



معمای دلار ارز برتر دنیا با رقابت مواجه شده است

مترجم: سیمین عبدالعلی زاده شهیر *

۱. مقدمه

گروهی از کارشناسان ادعای کنند که وضعیت دلار، به عنوان یک ارز بین المللی، به واسطه بحران اعتباری سال‌های (۲۰۰۷-۲۰۰۹) دچار خدشه شده و عده قلیلی نیز معتقدند که این آسیب، بسیار جدی است. مطمئناً این بحران موجب کاهش جذابیت ایالات متحده آمریکا، به عنوان عرضه کننده دارایی مالی بارتبه بالا، شده است. در واقع عملکرد ناصحیح بازارهای مالی آمریکا تمایل بانک‌های مرکزی را برای خرید اوراق بهادار بدهی آمریکا کاهش داده است. علی رغم این مسئله، دولت آمریکا مقادیر عظیمی از اوراق بدهی کوتاه مدت را منتشر کرده است. این امر همراه با روند عرضه و تقاضا موجب تضعیف بیشتر دلار خواهد شد. از آنجا که بانک‌های مرکزی ضرر زیادی را از بابت نگهداری دلار در ذخایر خود متحمل شده‌اند، به دنبال جایگزینی برای دلار می‌گردند.

بارشد بازارهای نوظهور، دلار به عنوان یک مأمن، بخشی از ذخایر ارزی آنها را به خود اختصاص داده است. مداخله در بازار ارز، جهت جلوگیری از شوک‌های ناشی از نوسانات نرخ ارز، از جمله موارد نیاز به

و جوه ارزی برای بانک‌های مرکزی است. فعال شدن برخی از اقتصادها و نوسانات بازارهای بین‌المللی نیز نیاز به منابع ارزی را افزایش داده است. لیکن نوع ارز مورد استفاده در ذخایر نیز از مسائل مهم به شمار می‌آید. در حال حاضر نگهداری دلار به این منظور، برای دولتمردان و اقتصاددانان صحیح به نظر نمی‌رسد.

دولت آمریکا، کسری حساب جاری خود را از طریق فروش اوراق بهادار بدهی خود به بانک‌های مرکزی سایر کشورها تأمین مالی می‌کند و این امر هزینه بالایی را به این کشور تحمیل نموده است. این امر همراه با نرخ بهره پایین، و اعتبارات سهل الوصول، خود به حساب قیمتی و در نهایت، عدم ثبات مالی منجر گردید. رشد جریان تأمین مالی خارجی برای کسری حساب جاری آمریکا، آنچه که گاهی تحت عنوان مشکل عدم تعادل جهانی نامیده می‌شود، از جمله عوامل بحران اخیر محسوب می‌شود. البته این امر تنها عامل شروع بحران نبوده، بلکه سرمایه‌گذاران نهادی و نظارت ضعیف دولتی نیز دارای اهمیتی مساوی بودند.

منطق سیاسی برای سیستم مالی و پولی بین‌المللی مبتنی بر دلار نیز نظیر منطق اقتصادی آن، به نظر کاملاً متقاعدکننده نمی‌باشد. بعد از جنگ جهانی دوم، هنگامی که ایالات متحده تعداد زیادی از

نیروی‌های نظامی خود را در اروپا و آسیا پیاده کرد، کشورهای میزبان با انباشت کردن اوراق بهادار دلاری، بازار بدهی آمریکا را مورد حمایت قرار دادند، مسئله‌ای که اکنون به صورت سؤال در ذهن بسیاری نقش بسته است.

علی‌رغم تمام این مسائل، اهمیت دلار در دنیا کاهش نیافته است. در بازار ارز خارجی، دلار بعد از بروز بحران تقویت گردید و به محض آنکه سرمایه‌گذاران احساس امنیت کردند، مجدداً به اوراق خزانه آمریکا رو آوردند که دلیل آن همانا گسترش کمبود نقدینگی بود. از آن زمان تاکنون، نرخ دلار به طور دائم در نوسان بوده، لیکن شاهد سقوط دلار

نبوده ایم و هیچگونه شواهدی دال بر از دست دادن اطمینان به این ارز نیز وجود ندارد.

