلول/سبتمبر (2011م).

وتعاني دول كثيرة عوزاً في الاستعداد لاستقبال الموجة القادمة من المتقاعدين، وقد كُرس معظم البلدان رصيماً قليلاً من المال لتزايد أعداد المتقاعدين؛ ففي فرنسا - مثلاً - حُصص (2,300) يورو فقط للمواطن المسجل في نظام التقاعد الخاص، مقارنة بمبلغ (63,000) يورو في هولندا، وخصصت ألمانيا 4,850 يورو فقط للمواطن بتخلف كبير عن الولايات المتحدة (42,000 يورو).⁽¹⁾

ووفقاً لتقويم أعدته مجموعة بوسطن للاستشارات (Boston Consulting Group) فإن فائض الدين في الاتحاد الأوروبي يصل إلى (6,000) مليار دولار ويبلغ (11,000) مليار دولار في الولايات المتحدة؛ تحتاج هذه الديون لإعادة هيكلة قبل تحقيق انتعاش مستدام، لذا فإن فكرة (إمكانية إيجاد طريقنا) للخروج من الديون تبدو ساذجة بعض الشيء، وإذا كان التاريخ قد علمنا شيئاً فإنّ الدرس هو أنّ حصول مثل هذا الأمر مرهون بنمو اقتصادي قوي. لقد تمكنت المملكة المتحدة من القيام بذلك بعد حروبها مع نابليون، كما نجحت بلدان غربية عديدة في تجاوز ديونها بعد الحرب العالمية الثانية، كما تم حلّ مشكلة الديون الناجمة عن الأزمة الآسيوية (1997م) بهذه الطريقة، وفي جميع الحالات كان الاقتصاد قادراً على إعادة إطلاق مستويات

(1) يظهر هذا في بحث أجراه تاورز واتسون في شباط/فبراير (2011م) كما نُشر في أخبار الموارد المالية (Fondsnieuws).

عالية من النمو لأن تلك البلدان كانت في مرحلة باكراً من دورة حياتها الاقتصادية.

53. كيف يمكننا التخلص من ديوننا؟

إنَّ الحلَّ الحالي (لفرملة) الديون المترتبة على الميزانيات العمومية للمصارف المركزية هو حلٌّ مؤقت، على الرغم من عدم وجود حدود تطبيق على ميزانية المصرف المركزي، ويمكن (فرملة) الديون هناك في وقت غير محدود من الناحية النظرية. ستحتاج الديون في النهاية إلى إعادة هيكلة قبل أن يبدأ الرأي العام في فقدان الثقة في قيمة عملته؛ وللدول عدد من الخيارات للتعامل مع جبال الديون، منها:

1. **التخلف عن التسديد:** شهد الروس هذا الأمر ثلاث مرات في القرن الماضي، كما الألمان، وحدها سويسرا لم تسر أبداً على هذا الطريق. ويُعد الإفلاس أكثر سبل التخلص من الديون كلفة؛ حيث يضطر الممول لشطب المبلغ الإجمالي بوصفه خسارة مترتبة على رأس ماله.
2. **التضخم:** يمكن بتشغيل المطابع وتحفيز التضخم (تضخيم) الديون الوطنية، ويسترد والحالة تلك مالكو السندات الوطنية الأجانب أموالهم لكنهم يخسرون كثيراً من ناحية قدرتها الشرائية، وهذه الطريقة المفضلة لعدد من البلدان في

أيامنا هذه للتعامل مع ديونها، فعن طريق الوصول إلى تضخم قوي ستخفض مستويات الدين مقارنةً بالنتائج المحلي الإجمالي.

