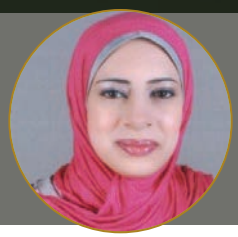
الفقاعة السعرية:
مخاطر اقتصادية لاعتماد الدول على العملات الافتراضية



مريم محمود
باحثة متخصصة في شؤون الاقتصاد الدولي، مصر

تعتبر العملات الافتراضية إحدى نتائج تغلغل التكنولوجيا في الأنشطة الاقتصادية والمالية. وقد أثارت هذه العملات جدلاً كبيراً بين الجهات التنظيمية في الدول المختلفة، في مسعى منها لدراسة التداعيات الاقتصادية المترتبة على التوسع في الاعتماد عليها، خاصة في ضوء التذبذب الكبير في قيمتها.

يلقي هذا التحليل الضوء على العملات الإلكترونية وطريقة عملها، وما تفرضه من مخاطر اقتصادية، لاسيما في ظل ما يثار من تساؤلات حول إمكانات استقرار قيمتها، وما إذا كان الاستثمار فيها آمناً في الأجل الطويل، وفي ظل المواقف المتباينة للجهات الرسمية في الدول المختلفة من هذه العملات.

أولاً: طبيعة العملات الافتراضية

العملات الافتراضية هي عبارة عن وحدات مالية مشفرة تستخدم تكنولوجيا تسمى (Blockchain)[1]. وتعد "بيتكوين" أكثر العملات الافتراضية شهرة وأوسعها استخداماً الآن. وتوجد العشرات من العملات الافتراضية بجانب بيتكوين، مثل ليتكوين (Litecoin) وريبل (Ripple) وغيرها. وبشكل عام فإن هذه العملات تتميز بعدد من الخصائص، أهمها:

1- التنظيم اللامركزي للعملات: تخضع العملات الافتراضية لنظام حوكمة لا مركزي، لضمان عدم سيطرة فرد أو كيان واحد عليها. فبيتكوين، على سبيل المثال، تشترط موافقة جميع مستخدميها حول العالم على إدخال أي تغير في نظام التعامل بها. ويتم ضمان عدم استخدام الشخص الوحدة النقدية نفسها في إجراء أكثر من معاملة في الوقت ذاته من خلال نظام "آلية الهاش" (Hash Function) التي يتم التوصل إليها من خلال عملية تسمى "تنقيب البيتكوين" (Bitcoin Mining)[2].

2- محددات خاصة لسعر الصرف: لمحددات سعر صرف العملات الرقمية طبيعة خاصة، إذ يلعب الطلب دوراً أساسياً في تحديد سعرها، أكثر من العرض، نظراً لمحدودية حجم المعروض منها، فكلما ازداد الطلب على العملات زاد سعرها، والعكس بالعكس، كما أن هناك عاملاً آخر يؤثر بشكل كبير في سعر صرف هذه العملات، وهو حجم الطاقة المستهلكة لإتمام كل عملية، إذ إن تأمين عملية التداول يتطلب استخداماً كثيفاً للطاقة. وقد وصل حجم الطاقة المستهلكة في نظام بيتكوين الآن إلى ما يعادل استهلاك دولة صغيرة.

3- حداثة التنظيم القانوني: على الرغم من أن هناك حكومات أقدمت على إقرار العملات

الافتراضية كوسيلة للدفع، ووفرت لها النظم والبنية التحتية اللازمة، فإنه ما زالت هناك هواجس لدى حكومات أخرى تجاهها، خوفاً من إمكانية استخدامها في عمليات التهرب الضريبي عبر إخفاء الأصول في صورة عملات افتراضية وفي مقدمتها بيتكوين، وهو ما قد يدفع بعض الحكومات إلى حظرها[3].