بررسی ترکیب ارزی ذخایر بانک‌های مرکزی و دولت‌ها نیز حاکی از آن است که دلار همچنان سهم بالایی از ذخایر را به خود اختصاص می‌دهد. بر اساس گزارش صندوق بین‌المللی پول، میزان ذخایر ارزی رسمی اعلام شده در پایان سال ۲۰۰۷ با کاهش جزئی نسبت به سال ۲۰۰۳ (۶۶ درصد)، ۶۴ درصد بوده است. با بررسی اوراق خزانه آمریکا که از طرف بانک‌های مرکزی خارجی نزد فدرال رزرو به صورت امانی نگهداری می‌شود، می‌توان حجم واقعی ذخایر دلاری را برآورد نمود. بررسی این امر نشان می‌دهد که مقامات خارجی همچنان به انباشت دلار ادامه داده و حتی میزان خرید آنها در نیمه اول سال ۲۰۰۹ بیشتر شده است. تنها نکته آن است که بانک‌های مرکزی به جای خرید اوراق بهادار سازمان‌های دولتی نظیر شرکت وام‌های رهنی ایالتی مسکن (Freddie Mac) و انجمن ملی ایالتی رهن (Fannie Mae) به انباشت اوراق خزانه آمریکا مبادرت می‌ورزند، همچنین به جای اوراق بلندمدت، اوراق خزانه کوتاه مدت را برای سرمایه‌گذاری انتخاب می‌کنند.

با توجه به مطالب فوق الذکر، منطق اقتصادی برای نگهداری ذخایر به دلار (اگرچه کمتر از گذشته) هنوز اطمینان دهنده می‌باشد. علاوه بر این، کشورها سعی دارند تا ذخایر خود را به ارز مورد استفاده در تعهدات و تجارت خارجی خود نگهداری نمایند. بسیاری از کشورها بدون توجه به افزایش ارزش یورو و سایر ارزها، به استقراض و انجام تجارت خود به دلار ادامه می‌دهند. در پایان سال ۲۰۰۸، حدود ۴۵

حجم بالای معاملات بر روی اوراق دولتی آمریکا و حاشیه پایین بین قیمت خرید و فروش بیانگر آن است که این اوراق نقدترین اوراق دولتی در دنیا هستند



درصد از اوراق بهادار بدهی بین المللی به دلار منتشر گردید (در مقایسه با ۳۲ درصد به یورو) و بر طبق گزارش سه سال یک بار، بانک تسویه بین المللی (BIS)^۴، دلار در ۸۶ درصد (در مقایسه با ۳۸ درصد یورو) معاملات خارجی مشارکت دارد.^۵

طبق گزارشات صندوق بین المللی پول در آوریل ۲۰۰۸، ۶۶ درصد کشورها از دلار (در مقایسه با ۲۷ درصد یورو) به عنوان لنگر نرخ ارز خود استفاده می کنند و این مسئله اثر تعیین کننده ای بر ترکیب ارزی ذخایر دارد.

حجم بالای معاملات بر روی اوراق دولتی آمریکا و حاشیه پایین بین قیمت خرید و فروش بیانگر آن است که این اوراق، نقدترین اوراق دولتی در دنیا هستند. این نقدینگی تاحدی تابعی از اندازه اقتصاد آمریکا است. سرمایه گذاران به دلیل نقدینگی این بازار، عمده معاملات خود را در این بازار انجام می دهند و این امر خود، منجر به نقدتر شدن این بازار می گردد.

۲. سایر ارزها

سایر ارزها نیز در رقابت با دلار آمریکا قرار دارند. زمانی، پوند استرلینگ و فرانک سوئیس ارز ذخیره مهمی محسوب می شدند، اما اقتصادهای بریتانیا و سوئیس برای اینکه پول این دو کشور به عنوان ارز ذخیره در نظر گرفته شوند، کوچک می باشند؛ هیچ کدام از این کشورها نمی توانند ابزارهای بدهی را تأمین کنند که در وزن مورد نیاز سیستم مالی جهان باشد. لذا، در پایان سال ۲۰۰۷، پوند تقریباً در کمتر از سه درصد و فرانک سوئیس در کمتر از یک درصد ذخایر جهانی شناخته شده به کار می رفت.

اقتصاد ژاپن بزرگ تر است، اما بین المللی شدن بین ژاپن مستلزم رقابتی شدن نرخ ارز این کشور می باشد و این امر هدایت سیاست صنعتی کشور را با مشکل مواجه می سازد. اگر امکان خرید و فروش اوراق بهادار ژاپن در حجم بالا توسط خارجیان وجود داشت، مشکلات دولت ژاپن در استفاده صحیح از سیستم مالی برای کانال دهی و جوه به سمت شرکت های داخلی بیشتر می شد. طی سالیان اخیر، به دلیل رکود اقتصادی ژاپن و نرخ بهره صفر این کشور، نگهداری ذخایر به بین ژاپن جذابیتی نداشته است. (در پایان سال ۲۰۰۷، این به سختی ۳ درصد از ذخایر اعلام شده را دربرداشت) و وجود جمعیت سالخورده

سرمایه گذاران به دلیل نقدینگی بازار اوراق دولتی آمریکا، عمده معاملات خود را در این بازار انجام می دهند و این امر خود منجر به نقدتر شدن این بازار می گردد

ژاپن نیز به معنای آن است که اقتصاد و همچنین پول این کشور احتمالاً نقش زیادی در بازارهای بین المللی ایفا خواهند کرد.