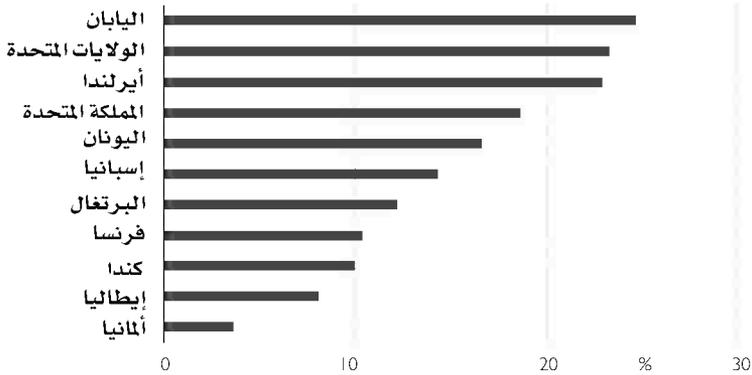
3. زيادة الضرائب: تستطيع البلدان البدء بتسديد ديونها بزيادة الإيرادات، لكن هذه إستراتيجية محفوفة بالأخطار عندما يكون النمو الاقتصادي ضعيفاً أو سلبياً، كما هي الحال في معظم البلدان الصناعية، ويعد قرار زيادة الضرائب بمثابة انتحار سياسي في البلدان الديمقراطية، وقد وعد الرؤساء الأمريكيون جميعهم على مدى السنوات العشرين الماضية بخفض الضرائب في حملاتهم الانتخابية، وهذا يفسّر تفضيل السياسيين للطريق الأسهل باستخدام الميزانيات العمومية للمصرف المركزي.

ويدرس صندوق النقد الدولي (IMF) (مزيداً من المعايير الجذرية ويوصي بسلسلة من تعزيز الدخل وزيادة في ضريبة الاستهلاك بحيث تكون ذروتها المصادرة المباشرة للأصول)⁽¹⁾، وفي عام (2012م) كان هناك اقتراح في ألمانيا يقضي بأن يُطلب إلى الأغنياء استثمار ما نسبته (15%) بالمئة من رؤوس أموالهم في سندات وطنية خاصة ولمرة واحدة فقط، وبوجه عام جمع الأغنياء

(1) <http://www.forbes.com/sites/billfrezza/2013/15/10//the-internationalmonetary-fund-lays-the-groundwork-for-global-wealth-confiscation/>

كلُّهم رؤوس أموالهم بسبب ارتفاع قيمة ممتلكاتهم نتيجة انخفاض قيمة الائتمان انخفاضاً كبيراً، ويتضح هذا في طفرات السكن التي شكَّلت مورداً كبيراً لثروة جيل طفرة المواليد⁽¹⁾.

عجز (2011م) بوصفه نسبة مئوية من النفقات الحكومية



المصدر: صندوق النقد الدولي (IMF)

54. كيف أجدى شطب الديون نفعاً من قبل؟

يُمكن للمرء أن يجد ما يُسمى بـ (عام اليوبيل) في التقاليد اليهودية والمسيحية وهو عام من العفو الشامل، وفي القانون اليهودي القديم يُحتفل بعام اليوبيل كل خمسين سنة؛ حيث تُردُّ الأرض إلى أصحابها السابقين، ويُحرر العبيد، وتُلغى الديون. وقد رأى وزير

(1) الطفل المولود في حقبة طفرة المواليد (Baby boomers) وهو الطفل الذي ولد في أثناء الحقبة الديموغرافية لطفرة المواليد بعد الحرب العالمية الثانية بين عامي (1946م) و(1964م)، وفقاً لما أشار إليه مكتب تعداد الولايات المتحدة. (المترجم).

المالية الفرنسي أبي تيراي (Abbe Terray) الذي عاش في القرن الثامن عشر أنه على الحكومات التخلف عن إيفاء ديونها مرّة كل مئة عام لاستعادة التوازن والانطلاق من جديد.

تتظاهر معظم البلدان بأنّها ستسد ديونها، لكن التاريخ يخبرنا أنه عندما يرتفع جبل الديون عاليًا فإنّ ثمة تخلفًا عن الإيفاء يلوح شبحه في الأفق، ولا بدّ حينها من إعادة هيكلة الدين أو إعادة تمويله، وهذا حصل مرات ومرات، وقد تخلفت الولايات المتحدة بأساليب وبدأت من جديد ثلاث مرات في السنوات الـ (220) الماضية -في عام (1790م) و(1933) و(1971م)-. واقتضت أكثر بعد كل تخلف عن إيفاء، وحدها سويسرا تدفع دومًا لدائتيها.