ثانياً: مخاطر اقتصادية متصاعدة

تواجه العملات الافتراضية عدداً من المخاطر الاقتصادية، والتي يمكن إجمالها على النحو التالي:

1- التذبذب الشديد في قيمتها: إذ إن أحد المخاطر الأساسية للعملات الافتراضية هو التذبذب الشديد في قيمتها. ففي نهاية 31 يوليو 2010 كانت قيمة وحدة واحدة من البيتكوين تعادل 0,07 دولار أمريكي[4]، ثم أخذت قيمتها في الارتفاع بعد ذلك حتى وصلت إلى 999 دولاراً أمريكياً/بيتكوين في 1 يناير 2017، ثم 8254,1 دولار أمريكي/بيتكوين في 20 نوفمبر 2017، ثم 19203 دولارات أمريكية/ بيتكوين في 16 ديسمبر 2017[5]. وتعليقاً على ذلك قال جيمي ديمون، الرئيس التنفيذي لبنك "جي بي مورجان"، إن الأصول غير الخاضعة للتنظيم هي فقاعة مضاربات معرضة لخطر الانفجار بعد زيادة قيمتها بسبعة أضعاف منذ بداية عام 2017[6]، وهو ما حدث بالفعل، إذ بحلول يوم 22 ديسمبر من العام نفسه، تراجعت قيمة البيتكوين إلى نحو 11 ألف دولار، لتفقد أكثر من ثلث قيمتها في فترة زمنية محدودة[7].

وقد نتج الارتفاع الكبير السابقة الإشارة إليه في قيمة البيتكوين عن الطلب الكبير من قبل المستثمرين الجدد الراغبين في اللحاق بالسوق وتحقيق مكاسب منها، ونتيجة لهذا التنافس كانت هناك فرص كبيرة للتلاعب بأسعار البيتكوين، التي لا تخضع لتنظيم فعلي، ولا يتضمن نظام تداولها أي حماية قانونية لحقوق المستثمرين[8]. وما يزيد الأمر وضوحاً أن التراجع السريع الذي شهدته قيمة البيتكوين بعد ذلك نتج عن أن بعض كبار المستثمرين قاموا ببيع بعض الحصص التي في حوزتهم، وقد يتطور الأمر إلى انفجار فقاعة البيتكوين، لاسيما في حالة قيام صغار المستثمرين ببيع ما لديهم من عملات خوفاً من تحقيق خسائر كبيرة[9].

ونتيجة لتقلبات قيمة بتكوين، فإن هذا يؤثر سلباً على أدائها كمخزن للقيمة، ما قد يؤثر سلباً على ثقة المستهلكين وأصحاب الأعمال بها، ويدفعهم إلى الإحجام عنها. ويعزز من تلك المخاطر أن الكثير من حائزي البيتكوين يعتبرونها وعاء استثمارياً، وليست وسيلة لتسوية المعاملات. ومن جهة ثانية، فإن البيتكوين تعاني قصور عدد المهتمين بها أو الذين لديهم علم بوجودها، وبالتالي لا تتمتع بقبول على نطاق واسع، ويوجد عدد قليل من الشركات في المدن الكبرى فقط تقبلها كوسيلة دفع[10]، وهي عوامل تضع قيوداً على استخدام العملات الافتراضية.

2- تعرضها لدوامات الانكماش المفرط: من المفترض أن يتم الوصول للحد الأقصى لكمية البيتكوين المتداولة والمحدد بـ 21 مليون وحدة بحلول عام 2140، وعلى الرغم من ذلك فإن الكمية المتاحة للتداول لن تتخطى 80% منها بحلول فبراير 2018[11]، وستصل هذه النسبة إلى 84.38% و87.5% بنهاية عامي 2019 و2020 على الترتيب؛ مما يعني أن هناك تباطؤاً سيحدث في النمو في كمية وحدات البيتكوين المتاحة للتداول في السنوات القادمة.