مجموعه مسائل ذکر شده، یورو را به عنوان تنها رقیب جدی قابل قبول مطرح خواهد کرد. منطقه یورو (شامل ۱۶ عضو اتحادیه اروپا که یورو را به عنوان پول ملی خود پذیرفته‌اند) پیش نیازهای لازم یعنی تولید ناخالص داخلی (GDP) قابل مقایسه با GDP آمریکا و نسبت بالاتر بدهی به GDP را دارا است. اما مجموعه اوراق بهادار دولتی منطقه اروپا به دلیل ریسک‌های مختلف با بازدهی متفاوت و درجه متفاوتی از نقدینگی، ناهمگن است. اوراق دولتی آلمان باثبات‌ترین اوراق این منطقه محسوب می‌شود اما به دلیل نگهداری این اوراق تا سررسید توسط سرمایه‌گذاران نهادی، بازار آنها نقدینگی کافی ندارد. سایر کشورهای منطقه یورو مشکلات مالی جدی دارند. آژانس‌های رتبه‌بندی، رتبه اوراق دولتی ایرلند را کاهش دادند و نگرانی‌هایی وجود دارد که رتبه اوراق قرضه سایر کشورهای اروپایی نظیر یونان، ایتالیا، پرتغال، و اسپانیا نیز کاهش یابد. حجم بالایی از اوراق بدهی کشورهای منطقه یورو مربوط به ایتالیا است لیکن این اوراق به دلیل مشکلات اقتصادی، جذابیتی برای سرمایه‌گذاران ندارد.

انتشار اوراق قرضه منطقه یورو (به ویژه آلمان) به عنوان راه حلی برای بحران کنونی اقتصاد جهان مطرح است. اگر این اوراق به مقدار زیاد منتشر شده و جایگزین اوراق بهادار بدهی ملی ایالت‌های عضو شود، بازار منطقه یورو یکنواختی و نقدینگی بازار اوراق خزانه آمریکا را خواهد داشت. اما پذیرش انجام این کار توسط کشورهای منطقه به ویژه دولت آلمان بعید به نظر می‌رسد.

بدون شک با پذیرش یورو توسط تعداد بیشتری از اعضای اتحادیه اروپا، بازار مالی منطقه یورو گسترش خواهد یافت. در شرایط کنونی، بحران اقتصادی، چشم انداز یورو را به عنوان یک ارز بین المللی افزایش داده است. بدون شک بانک مرکزی اروپا نسبت به بانک مرکزی هر یک از کشورهای اروپایی، ظرفیت بیشتری برای ایفای نقش آخرین قرض دهنده دارد. علی‌رغم وجود اتحادیه بین

**با علم به وضعیت لندن به عنوان
یک مرکز مالی بین المللی و تاریخ
طولانی پوند به عنوان یک ارز
ذخیره، پذیرش یورو توسط
انگلستان نقش زیادی در توسعه
نقش بین المللی یورو ایفا می‌کند**

کشورهای اروپایی، تنها راه برای استفاده از نقدینگی بانک مرکزی اروپا، پذیرش یورو است. ممکن است بازار اوراق بهادار منتشره به یورو، نقدینگی مورد انتظار را نداشته باشد؛ اما مسلماً نقدینگی آن بیشتر از بازار سایر اوراق، مثلاً گرون دانمارک است.

در انگلستان، بحران، موجب کاهش محبوبیت دولت کارگری موافق اتحادیه اروپا شده و موقعیت مخالفان یورو را تقویت نمود. با علم به وضعیت لندن، به عنوان یک مرکز مالی بین المللی و تاریخ طولانی پوند به عنوان یک ارز ذخیره، پذیرش یورو توسط انگلستان نقش زیادی بر توسعه نقش بین المللی یورو ایفا می‌کند. اما این مسئله به این زودی اتفاق نخواهد افتاد. در عین حال، اعضای اتحادیه اروپا مخالف پذیرش سریع کشورهای دیگری از اروپای شرقی در اتحادیه هستند. این مسئله بیانگر آن است که گسترش منطقه اروپا به آهستگی صورت خواهد گرفت و لذا رقابت آن با دلار نیز تدریجی خواهد بود. اهمیت یورو، به عنوان ارز ذخیره در وهله اول برای منطقه اروپا خواهد بود. این ارز، ارز غالب برای تجارت فیما بین کشورهای عضو اتحادیه اروپا در خارج از منطقه یورو می‌باشد. همچنین اتحادیه اروپا در پی توسعه ارتباط خود با کشورهای غیر اتحادیه اروپا در منطقه جنوب و شرق می‌باشد. هرچه کشورهای همسایه اتحادیه اروپا ارتباط عمیق تری با اتحادیه ایجاد کنند، نگهداری بیشتر ذخیره یورو برای آنها منطقی تر به نظر می‌رسد. به عنوان مثال، روسیه اخیراً وزن یورو را در سبد مرجع ارزی افزایش

داده است. این امر نشان دهنده آن است که این کشور سهم بیشتری از ذخایر خود را به اوراق بهادار باارز یورو نگهداری خواهد کرد.