وأهملت هولندا مرّة واحدة الوفاء بالتزاماتها المالية بعد حروب نابليون في عام (1802م). وسدّدت الولايات المتحدة مستحققاتها جميعها مرّة واحدة فقط في كانون الثاني/يناير من عام (1835م)⁽¹⁾، وبدأت الحكومة من فورها تراكم الديون مرّة أخرى في السنة اللاحقة (بلغ الدين 37,000 دولار في الأول من كانون الثاني/يناير من عام 1836م).

(1) <http://www.publicdebt.treas.gov/history/1800.htm>

في كتاب هذه المرّة الأمر مختلف: ثمانية قرون من الحماقة المالية (2009م)، وهي الدراسة الأهم⁽¹⁾ في تاريخ الأزمات المالية، يقول المؤلفان كارمن إم. راينهارت وكينيث إس. روجوف:

«إن سجل إسبانيا يحفل برقم قياسي من التخلف عن الإيفاء لم يتجاوزه أحد حتى الآن؛ فقد تخلفت إسبانيا سبع مرات في القرن التاسع عشر لوحده بعد أن تخلفت ست مرات في القرون الثلاثة السابقة، ومع سلسلة لاحقة لها من التخلف عن الإيفاء في القرن التاسع عشر، سحبت إسبانيا الغطاء من فرنسا التي ألغت التزامات ديونها في تسع مناسبات ما بين عامي (1500م) و(1800م).. وتخلفت كلُّ من النمسا والبرتغال مرّة واحدة فقط حتى عام (1800م)، ولكن كلاً منهما تخلف مراتٍ عديدةً في القرن التاسع عشر، وفي القرن العشرين بالنسبة إلى النمسا، وقد تخلف الملك البريطاني إدوارد الثالث عن تسديد دين للمقرضين الإيطاليين عام (1340م) بعد غزو فاشل لفرنسا أطلق حرب المئة عام. ومع بداية القرن التاسع عشر أدى التمازج بين تطور الأسواق الرأسمالية الدولية مع ظهور عدد من الدول الجديدة إلى انفجار في حالات التخلف عن الإيفاء في العالم.. وأدى إلى حلقات من إعادة الجدولة في إفريقيا وأوروبا وأمريكا اللاتينية، ويشمل ما سبق حالات إعادة جدولة الديون التي تصنّفها الأدبيات

(1) يُعدُّ كتاب تاريخ الأزمة المالية بقلم المؤرخ الاقتصادي تشارلز بي. كندلبيرغر كتاباً آخر مثيراً للاهتمام حول هذا الموضوع.

النظرية المالية العالمية حالات جزئية للتخلف عن إيفاء الديون جرى التفاوض بشأنها. (1) وقد لا تستمر الآثار الناجمة عن التخلف عن إيفاء الديون طويلاً، فقد أبلت اقتصادات آيسلندا والأرجنتين وأوروغواي وروسيا وإندونيسيا بلاءً حسناً بعد تخلفها عن إيفاء ديونها في التاريخ الحديث». (2)

55. السيناريوهات المحتملة لشطب الديون

اقترح عضو الكونغرس الأمريكي آلان غرايسون في عام (2013م) إمكانية شطب المصرف الاحتياطي الفيدرالي لديون الخزنة التي يملكها، (3) حيث يمتلك الفيدرالي قرابة (2) تريليون دولار من أصل ما مجموعة (17) تريليون دولار من ديون الخزنة. (4)

ووفقاً لغراسون:

«يُمكن شطب الديون المحسوبة على الميزانية العمومية للاحتياطي الفيدرالي من دون أي تبعات ذات شأن؛

(1) <http://scholar.harvard.edu/files/this-time-is-different-short.pdf>

(2) <http://www.economist.com/blogs/dailychart/201106//sovereign-defaultsand-gdp>

(3) وفقاً لموقع Zerohedge.com، وقد نوقشت مقترحات مماثلة من قبل الاقتصادي أبا ليرنر في أربعينيات القرن الماضي في كتابه المالية الفاعلة ودور النقد الورقي، وقد أعاد منظرو النقد الحديث آراء ليرنر إلى الواجهة مؤخراً.