وعلى سبيل المثال، فإنه بافتراض تنفيذ 1% من التعاملات في الاقتصاد الأمريكي باستخدام البيتكوين، و99% منها بالدولار، فإن القوة الشرائية للعملتين ستستمر في الزيادة عبر الزمن، إذ إنها ستستأثر بحصة ثابتة من النمو في حجم الناتج المحلي الإجمالي. وبينما سيستطيع الاحتياطي الفيدرالي ضبط قيمة الدولار وتكييفها مع النمو باستخدام أدوات السياسة النقدية ومن بينها طباعة النقود (عرض المزيد من الدولار)، ففي المقابل سيكون المنفذ الوحيد للبيتكوين لمواكبة النمو الاقتصادي هو ارتفاع قيمتها، خاصة مع وصول حجمها إلى الحد الأقصى، وستنجم عن ذلك دوامات انكماش مفرط (Hyper Deflation)، لاسيما مع اكتناز المتعاملين للبيتكوين وادخارها نتيجة التوقعات بارتفاع قيمتها، وسينجم عن ذلك انخفاض حجم المعاملات، وبالتالي تراجع الاهتمام بنظام بالبيتكوين[12].

3- إمكانية تعرضها للسرقة: تواجه العملات الافتراضية تحديات الهجمات الإلكترونية والقرصنة[13]. وتعد حادثة إفلاس "أم تي جوكس" (Mt. Gox)، وهي شركة صرافة لتبادل بيتكوين عام 2014 عقب تعرضها لسرقة وتلاشي 744 ألف بيتكوين (بقيمة اقتربت من 400 مليون دولار أمريكي وحوالي 6% من عملات البيتكوين المتوفرة في العالم آنذاك) مثالاً على ذلك[14]. وكذلك شهد عام 2016 عملية قرصنة لبورصة "بيتفينكس" (Bitfinex) والمتخصصة في البيتكوين في هونج كونج، مما أدى إلى توقف عمليات التداول والسحب والإيداع بها، وتسبب ذلك في خسارة نحو 119,8 ألف بيتكوين (بقيمة 65 مليون دولار أمريكي)[15]. وفي ديسمبر 2017 تعرضت 4700 بيتكوين، بقيمة 64 مليون دولار أمريكي، للقرصنة والسرقة من منصة تنقيب "نايس هاش" (Nice hash)، التي يقع مقرها في سلوفينيا[16].

4- ظهور عملات رقمية بديلة: تتعرض بيتكوين لمخاطر محتملة أخرى أبرزها نشأة عملة رقمية جديدة أفضل تسحب منها قيادة السوق، ولا يبدو هذا السيناريو مستبعداً في ضوء انهيار عملات افتراضية أخرى مثل "سوليدكوين" (Solidcoin) و"ببكيوكوين" (Ppqcoin) و"فيربريكس" (Fairbrix) و"جيست جيلد" (Geist Geld)[17]، بالإضافة إلى إمكانية حدوث خطأ فني في النظام لم يكتشف سابقاً، إلى جانب احتمالات تحديث بعض عقد الشبكة (Network Nodes) لبرنامج لا تتوافق مع الإصدارات السابقة، وهو قد يتسبب في تقسيم شبكة دفع بيتكوين إلى شبكتين، أو تعرض بيتكوين لهجوم بواسطة منظمة ذات موارد مالية كبيرة (مثل الحكومات)[18].

5- ارتفاع استهلاك الطاقة: يعد تأمين عملية تداول العملات

شكل (1): تطور القيمة السوقية للبيتكوين مقابل الدولار الأمريكي

Source: Bitcoin US Dollar, **Investing.com**, accessible at: https://goo.gl/uWmwHS

الافتراضية أمراً معقداً للغاية ويستلزم شبكة واسعة من الأجهزة الإلكترونية المترابطة حول العالم، الأمر الذي يستنزف كميات كبيرة من الطاقة في العملية الواحدة، فنظام تداول البيتكوين، على سبيل المثال، يتطلب استخداماً كثيفاً للطاقة، ويعادل استهلاكه منها إجمالي استهلاك دولة صغيرة.