با توجه به مطالب فوق الذکر، بانک‌های مرکزی کشورهای محدوده اتحادیه اروپا در پی تخصیص مجدد ذخایر خود از دلار به یورو هستند. احتمالاً یورو ارز ذخیره مهمی در بخش اروپا خواهد شد ولی این به آن معنا نیست که یورو در جهان از دلار جلوتر خواهد بود. اول بودن دلار مزیت این ارز است و وضعیت جمعیتی نسبتاً نامناسب منطقه یورو به این معنا است که در سال‌های آینده رشد آن کمتر از آمریکا خواهد بود.

۳. زندانیانی در بند خود

دارایی‌های رسمی چین به دلار، که ۶۰ درصد آن به دلار نگهداری می‌شود، تا ماه می ۲۰۰۹ هشت برابر روسیه اعلام شده است. این امر، تنوع بخشی ذخایر در چین را با مشکل مواجه می‌سازد. ذخایر ارزی چین معادل ۲۰۰۰ دلار برای هر فرد چینی است، که معادل یک سوم درآمد سرانه این کشور می‌باشد. مقامات چینی با فشار فزاینده‌ای برای تغییر ذخایر دلاری خود به سایر ارزها روبرو می‌باشند. اکثر مردم چین نگهداری ذخایر به دلار را ناامن می‌دانند.

در عین حال، دولت چین می‌داند که در دام حجم بالای ذخایر دلاری خود قرار گرفته است. فروش اوراق بهادار خزانه آمریکا در حجمی که ترکیب ارزی ذخایر چین را به طور قابل توجهی تغییر دهد موجب کاهش قیمت این اوراق خواهد شد که خود زیان بیشتری را بر مانده دارایی‌های دلاری وارد می‌سازد. این امر، پکن را از انجام سریع چنین اقدامی باز می‌دارد.

استراتژی قابل قبول، تحت چنین شرایطی، انجام یک سری تعدیل‌های جزئی در ترکیب پرتفودر طول زمان است. در حقیقت، این کاری است که به نظر می‌رسد مدیران ذخایر چین مدت‌هاست مشغول به انجام آن هستند، و این پاسخ دیگری برای این سؤال است که «چرا کاهش سهم دلار در ذخایر جهانی به تدریج رخ می‌دهد؟»

۴. حق برداشت مخصوص (SDR)^۷

چین و سایر کشورهایی که از شرایط موجود ناراضی هستند در پی یافتن جایگزین برای دلار می‌باشند. در ماه مارس، رئیس کل بانک مرکزی چین مسئله جایگزینی دلار با حق برداشت مخصوص (SDR) را مطرح نمود. SDR واحد پولی است که صندوق بین‌المللی پول در معاملات با اعضای خود به کار می‌برد و در حال حاضر از سبدهی شامل چهار ارز دلار، یورو، ین و پوند تشکیل شده است. در ماه ژوئن، مسکو اعلام کرد که ممکن است ۱۰ میلیارد دلار اوراق خزانه آمریکای خود را با اوراق صندوق که احتمالاً به SDR منتشر می‌شوند مبادله نماید. جوزف استیگلیتز^۸ دریافت کننده جایزه نوبل، نیز نقش گسترده تری را برای SDR در سیستم مالی و پولی بین‌المللی مطرح کرده است.

اعطای قدرت انتشار SDR به صندوق، جهت پوشش تقاضای در حال رشد بانک‌های مرکزی برای ذخایر بین‌المللی، موقعیت عرضه کننده‌های مالی موجود، نظیر آمریکا را از بین برده و عدم تقارن موجود را، که به واسطه عدم توازن جهانی و مشکلات بازار اعتبار ایجاد شده، از بین می‌برد. همچنین انتشار SDR معمایی را که دارندگان حجم بالای ذخایر، نظیر چین، با آن مواجه هستند با ایجاد یک جانشین واقعی حل می‌کند.