(4) <http://www.zerohedge.com/contributed/201312-10-/fed-could-simply-cancel-2-trillion-government-debt>

لأنها حسابات مصطنعة متوافقة مع المعروض المالي، فصي النهاية تدين الحكومة بهذا المال لنفسها، وإذا ما كنت مدينًا لنفسك بالمال فإنه يمكنني إلغاء هذه الديون بإرادتي ومن دون تبعات تُذكر، فأنا أنقل المال من جيبي الأيسر وأضعه في جيبي الأيمن فحسب، وسيؤمن إلغاء هذا الجزء من ديون الولايات المتحدة فسحة كبيرة للحكومة تحت سقف الديون لإدارة شؤونها المالية، وقد برزت هذه الفكرة منذ أعوام لا من قبلي أو من قبل أحد من طرفي بل من قبل النائب الجمهوري رون بول، وفي حين أنه قد يُنظر إلى إلغاء ديون الخزنة التي تعود للميزانية العمومية للاحتياطي الفيدرالي على أنه عمل غير تقليدي، فإنها ليست أكثر خروجًا على التقاليد من التيسير الكمي الذي أضاف كثيرًا من هذه الديون إلى الميزانية العمومية للفيدرالي»⁽¹⁾.

كتب الرئيس السابق لبي بي سي (BBC) وشريك غولدمان ساكس جافين ديفيز مقالًا مهمًا حول الموضوع في صحيفة الفاينانشال تايمز

(1) قدّم بول مشروع قانون في عام (2011م) من شأنه أن يؤدي إلى شطب (1,6) تريليون دولار من الديون الفيدرالية العائدة للاحتياطي الفيدرالي. <http://thehill.com/blogs/floor-action/house/174953-rep-paul-introduces-bill-to-cancel-public-debt-held-by-the-fed>

في 14 تشرين الأول/أكتوبر من عام (2013م)، بعنوان هل ستلغي المصارف المركزية دين الحكومة؟⁽¹⁾

إنَّ أحد الخيارات الراديكالية التي تُناقش الآن هي إلغاء أو بلغة اللطف (إعادة هيكلة) جزء من الديون الحكومية المطلوبة من قبل المصارف المركزية مقابل توفيرها التيسير الكمي (QE)، وفي النهاية فإنَّ كليهما؛ أي الحكومة والمصرف المركزي مكونان أساسيان من مكونات القطاع العام، وفي وسع موازنة عامة مدمجة على صعيد القطاع العام أن تغطي هذا الدين كاملاً، ولطالما عُدَّ هذا الخيار خياراً خطيراً للغاية لأسباب تضخمية، ولم يُناقش علناً من قبل محافظي المصارف المركزية المخضرمين فيما أعلم.

ومع ذلك فقد ألقى أدير تيرنر رئيس وكالة الخدمات المالية في المملكة المتحدة (UK Financial Services Agency) والمرشح ليصبح الحاكم القادم لمصرف إنجلترا خطاباً الأسبوع الماضي، ذكر فيه خيارات تتعد أكثر عن الخيارات التقليدية تفيد بأن دمجاً أكبر لمختلف جوانب السياسة قد يحتاج إلى النظر فيه في المملكة المتحدة، وقد قال الصحفيان روبرت بستون من البي بي سي وسيمون جنكينز من الغارديان أنَّ وجهة نظر اللورد تيرنر الخاصة احتمال إلغاء جزء من حيازات المصرف المذهبية من أجل تعزيز الاقتصاد.

(1) <http://blogs.ft.com/gavyndavies/201214/10//will-central-banks-cancelgovernment-debt/?Authorised=false>

لماذا تكون هذه فكرة راديكالية؟ فلن يتعرّض أحد في القطاع الخاص لأي خسارة من جراء إلغاء هذه السندات، المُشتراة بأسعار السوق من قبل المصرف المركزي مقابل مال نقدي؛ فالخاسر سيكون المصرف المركزي نفسه الذي سيمسح من فوره رأس ماله من حساباته إذا ما اتُّبع هذا المسار، والسؤال الحاسم هو: هل هذا مهم؟ وإذا كان كذلك، فكيف؟