ثالثاً: اتجاهات تقنين العملات الافتراضية

انقسمت الدول في موقفها من العملات الافتراضية، فتراوحت بين الحظر الكامل، وقبولها عبر وضع أطر لتنظيم علمها، ويمكن توضيح ذلك على النحو التالي:

1- وضع أطر تنظيمية: من الدول التي تبنت هذا النهج الولايات المتحدة الأمريكية واليابان، فقد شرعت واشنطن في وضع أطر تنظيمية للعملات الافتراضية بدءاً من عام 2013، حين استحوذت الأجهزة الأمنية الأمريكية على ما لا يقل عن 144 ألف عملة بيتكوين عقب إغلاقها لشبكة تم استخدامها في المعاملات غير المشروعة للبيتكوين عام 2013 أطلق عليها "طريق حرير"[19].

وقد اعتبرت مصلحة الضرائب الأمريكية أن العملات الافتراضية تعد من الممتلكات، كما أن تداولها أو استخدامها في شراء السلع والخدمات، تنشأ عنهما التزامات ضريبية. ووضعت ولاية نيويورك لوائح للحصول على تراخيص لأنشطة العملات الافتراضية باسم (Bit License) في محاولة لحماية المستهلكين ومنع استخدامها في الأنشطة غير المشروعة[20]. وبشكل عام يخضع متداولو ومستخدمو بيتكوين في الولايات المتحدة لقانون "السرية المصرفية" منذ عام 2013، الذي يلزم متداولي العملة والمشرفين عليها ومقدمي خدمات تحويل الأموال بتسجيل عمليات التبادل والتحويل، بما يتسق مع قواعد وزارة الخزانة الأمريكية، كما تخضع خدمات تحويل الأموال أيضاً إلى قانون مكافحة الإرهاب لعام 2001[21].

أما اليابان، فقد منحت البيتكوين قوة إبراء قانونية، نظراً لسعيها لأن تصبح المركز العالمي للتكنولوجيا المالية. وأشارت حكومة اليابان إلى أنها ستراقب المعاملات التي تتم باستخدام بيتكوين للاحتراز من إمكانية استخدامها في الأنشطة الإجرامية، كما ستجمع المعلومات عن أصحاب الودائع. وعلى الرغم من الإجراءات السابقة، فإنه يمكن للمتهربين من الضرائب في الدول الأخرى الحصول على بيتكوين بصورة سرية من خارج اليابان، ثم القيام بعمليات غسيل أموالهم من خلال الحسابات اليابانية. ومن ثم فإن اليابان تخاطر بأن تصبح ملاذاً مصرفياً من خلال تبنيها التكنولوجيا المالية[22].

وتتحرك الولايات المتحدة واليابان بسرعة لإضفاء الشرعية على العملات الافتراضية من خلال حماية المستثمرين، وهو الأمر الذي من شأنه أن يساعد الشركات على زيادة تمويل رأس المال من خلال أساليب بديلة، وليس عن طريق رأس المال المُخاطر وأسواق الأسهم، مما قد يفتح سوقاً تمويلية جديدة كلياً[23].

2- تأجيل وضع الأطر التنظيمية لها: لعل أبرز مثال في هذا الإطار هو الاتحاد الأوروبي، ففي حين أصدرت محكمة العدل الأوروبية حكماً باعتبار بيتكوين عملة وليست سلعة في أكتوبر 2015[24]، فإن "ماريو دراجي"، محافظ البنك المركزي الأوروبي اعتبر أن تكنولوجيا البيتكوين والعملات الافتراضية غير ناضجة للدرجة التي تتطلب تنظيمها[25].

3- حظر العملات الافتراضية: ففي نهاية عام 2013، حظر بنك الصين على المؤسسات المالية الموجودة بها استعمال بيتكوين وجميع معاملاتها من أي نوع. وأرجعت الصين ذلك إلى أن بيتكوين تشكل مخاطر كثيرة جداً على استقرارها المالي وقطاع التجارة بها إلى جانب مخاوفها بشأن استخدامها في عمليات غسيل الأموال والأنشطة الإرهابية[26]. كما أعلنت السلطات الصينية في سبتمبر 2017 اعتزامها إغلاق المنصات التي تساعد الأفراد على تداول البيتكوين في البلاد. وأصدر بنك الصين تعليمات بمنع البورصات الصينية من تقديم خدمات تجارة العملات الافتراضية، وذلك في إطار جهود الحد من استخدام العملات الرقمية في غسيل الأموال والأنشطة غير المشروعة. وفي كوريا الجنوبية أعلن وزير العدل الكوري الجنوبي "بارك سانغ كي" استعداد بلاده لإصدار قانون يحظر تداول كل العملات الرقمية بسبب المخاوف الكبيرة منها، خاصة فيما يتعلق بتذبذب قيمتها، وإمكانية توظيفها في التهرب الضريبي[27].