اما جذابیت ذخایر در قابل استفاده بودن آنها است. در حال حاضر دولت‌ها فقط می‌توانند از SDR برای تسویه حساب‌های خود با سایر دولت‌ها و صندوق استفاده نمایند. ولیکن نمی‌توانند آن را برای

برای اینکه SDR به طور واقعی یک ارز بین‌المللی شود، صندوق بین‌المللی پول باید قادر باشد تا SDR بیشتری را در مدت زمان کوتاهی منتشر نماید

مداخله در بازار ارز خود و یاد در سایر مبادلات با شرکت کنندگان در بازار به کار برند. جذاب نمودن SDR مستلزم ایجاد بازارهای خصوصی است که در آنها SDR قابل خرید و فروش باشد. لازم است که بازارهای نقدی ایجاد شوند که دولت‌ها و شرکت‌ها بتوانند در این بازارها اوراق قرضه به SDR را به راحتی به فروش برسانند. پذیرش سپرده SDR و اعطای وام به SDR باید برای بانک‌ها قابل قبول باشد. ضروری است بازارهای ارز به گونه‌ای تجدید ساختار شوند که به طور مستقیم امکان مبادله انواع ارزها با SDR فراهم گردد.

اولین تلاش برای تجاری کردن SDR در دهه ۱۹۷۰ بود که هرگز عملی نگردید. فقط تعداد کمی از شرکت‌های دولتی، اوراق بهادار به SDR منتشر کردند و تعداد کمی از بانک‌ها سپرده به SDR را پذیرفتند. این ناشرین هزینه‌های زیادی را به دلیل جدید بودن این ابزار متحمل شدند؛ زیرا این اوراق در بازارها قابل مبادله نبودند و این مسئله آنها را در شرایط عدم رقابت قرار داد زیرا اداری‌های یورو و دلاری دارای بازارهای نقد بودند. این شرایط در حال حاضر نیز همچنان پابرجا است.

عملی شدن این طرح، نیاز به سرمایه‌گذاری قابل توجه دولت‌ها برای یک دوره زمانی طولانی دارد. اگر تصمیم چین جهت افزایش میزان SDR در ذخایر خود جدی است، لازم است قدم‌های متعددی را برای ایجاد یک بازار نقد به SDR بردارد. بخصوص، می‌تواند اوراق قرضه SDR را منتشر نماید؛ این اقدام

مهمتر از خرید اوراق قرضه SDR از صندوق می‌باشد، که چین، برزیل و روسیه اخیراً برای این کار اعلام آمادگی کرده‌اند، از آنجا که این اوراق قرضه قابل خرید و فروش نیستند، بنابراین نمی‌توانند نقدینگی بازار را افزایش دهند. اولین دولت‌هایی که اوراق قرضه به SDR منتشر می‌کنند، هزینه‌ای را برای جدید بودن آن خواهند پرداخت، اما این هزینه، قیمت سرمایه‌گذاری در یک سیستم بین‌المللی با ثبات‌تر خواهد بود.

از طرف دیگر، به طور معمول بسیاری از اوراق قرضه دولتی منتشره، توسط صندوق‌های بازنشستگی و شرکت‌های بیمه نگهداری می‌شوند زیرا سررسید این اوراق با سررسید تعهدات آنها به

بازنشستگان و کسانی که از بیمه مستمری دریافت می‌کنند، تطابق دارد. اما اوراق قرضه SDR با تعهدات آنها به سایر ارزها منطبق نخواهد بود. به عنوان مثال، اگر دلار در مقابل یورو کاهش ارزش یابد، شرکت بیمه اروپایی با اوراق قرضه SDR و تعهدات یورویی، با مشکل بزرگی مواجه خواهد شد. البته ممکن است که زمانی، بازنشستگان و مستمری‌گیران، پذیرای اقلامی به ارزهای مختلف باشند، اما لازم است در نظر داشته باشیم روزی که بازاری عمیق و نقد با عرضه و تقاضای کافی برای SDR وجود داشته باشد بسیار دور است.

چالش دیگر، ایجاد یک بازار ارز مبتنی بر SDR است. صندوق، یک ایجادکننده بازار است. دلار، اولین بار در دهه ۱۹۲۰ به ارز بین‌المللی تبدیل شد، وقتی که فدرال رزرو تازه تأسیس در آمریکا، شروع به خرید و فروش حواله‌های دلاری نمود و به این وسیله بازار نقدی را برای این ابزارها به وجود آورد. اگر جامعه بین‌الملل در مورد SDR به عنوان یک واحد ذخیره بین‌المللی تأکید دارد، باید به صندوق قدرت کافی بدهد تا مثل یک ایجادکننده بازار عمل نماید. علاوه بر این، باید بودجه‌ای را در اختیار این سازمان قرار دهد تا این مسئولیت را به عهده بگیرد.