ولفهم هذا السؤال علينا أن نسأل أنفسنا أولاً: لماذا تموّل الحكومات عجزها عن طريق إصدار سندات في المقام الأول بدلاً من مجرد الطلب إلى المصرف المركزي طباعة المال الذي لن يُضاف إلى الدين العام؟ والجواب هو الخشية من التضخم. ولدى حدوث عجز في الميزانية تضخ الحكومة الطلب في الاقتصاد، وعندما تغطي العجز عن طريق بيع السندات فإنّها تمتصّ المدخرات الخاصة، وتترك قليلاً منها لتمويل الاستثمار الخاص، وبصورة أخرى فهي ترفع أسعار الفائدة عن طريق بيع السندات، وعلاوةً على ذلك يعرف القطاع الخاص أنّ السندات سرعان ما تستهلك، وعليه فإنّ العبء المتوقع من الضرائب سيرتفع في المستقبل، وهذا ما يقلل من الإنفاق الخاص اليوم، دعونا نسمّ هذا المزيج من العوامل بـ (الأثر التقييدي) لمبيعات السندات، ويتغيّر هذا كله إذا لم تبع الحكومة سندات لتمويل عجز الموازنة، وطلبت إلى المصرف المركزي طباعة المال بدلاً من ذلك، وفي هذه الحالة لن يكون هناك امتصاص للمدخرات الخاصة،

ولا يوجد ما يؤدي بأسعار الفائدة إلى الارتفاع، ولا يوجد أيضاً عبء متوقع للضرائب المستقبلية، ومن ثم لا ينطبق الأثر التقييدي على هذه الحالة.

من الواضح أن هذا سيكون توسعياً أكثر بكثير لأي عجز معين في الميزانية (ومن المحتمل أن يكون تضخميًا) من تمويل السندات، لكن ليس هذا ما يحدث حتى الآن في إطار التيسير الكمي؛ فالسياسة المالية من الناحية النظرية على الأقل توضع على نحو منفصل من قبل الحكومة، ويغطي عجز الميزانية عن طريق بيع السندات، ليدخل المصرف المركزي بعدها ويشترى بعض هذه السندات لخفض أسعار الفائدة طويلة الأجل، حيث تظهر هذه الطريقة ببساطة ووضوح بوصفها ذراعاً غير تقليدية للسياسة المالية، ومن الواضح أن السندات معدة للتوقف توقفاً مؤقتاً فقط في المصرف المركزي ثم تباع مجدداً إلى القطاع الخاص عندما تحتاج السياسة المالية إلى التشديد؛ لذلك لا يُخفّض مبلغ الدين الحكومي الذي يتحمله القطاع العام بوساطة التيسير الكمي، وتبقى الآثار التقييدية لمبيعات السندات على المدى الطويل دائمة الحدوث، ولا يتأثر الحساب المالي طويل الأجل للحكومة بهذا، ويجب الانتباه إلى أنه في ظل هذه الظروف فإن التيسير الكمي لا يؤثر مباشرة في الثروة أو الدخل المتوقع للقطاع الخاص.

من وجهة نظر القطاع الخاص، فإنّ كل ما يحدث هو زيادة في أصولهم السائلة (بخاصة ودائع المصرف التجارية في المصرف المركزي)، وأصول غير سائلة أقل (مثل السندات الحكومية).

وقد يؤثر هذا في مستوى عائدات السندات؛ لأنّها مجرد عملية تبادل مؤقتة للأصول لكن تأثيرها محدود على خلاف تأثيراتها الاقتصادية، ولننظر الآن فيما سيحدث لو أُلغيت السندات المملوكة من قبل المصرف المركزي بدلاً من بيعها يوماً ما مجدداً إلى القطاع الخاص، في ظل هذا المفهوم سيُلغى الأثر التقييدي طويل الأمد لمبيعات السندات أيضاً؛ لذلك يجب أن يكون هناك تأثير تحفيزي فوري على الطلب الاسمي في الاقتصاد.