4- التفكير في إصدار عملات افتراضية رسمية: قام بنك

إنجلترا، البنك المركزي للمملكة المتحدة، بإعداد دراسة حول إمكانية إصدار عملة رقمية خاصه به عقب تنامي سوق العملات الرقمية[28]، غير أنه تراجع عن الفكرة، لتخوفه من إمكانية أن تدفع العملة الافتراضية المواطنين إلى سحب أموالهم من البنوك وتحويلها إلى عملات افتراضية، ومن ثم تخسر البنوك الودائع اللازمة للقيام بنشاطها الاقتصادي، فضلاً عن أنه يقوض قدرة الحكومة على استخدام سعر الفائدة كإحدى أدوات السياسة النقدية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي.

وفي حالة قيام البنوك المركزية بإنشاء عملاتها الرقمية الخاصة بها فإن ذلك سيؤثر على بيتكوين في الأجل الطويل، خاصة أن التاريخ الطويل لتطور النقود يشير إلى أن ما يبتكره القطاع الخاص تنظمه وتديره الدولة في نهاية المطاف[29].

وختاماً، فقد اتجهت بعض الدول لحظر بيتكوين والعملات الافتراضية وتحذير المستهلكين من مخاطرها المحتملة، واتجهت دول أخرى لوضع أطر تنظيمية لمحاولة تخفيف مخاطرها، وتسعى بعض الدول لأن تكون مركزاً لريادة التكنولوجيا المالية واستغلال ذلك لتعزيز اقتصاداتها والمشاركة في تشكيل نظم مالية وتمويلية جديدة. وفي كل الأحوال يتطلب سرعة تطور ابتكارات التكنولوجيا المالية استجابات من الجهات التنظيمية في الدول المختلفة تعمل على تجنب المخاطر من دون خنق الابتكار، والمرونة في مواجهة تحدياتها والاستفادة منها في تطوير النظم المالية.

ومن الأهمية ألا يقتصر دور الجهات التنظيمية على منع استخدام العملات الافتراضية في الأنشطة غير المشروعة، ولكن من الممكن أن يمتد ليشمل فرض ضوابط ومتطلبات تحقيق السلامة المالية على وسطاء تبادل العملات الافتراضية وحماية المستهلكين وتحقيق استقرار نظام المدفوعات. كما يفرض توسع انتشار العملات الافتراضية تحديات وضع أطر تنظيمية لدرجة التكامل بين النظام المالي التقليدي وسوق العملات الافتراضية وتأثير ذلك على مستقبل الوساطة المالية[30].

1- Arun Sundararajan, **The Sharing Economy: The End of Employment and the Rise of Crowd- Based Capitalism,** (Massachuetts: The MIT Press, 2016), epub edition.

2- Ramis Jamali (et al.), Cryptocurrency: Digital asset class of the future – bitcoin vs ethereum?, **Ivey business school,** (p. 12), accessible at: https://goo.gl/RtUk1q

3- How is the price of cryptocurrency defined, **Bitconnect**, accessible at: https://goo.gl/44M2Wy

4- Bitcoin Currency Data, **Quandl**, accessible at: https://goo.gl/o7eooR

5- Bitcoin /US Dollar, **Investing.com**, accessible at: https://goo.gl/N9ZZdS

6- Camila Russo, Bitcoin plunges after plans for split called off, **Bloomberg**, November 10, 2017, accessible at: https://goo.gl/TF5wG8

