

المستحدث والمتقدم في دنيا النقد العالمي

في دنيا النقد الدولي تصبح المفاهيم حديث الساعة وبعدها مرور
الكلام



جيفري فرانكل
Jeffrey A. Frankel

استبعاد الصين وغيرها من الدول النامية ودول الأسواق الصاعدة الرئيسية المجموعة غير مواكبة للزمن. فما الذي يمكن أن ينجزه وزراء المالية بمناقشة عملة ليست ممثلة على الطاولة؟

المستحدث: مجموعة العشرين أضافت ١٢ اقتصادا رئيسيا والاتحاد الأوروبي إلى مجموعة السبعة- هي: الأرجنتين، أستراليا، البرازيل، الصين، الهند، إندونيسيا، المكسيك، روسيا، العربية السعودية، جنوب أفريقيا، كوريا الجنوبية، تركيا. وقد حقق اجتماع لندن لمجموعة العشرين في إبريل ٢٠٠٩ بعض النجاح وبعض الفشل. وبغض النظر عن ذلك، كان الاجتماع نقطة تحول، حيث إن مجموعة العشرين أصبحت أكثر قدرة من مجموعة الثمانية على اتخاذ قرارات موضوعية- وأخيرا أعطيت الدول الصاعدة الرئيسية تمثيلا.

المتقدم: فرضية الخيارين النقيضين
المستحدث: نظم أسعار الصرف الوسيطة

المتقدم: فرضية الخيارين النقيضين تذهب إلى أن البلدان تتحرك، أو ينبغي أن تتحرك- نحو أحد خيارين في تحديد نظم سعر الصرف: إما يكون نظاما كامل المرونة أو التزامات مؤسسية جامدة بأسعار الصرف الثابتة في شكل مجلس عملة، دولار، أو اتحاد نقدي. وطبقا للفرضية فإن أي شيء بين أقصى طرفين لم يعد ممكنا.

في دنيا الاقتصاد النقدي الدولي تظل أسئلة الامتحان دون تغيير. ولكن الإجابات فقط هي التي تتغير من عقد إلى آخر. وهناك خمسة مفاهيم كانت في عداد المأثورات الشائعة منذ عهد قريب، وأرشفها الآن لقائمتي الجديدة التي تضم ما هو خارج التداول. كذلك توجد خمسة مفاهيم أخرى ربما كانت توصف بأنها خارج التداول منذ بضع سنوات، وأرشفها الآن لقائمتي الجديدة التي تضم الشائع المستحدث.

المتقدم: مجموعة السبعة
المستحدث: مجموعة العشرين

المتقدم: مجموعة السبعة - اجتمع قادة العالم، لأول مرة في فرنسا عام ١٩٧٥، للتصديق على تحرك فرضه الأمر الواقع إلى أسعار الصرف المعمومة، بعد وفاة عالم بريتون وودز. وتعاون وزراء المالية لمجموعة السبعة لإنزال الدولار من عنان السماء في عام ١٩٨٥ كما تعاونوا مرة أخرى عام ١٩٨٧ لإيقاف تدهور قيمة الدولار في اتفاقي بلازا والوفور على التوالي- وكانت مجموعة السبعة- كندا وفرنسا وألمانيا وإيطاليا واليابان والمملكة المتحدة والولايات المتحدة- أهم مجموعة موجهة للنظام المالي العالمي. لكن عضويتها أصبحت منطوية على مفارقة تاريخية فبإضافة روسيا إلى المجموعة أصبحت مجموعة الثمانية في ١٩٩٧، وهو ما كان أمرا قليل الشأن للغاية وجاء متأخرا جدا أيضا. وجعل

وجيهان. ومع ذلك، فقد بالغ السياسيون في تقدير أهميتهما. واستمرار المطالبة بأن تتوقف الصين عن التدخل في سوق الصرف الأجنبي للمحافظة على تثبيت الريمنمبي مقابل الدولار، قد تكون له آثار عكسية.

وفي عام ٢٠٠٧، تحركت الصين إلى مدى أبعد في الاتجاه الذي طالب به الغرباء: فهجرت الربط بالدولار- ووضعت بالفعل وزنا أكثر ثقلا على اليورو. ولكنها في ربيع عام ٢٠٠٨، طرحت جانبا سياسة عام ٢٠٠٧ وعادت إلى استهداف الدولار. ومن الواضح أن الانقلاب كان استجابة للمصدرين الصينيين الذين اشتكوا بأنهم قد فقدوا قدرتهم التنافسية في عام ٢٠٠٧ عندما ارتفعت قيمة اليورو مقابل الدولار. وكان التوقع بالنسبة لعام ٢٠٠٨، هو أن الانقلاب الذي حدث قد يساعد القدرة التنافسية للصادرات الصينية على حساب الولايات المتحدة. ولكن قيمة اليورو (وهو ما يدعو للدهشة) انخفضت مقابل الدولار في عام ٢٠٠٨. ولو كانت الصين قد احتفظت بسياسة عام ٢٠٠٧ بدلا من العودة مرة أخرى إلى الربط بالدولار، لكانت قيمة الريمنمبي أقل اليوم، وليست أعلى، ولكان المنتجون المستندون إلى الدولار يعانون من فقد قدر أكبر لتنافسيتهما.

«لقد حان الوقت للتخلي عن لغة التلاعب غير العادل بالعملة.»