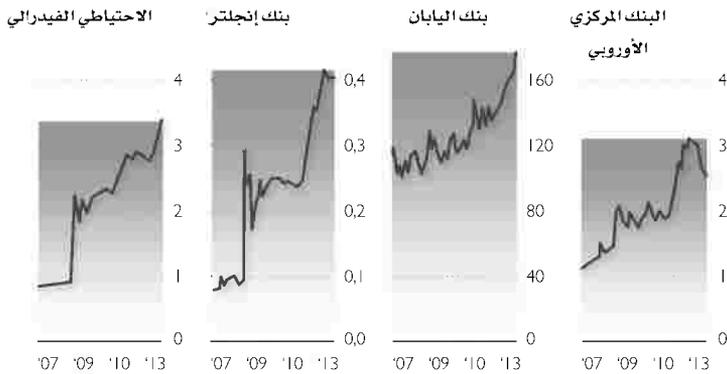
وإذا ما تم القيام بهذا من دون تعديل مسار عجز الميزانية نفسه، فإنّ هذا من شأنه زيادة الآثار التوسعية للعجز الماضي على الطلب الاسمي، وسيقلل من العبء القائم للدين العام المرتبط بمثل هذا العجز، وستكون المصارف المركزية قد اشترت بذلك كثيراً من الدين الحكومي بحيث تكون تأثيرات مثل هذا الأمر كبيرة، وهذه هي الحال في المملكة المتحدة حيث يتحمل مصرف إنجلترا (25%) من مجموع الدين الحكومي القائم.

وعلاوةً على ذلك فإنّ الآثار ستزداد أكثر إذا تعاون المصرف المركزي مع الحكومة، ووافق على تمويل مباشر لتغطية الزيادة في عجز الميزانية عن طريق طباعة المال بدلاً من إلغاء الديون السابقة

فحسب، وسنكون وقتها فعلياً في عالم (مال الهليكوپتر) من دون الخضوع لأي فصل بين السياسة النقدية والسياسة المالية، وعلى وجه العموم لا ترغب الاقتصادات المتقدمة خارج أزمان الحرب في اتخاذ أي اجراءات من هذا القبيل؛ فالتبعات التضخمية المحتملة لإزالة رأس مال المصرف التجاري كما يرد في هذه الإستراتيجية كانت ولا تزال تعد خطرة جداً إذا ما أطلق العنان لها، وبالنسبة إليّ هذا لا يغيّر الحال، لكن الآخرين أكثر قلقاً بشأن الانكماش إلى حد يفوق قلقهم من التضخم. هذا الجني على وشك الخروج من القمقم).

مجموع أصول المصارف المركزية

بالتريليون لوحدات العملة ذات العلاقة



المصدر BIS

56. متى تسوء الأمور؟

يبين راينهارت وروغوف⁽¹⁾ أنه عندما يرتفع الدين الوطني إلى أكثر من (90%) من الناتج المحلي الإجمالي، فإن هذا سيؤدي إلى إبطاء النمو الاقتصادي في المستقبل،⁽²⁾ وأثبتنا أن المرات التي ارتفع فيها الدين أكثر من (90%) في التاريخ كانت نادرة جداً، ووفقاً لهذه الدراسة فإنَّ هناك عدداً من البلدان التي لم تشهد ديناً قط فوق هذا المستوى.

وصل دين الولايات المتحدة إلى (120%) من الناتج المحلي الإجمالي بعد الحرب العالمية الثانية، وسجلت ديون معظم البلدان الأخرى مستويات قياسية مماثلة في تلك الحقبة.⁽³⁾ ووفقاً لراينهارت وروغوف فإنَّ الأمثلة الأخرى من حلقات ارتفاع الديون هي:

- في عشرينيات القرن الماضي في فرنسا وبلجيكا.
- اليونان في ثلاثينيات القرن الماضي وتسعينياته وحتى الآن.
- إيرلندا في ثمانينيات القرن الماضي.
- إيطاليا في تسعينيات القرن الماضي.

(1) <http://www.newyorker.com/online/blogs/johncassidy/201304//the-roffand-reinhart-controversy-a-summing-up.html>

(2) <http://www.voxeu.org/article/debt-and-growth-revisited>

(3) بلغ الدين العام في المملكة المتحدة ذروته بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي في عام 1948م، حيث قارب (240%).

- إسبانيا نحو العام (1900م)
- المملكة المتحدة في حقبة ما بين الحربين وقبل ستينيات القرن التاسع عشر.
- اليابان منذ عام (2000م).