حتی تا سال ۲۰۲۰ نیز شرایط کافی برای بین‌المللی شدن رنمینی فراهم نخواهد بود. با فرض آنکه اقتصاد چین طی دهه آینده، سالانه ۷ درصد رشد داشته باشد، در سال ۲۰۲۰، GDP آن فقط نصف GDP آمریکا به نرخ‌های بازار خواهد بود



در نهایت، برای اینکه SDR به طور واقعی یک ارز بین‌المللی شود، صندوق باید قادر باشد تا SDR بیشتری را در مدت زمان کوتاهی منتشر نماید. تحت مقررات جاری، صندوق نمی‌تواند بدون توافق ۸۵ درصد اعضا، SDR منتشر نماید. بنابراین، مقررات جاری برای این منظور مناسب نمی‌باشد. لازم است مدیریت صندوق، قدرت کافی برای تصمیم‌گیری در خصوص انتشار SDR داشته باشد، صندوق باید مثل کمیته سیاست پولی یک بانک مرکزی، استقلال و اختیار داشته باشد. در عمل، صندوق مثل یک بانک مرکزی جهانی و آخرین قرض‌دهنده بین‌المللی عمل خواهد نمود و واضح است که این امر، یک شبه

در خصوص ایجاد یک پول واحد منطقه‌ای نظیر یورو در منطقه آسیا، مطالب زیادی نوشته شده است، اما این امر غیرمحمتمل به نظر می‌رسد

انجام نخواهد شد.

۵. چین و رنمینبی^۱

مطالب فوق، علت بیانات رئیس کل بانک مرکزی چین در خصوص ارتقای SDR را با ابهام مواجه می‌سازد. لذا علت ابراز چنین بیاناتی را می‌توان، دلایل سیاسی و عدم رضایت چین از توافقات متداول عنوان نمود. در واقع چین مایل است به سایر کشورها اعلام نماید که انتظار داشته در اجلاس گروه ۲۰ در لندن در مباحثات مربوط به اصلاح پولی بین‌المللی و طرح سیستم چندجانبه، به طور فعال مشارکت داشته باشد. احتمال دیگر آن است که او می‌خواسته نظر مردم داخل کشور را منحرف نماید. مردم چین به عدم موفقیت مقامات چینی برای یافتن جایگزین مناسبی برای دلار، و همچنین نظارت ناکافی بر ذخایر بین‌المللی کشور انتقاد داشته‌اند.

احتمال دیگر آن است که این روش در واقع برای منحرف کردن توجه سایرین از اهداف واقعی چین، که همانا بین‌المللی کردن پول ملی این کشور یعنی رنمینبی است، طراحی شده باشد. این مسئله چین را از نیاز به نگهداری ارزهای خارجی در ذخایر خود رهایی می‌بخشد و این امکان را برای کشور فراهم می‌سازد تا مانند آمریکا به مقدار مورد نیاز، پول خود را چاپ و منتشر نماید. این مطلب توسط معاون شعبه شانگهای کمیته مقررات بانکی چین نیز اعلام شده که رنمینبی می‌تواند تا سال ۲۰۲۰ یک ارز ذخیره

عمده باشد.

در حال حاضر رنمینی قابل تبدیل نمی باشد. خارجیان فقط می توانند از آن برای خرید کالا از چین و یا در مبادلات مرزی با همسایگان مرزی چین و یا مناطق تحت نظارت هنگ کنگ و ماکائو استفاده نمایند. در بهار گذشته، برزیل و چین اعلام نمودند که مایل هستند تاروش هایی برای استفاده از پول خود در تجارت دو جانبه پیدا کنند اما این اظهارات صرفاً برای تبلیغ میزان تجارت آنها صورت گرفت. توافقنامه سوآپی^۱ که چین طی سال گذشته با آرژانتین، بلاروس، هنگ کنگ، اندونزی، مالزی، و کره جنوبی امضا کرده است نیز دارای اهمیت عملیاتی کمی است. این اقدامات برای اعلام تمایل پکن برای بین المللی شدن رنمینی صورت می گیرد. مسلماً بانک های مرکزی این کشورها نمی توانند از رنمینی برای مداخله در بازار ارز خود و یا واردات کالا از یک کشور ثالث استفاده کنند و یا به بانک های خارجی و دارندگان اوراق قرضه خارجی پرداخت نمایند.

در حال حاضر، چین، برای ارتقای نقش بین المللی رنمینی، می تواند بازارهای اوراق بهادار نقد ایجاد نموده و آن را برای خارجیان قابل دسترس نماید. همچنین می تواند این ارزش را برای مبادلات تجاری و مالی، تبدیل پذیر نماید. البته چین معتقد است که زمان لازم برای قابلیت تبدیل حساب سرمایه و همچنین تبدیل آزادانه دارایی های مالی داخلی به خارجی و به عکس، که پیش نیاز اصلی برای بین المللی شدن رنمینی است، بیش از یک دهه می باشد. زیرا این امر مستلزم فراهم نمودن بسترهای مورد نیاز نظیر شفافیت بازارها، تجاری شدن بانک ها، تقویت نظارت و مقررات، اتخاذ سیاست های پولی و مالی صحیح و باثبات، و انعطاف پذیر شدن نرخ ارز است. اما پیش شرط اصلی برای این کار، رهایی چین از مدل رشدی است که در آن، وام بانکی و نرخ ارز میخکوب شده دو ابزار اصلی برای سیاست توسعه هستند. شاهد این مسئله آن است که عکس العمل اولیه مقامات چینی به بحران اقتصادی، تکیه بیشتر به وامدهی مستقیم (به منظور افزایش سرمایه گذاری) و تشدید میخکوب شدن نرخ ارز به دلار (به منظور تداوم صادرات) بود.