7- Daniel Shane, Bitcoin lost a third of its value in 24 hours, **CNN Money**, December 22, 2017, accessible at: https://goo.gl/EoYLUp

8- Ian Verrender, Bitcoin: what the bubble tells us about ourselves, **ABC News**, December 11, 2017, accessible at: https://goo.gl/6w1JKB

9- Derek Thompson, Is bitcoin the most obvious bubble ever?, **The Atlantic**, December 9, 2017, accessible at: https://goo.gl/KeuP6F

10- Merrilee Gibbs Davolt, **Bitcoin: how does it work and where is it going?**, 2016, (pp. 6 – 7), accessible at: https://goo.gl/xK8oRf

11- JP Buntinx, %80 of all bitcoins will have been mined in a year from now, **The Merkle**, February 1, 2017, accessible at: https://goo.gl/aUabbL

12- Vijay Kumar SL and Kiran Nandavarapu, **Virtual currencies and bitcoins: in focus**, (Blue ocean market intelligence, 2014), (p. 14), accessible at: https://goo.gl/st9vgj

13- Arun Sundararajan, **op.cit**.

14- Russel Brandom, Who Stole $400 million from Mt. Gox?, **The verge**, February 26, 2014, accessible at: https://goo.gl/JbtEq4

15- Bitfinex reports bitcoin hack attack 20% slashed! Is bitcoin safe?, **A to z forex**, August 3, 2016, accessible at: https://goo.gl/WaJMLB

16- Samuel Gibbs, Bitcoin: $64m in cryptocurrency stolen in sophisticated hack, exchange says, **The Guardian,** December 7, 2017, accessible at: https://goo.gl/JyuQEA

17- Juliya Ziskina, The other side of the coin: the FEC's move to approve cryptocurrency's use and deny its viability, **Washington Journal of Law, Technology and Arts**, Vol. 10, Issue 4, Spring 2015, pp. 310 – 312.

18- How to invest in Bitcoins: Get ready for the next price rally, **Coin BR, Blockchain Tech**, (p. 3), accessible at: https://goo.gl/dVF2TM

19- Paul Schrodt, The 8 biggest bitcoin players who could make a fortune off the cryptocurrency, **Money**, accessible at: https://goo.gl/aQZ6Sc

20- Fiammetta Piazza, Bitcoin in the dark web: a shadow over banking secrecy and a call for global response, **Southern California Interdisciplinary Law Journal**, Vol. 26, 2017, (pp. 536 – 537), accessible at: https://goo.gl/hbPhuH

21- **Ibid**., p. 533.

22- Kenneth Rogoff, Bitcoin's price bubble will burst under government pressure, **The Guardian**, November 20, 2017, accessible at: https://goo.gl/SJhTim

23- Kenneth Rapoza, What China Ban? Cryptocurrency Market Cap Rebounding, **Forbes**, September 28, 2017, accessible at: https://goo.gl/xKcebs

24- Yessi Bello Perez, European exchanges react to bitcoin VAT exemption, **Coindesk**, October 24, 2015, accessible at: https://goo.gl/gKJWH6

25- Sujha Sundararajan, ECB President: Bitcoin not mature enough to be regulated, October 20, 2017, accessible at: https://goo.gl/yRkevi

26- Samantha Douma, **Bitcoin: the pros and cons of regulation**, (Universiteit Leiden, 2016), (p. 24), accessible at: https://goo.gl/gnQDZC

27- خسائر كبرى للعملات الافتراضية بعد «تهديد كوري» و«إجراءات صينية»، **الشرق الأوسط**، 12 يناير 2018، موجود على الرابط التالي: https://goo.gl/7ff2uS

28- John Barrdear and Micheal Kumhof, The macroeconomics of central bank issued digital currencies, **Bank of England**, Staff working paper no. 605, 2016, pp. 65 – 67.

29- Kenneth Rogoff, **op.cit**.

30- Dong He (et al.), Virtual currencies and beyond: Initial consideration, **IMF**, Staff discussion note, January 2016, (pp. 35 – 36), accessible at: https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2016/sdn1603.pdf