ويشيران أيضًا إلى الزيادة التراكمية الحاصلة في الدين العام في السنوات الثلاث التي أعقبت الأزمة المصرفية والبالغة بالمتوسط (186%)، وهذا يفسّر الزيادة الكبيرة في الدين العام في كثير من الدول المتقدمة (الولايات المتحدة واليابان والمملكة المتحدة) في السنوات الأخيرة، لتصل أو حتى تتجاوز مستوى ألد (90%)، بينما غالبًا ما ترتبط الأسواق الناشئة بالعجز، ويثبت رانيهارت وروغوف أنّ للاقتصادات المتقدمة نصيبها من حلقات العجز، وغالبًا ما يتزامن عدد حالات العجز السيادي مع الارتفاع الحاد عددًا في البلدان التي تمرُّ بأزمات مصرفية.

غالبًا ما ترتبط الأزمات المصرفية بانخفاض كبير في عائدات الضرائب وزيادة حادة في الإنفاق الحكومي؛ ولهذا تكون التكاليف غير المباشرة للأزمات المصرفية أكبر بكثير من تكاليف إنقاذ المصارف؛ ففي وقت مبكر من مارس/آذار من عام (2009م) حذّر صندوق النقد الدولي الحكومات من تدهور النظام المالي العالمي بسرعة كبيرة في حال خروج (دوامة انحدار الائتمان) عن نطاق السيطرة:

«قد لا تكون إجراءات السياسة كافيةً للتعامل مع الأحداث التي قليلاً ما تحدث، لكنها ذات تأثير كبير وتوقّض الاستقرار المالي العالمي؛ على صناع القرار بطبيعة الحال تصوّر (ما لا يمكن تصوّره) ، ودراسة كيفية الرد والتصرف في حال حدوث طوارئ»¹⁷⁰.

قال محافظ مصرف كندا (Bank of Canada) مارك كارني أنّ نظامنا المالي كان في نهاية عام (2011م) على وشك الانهيار: «لقد حانت لحظة مينسكي (Minsky moment) العالمية»⁽¹⁾.

وقد سميت بلحظة مينسكي نسبةً للاقتصادي الأمريكي هيمان مينسكي وهي المدة الزمنية التي حدثت فيها موجة من عمليات البيع بعد عقود من الازدهار، وذلك من قبل الأطراف التي استثمرت اعتماداً على كثير من الديون، وللحد من هذه الديون وجب عليهم بيع الاستثمارات الجيدة بأسعار مخفضة جداً.

ونواجه اليوم أحد أوجه الخطر الرئيسية المتمثل في كارثة بيع السندات الحكومية، وعند نقطة ما يمكن أن ينتهي الأمر بالمصارف المركزية لشراء سنداتها الحكومية المحلية جميعها تقريباً، وسيتوجه مال المستثمرين على الفور نحو الأسهم والأصول الثابتة، وكما يُظهر

(1) <http://www.bankofcanada.ca/201112//speeches/growth-in-the-age-ofdeleveraging/>

لنا التاريخ (انظر الملحق الأول) فإنّ الرأي العام قد يفقد الثقة في عملته، وعندما يفقد عدد معيّن من الناس ثقتهم في مال بلادهم، فإنّ هذا قد يؤدي إلى التضخم.

وحالما يفقد الناس الثقة في المال وقوته الشرائية، فإنّه من المستحيل تقريباً إعادة تقديم النقود الورقية لهم، لكن وفقاً لجيم ريكاردز قد تلجأ السلطات إلى التضخم المفرط بوصفه رافعة سياسية؛ فالتضخم المفرط يُنتج مجموعات يمكن التنبؤ بها إلى حدٍ ما من الرابحين والخاسرين ويتطلب سلوكاً معيناً، وعليه يمكن أن يُستخدم هذا سياسياً في إعادة ترتيب العلاقات الاقتصادية والاجتماعية بين المدنيين والدائنين والعمل ورأس المال، بينما يُحتفظ بالذهب بوصفه خياراً متاحاً لتنظيف الحطام إذا لزم الأمر.

وتتبع هذه الأخطار جميعها من التدخلات غير التقليدية التي يقوم بها محافظو المصارف المركزية منذ عام (2008م)، ووفقاً لرئيس المصرف الاحتياطي الفيدرالي السابق بول فولكر فإنّ هذه الإجراءات لم تكن واردة قبل أزمة الائتمان.

* * *