مطالب فوق حاکی از آن است که باز شدن بازارهای مالی چین به روی سرمایه گذاران خارجی، تدریجی خواهد بود. تاکنون، اوراق قرضه به ارز رنمینی فقط در چین و توسط بانک های چینی و چند جانبه نظیر بانک توسعه آسیایی و شرکت مالی بین المللی (IFC)^۲ به فروش می رسد، لیکن دولت چین در اعطای مجوز به شرکت های خارجی برای انتشار اوراق به ارز رنمینی مردد است، زیرا این امر توانایی کشور برای کانالدهی پس اندازها به سمت صنعت چین را تحت تأثیر قرار می دهد. البته شرایط، اگر چه به کندی، در حال تغییر است. تاکنون چندین بانک از جمله بانک مادر HSBC^۳ و بانک آسیای شرقی، مجوز انتشار و فروش اوراق به رنمینی در هنگ کنگ را دریافت نموده اند. اما هنگ کنگ دارای بازار باز است. مجاز شدن این فعالیت ها در شانگهای بسیار مهم خواهد بود. به عنوان مثال، اعطای مجوز به آمریکا جهت انتشار اوراق قرضه به رنمینی در حجم پایین در شانگهای، کمک بزرگی برای تبدیل شانگهای به یک مرکز مالی بین المللی خواهد بود. احتمالاً خانوارها نیز این اوراق را، که بازده آنها به رنمینی تضمین شده است، به عنوان یک جانشین مناسب برای سپرده بانکی در نظر می گیرند. اما در

در کوتاه مدت، یورو سهم بیشتری از بازار را به ویژه در داخل و اطراف اروپا به خود اختصاص خواهد داد. در بلندمدت، نقش رنمینی به خصوص در آسیا، افزایش خواهد یافت. اما آنچه که از آینده قابل استنباط است، این است که دلار در بین سایر ارزها با شرایطی یکسان، رتبه اول را خواهد داشت

چنین حالتی کل مدل توسعه چین تحت ریسک قرار می‌گیرد.

باتمام این مسائل، نباید تلاش‌های چین برای بین‌المللی کردن رنمینی نادیده گرفته شود. تصمیم سیاستگذاران چینی برای آنکه شانگهای تا سال ۲۰۲۰ به یک مرکز مالی بین‌المللی تبدیل شود، جدی است. اما حتی تا سال ۲۰۲۰ نیز شرایط کافی برای بین‌المللی شدن رنمینی فراهم نخواهد بود. با فرض آنکه اقتصاد چین طی دهه آینده، سالانه ۷ درصد رشد داشته باشد، در سال ۲۰۲۰، GDP آن فقط نصف GDP آمریکا به نرخ‌های بازار خواهد بود. به عبارت دیگر، حتی در آن زمان نیز رنمینی پایه ضعیف تری نسبت به دلار خواهد داشت. نقدینگی و هزینه‌های مبادلاتی در بازارهای رنمینی، با بازارهای دلاری قابل مقایسه نخواهد بود و لذا نگهداری ذخایر رنمینی به مراتب دارای جذابیت کمتری خواهد بود. این جایگزینی صرفاً برای کشورهایی جذابیت خواهد داشت که بیشتر تجارت خود را با چین انجام داده و عمده فعالیت مالی بین‌المللی خود را در شانگهای انجام می‌دهند. کشورهای آسیایی به دلیل نزدیکی و مجاورت در اولویت قرار خواهند داشت. بازار برای ذخایر رنمینی به طور متناسبی در آسیا متمرکز می‌شود، حداقل در ابتدا، نظیر بازار ذخایر یورو که در حال حاضر به طور متناسبی در اروپا متمرکز است. سؤال دیگری که مطرح می‌شود در خصوص ایجاد یک پول واحد منطقه ای نظیر یورو در منطقه آسیا است. مطالب زیادی در این زمینه نوشته شده است، اما این امر به نظر غیرمحمتمل می‌رسد. علت آن نیز، وجود طیف گسترده‌ای از ساختارهای کاملاً متفاوت اقتصادی در آسیا و همچنین عدم تمایل برای یکپارچگی سیاسی در منطقه است. البته چین نیازی ندارد تا برای ایفای نقش بین‌المللی، در یک اتحادیه پولی مشارکت داشته باشد، بلکه ترجیح می‌دهد تا منتظر باشد، چرا که با انتظار بیشتر، اهمیت رنمینی در منطقه بیشتر خواهد شد.

با توجه به مطالب ذکر شده رنمینی می‌تواند به عنوان یک ارز ذخیره منطقه ای و نیز یک ارز ذخیره فرعی عمل کند لیکن به عنوان یک ارز ذخیره غالب، حداقل برای یک آینده قابل پیش بینی، بعید به نظر می‌رسد.

۶. نتیجه گیری

با اجرای فرایند حذف، واضح است که دلار شکل اصلی ذخیره بین‌المللی در آینده خواهد ماند. البته همان گونه که آمریکا به لحاظ اقتصادی، برتری نخواهد داشت، ارز برتر نظیر گذشته نیز نخواهد بود. در کوتاه مدت، یورو سهم بیشتری از بازار را، به ویژه در داخل و اطراف اروپا، خواهد داشت. در بلندمدت، نقش رنمینی به خصوص در آسیا افزایش خواهد یافت. اما آنچه که از آینده قابل استنباط است، این است که بین سایر ارزها، دلار با شرایطی یکسان، رتبه اول را خواهد داشت.

چنین شرایط و وضعیتی، یعنی وجود چندین پول ملی به عنوان ارز ذخیره، بی‌سابقه نیست. چندین دهه قبل از جنگ جهانی اول، وضعیت مشابهی وجود داشت، هنگامی که پوند استرلینگ ارز ذخیره برتر بود اما فرانک فرانسه و مارک آلمان نیز سهم قابل توجهی از بازار را داشتند. تحقیقات نشان می‌دهد که تا دهه ۱۹۲۰، پوند و دلار سهم مساوی از ذخایر ارز خارجی جهان را به خود اختصاص داده بودند. غالب بودن دلار بعد از جنگ جهانی دوم و حذف سایر ارزها از ذخایر، صرفاً منعکس کننده شرایط استثنایی آمریکا در آن زمان به لحاظ برتری در بازار جهانی، به دلیل باز بودن و عمق بازار می‌باشد که این شرایط مربوط به گذشته است و نه الان.

ظهور سیستم ارزی مبتنی بر چند ارز نباید مسئله مهمی باشد. چنین ترتیباتی از بروز عدم ثبات و یا ناپایداری نظیر آنچه که اخیراً اتفاق افتاده است، جلوگیری می‌نماید. لازم به ذکر است که شرایط دهه ۱۹۲۰ پایان خوشی نداشت. وقتی که در سال ۱۹۳۱، انگلستان برای اولین بار بحران مالی و سپس بحران

بانکی، و در نهایت بحران ارزی را تجربه نمود، بانک‌های مرکزی در سراسر دنیا ارز ذخیره خود را از پوند به دلار تغییر دادند و هنگامی که عدم ثبات به آمریکا گسترش یافت، مجدداً بعضی به پوند و عده‌ای نیز به طلا روی آوردند. سیستم پولی بین‌المللی از ثبات خارج شده و در نهایت به واسطه این تغییرات نامنظم از هم پاشیده شد. اما درسی که گرفته می‌شود این است که رقابت ارزهای ذخیره، نظم و انضباط بازار را که توسط سیاستگذاران تأمین می‌شود، افزایش داده است. هر چه بانک‌های مرکزی و سایر سرمایه‌گذاران بین‌المللی، انتخاب‌های بیشتری را داشته باشند، فشار بیشتری بر سیاستگذاران وجود خواهد داشت تا شرایط لازم برای تأمین اطمینان سرمایه‌گذاران را در بازار، فراهم نمایند.

پانوشته‌ها:

1- Barry Eichengreen, "Doller Dilemma", Foreign Affairs, Sep-Oct 2009, Vol 88, No. 5.

* رئیس گروه تحلیل بده ارزی، اداره مطالعات و سازمان‌های بین‌المللی، بانک مرکزی ج.ا.ا.

2- Federal home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac).

3- Federal National Mortgage Association (Fannie Mae).

4- Bank for International Settlement (BIS).

۵- مجموع برای همه ارزها ۲۰۰ درصد است زیرا دو ارز در هر معامله مشارکت دارد.

6- Gross Domestic Product (GDP).

7- Special Drawing Right (SDR).

8- Joseph Stiglitz معاوضه ارز

۹- رنمینبی (Renminbi) یا یوآن (Yuan) پول ملی کشور چین بجز مناطق هنگ کنگ و ماکائو می‌باشد.

10- Swap Agreement.

11- International Financial Corporation (IFC).

12- HSBC Holding.