ومع ذلك، فإن المسألة الأساسية، هي الأجل الأطول. إذ أن الولايات المتحدة تعتمد على الصين في تمويل عجزها. وعلى الرغم من أن العجز في الحساب الجاري للولايات المتحدة قد انخفض الآن إلى النصف، فإن الدين المحلي مازال يرتفع بشكل يندب بالخطر. وإذا ما أوقفت الصين والدول الآسيوية والدول المصدرة للسلع شراء سندات خزانة الولايات المتحدة، فإن النتيجة ستسفر عن انخفاض في قيمة الدولار مع زيادة حادة في أسعار الفائدة بالولايات المتحدة. وينبغي على المشرعين في الولايات المتحدة أن يلتزموا الحرص عندما يطلبون ذلك، لأنهم ربما يحصلون عليه.

المستحدث: الاحتياطات - إذا كان التدخل من أجل كبح ارتفاع قيمة العملة لم يعد يعتبر خطيئة، فهنا تصبح الاحتياطات فضيلة جديدة.

وقد ازداد عدد حالات العملات المعومة والموجهة بصورة مطردة منذ عام ١٩٧٣. وبالنسبة لكثير من الأسواق الصاعدة، فإن ازدياد المرونة في أسعار الصرف كان استجابة للأزمات النقدية فيما بين عام ١٩٩٤ وعام ٢٠٠١.

ومن الناحية النظرية، فإن البلدان التي تقوم بتعويم عملاتها، لا تحتاج إلى الاحتفاظ باحتياطات، ناهيك عن استخدامها. ومع ذلك فإن البلدان النامية وبلدان الأسواق الصاعدة استفادت من الازدهار فيما بين عام ٢٠٠٣ و عام ٢٠٠٧ لبناء احتياطاتها إلى ذرى لم يسمع عنها من قبل. وبدلا من الاختيار بين المرونة الأكبر لسعر الصرف والاحتياطات الأعلى اختارت الاثنين معا. وقدمت الاقتصادات الغربية بعض الحجج التي تبدو مقنعة التي توحى بأن كثيرا من البلدان تحتفظ باحتياطات تزيد كثيرا جدا عما تحتاجه (تبلغ الاحتياطات الآن تريليوني دولار في حالة الصين). وتبين هذه البلدان أن معظم هذه الاحتياطات تم الاحتفاظ بها في شكل سندات الخزانة للولايات المتحدة ذات العوائد المنخفضة (Summers, 2006; Jeanne, 2007).

وربما كانت دول الأسواق الصاعدة تعرف شؤونها أفضل من الاقتصاديين. فقد وفرت احتياطات النقد الأجنبي تأمينا ذاتيا في أثناء أزمة السيولة العالمية. وتمكنت هذه البلدان التي بنت هذه الاحتياطات الوقائية من تجنب إجراء تخفيضات ضخمة في قيمة عملاتها في أثناء «ذعر عام ٢٠٠٨» (Obstfeld, Shambaugh, and Taylor, 2009).

وقد نشأت فرضية الخيارين النقيضين (Eichengreen, 1994) في سياق أزمة الآلية الأوروبية لسعر الصرف في ١٩٩٢-١٩٩٣. وقد سمحت الآلية لأسعار صرف العملات الأوروبية بالتذبذب في نطاق ضيق. إلا أنه، تحت الضغوط، اضطرت إيطاليا والمملكة المتحدة وغيرهما لتخفيض عمليتها أو الخروج من الآلية- ولم تتمكن فرنسا من البقاء في الآلية إلا بتوسيع نطاق التقلب فقط. وقد أوحى الأزمة لكثيرين بأنه ليس هناك حل وسط بين التعويم والتثبيت (وهو حكم يبدو أن ولادته تمت عندما ثبت نجاح الفكرة من النطاقات الواسعة إلى الاتحاد النقدي الكامل في ١٩٩٨-١٩٩٩). وبعد أزمات شرق آسيا في الفترة (٩٧-١٩٩٨) تم تطبيق الفرضية على الأسواق الصاعدة أيضا. وفي محاولات وجهود لإصلاح البنيان المالي لتقليل تكرار وقسوة الأزمات مستقبلا لأدنى حد، أصبح مقترح «التثبيت أو التقويم» سريعا حكمة عرفية (obstfeld and Rogoff, 1995; Summers, 1999; Meltzer, 2000).

ومصدر الإزعاج يكمن في أن هذا المقترح لم يجر عرضه بشكل سليم، سواء نظريا أو عمليا. ووسم الانهيار الذي حدث في عام ٢٠٠٠ لحظة الأرجنتين بشأن قابلية العملة للتحويل، الذي ربط البيزو بالدولار بصورة صارمة، بداية النهاية. واليوم، من الواضح أن معظم البلدان مستمرة في شغل المساحة الممتدة بين التعويم والربط المؤسسي الجامد بعملة أخرى، وليس من غير الشائع أن تسمع أن النظم الوسيطة تعتبر اختيارا سيئا بصفة عامة.

المتقادم: نظم أسعار الصرف الوسيطة - إذا ما أصبحت فرضية الخيارين النقيضين «متقدمة»، تصبح النظم الوسيطة عندئذ هي «المتداولة». وتتضمن النظم الوسيطة: مناطق مستهدفة (نطاقات)، أسعار الصرف المتحركة، الربط بسلة عملات، والربط القابل للتصحيح، ومختلف عمليات المزج فيما بينها. ويصنف صندوق النقد الدولي أكثر من نصف أعضائه بأنهم يتبعون نظما تقع في مكان ما بين التعويم الحر والربط الجامد. ومحاولات الاقتصاديين لتصنيف النظم التي تتبعها الدول فعلا (مثل Frankel and Wei, 2008)، أحيانا على النقيض مما تدعى اتباعه، عادة ما تجد نسبة أعلى تتبع نظما وسيطة.

٣ المتقادم: «التلاعب بالعملة» المستحدث: الاحتياطات

المتقادم: «التلاعب بالعملة» في عام ٢٠٠٧ كان المفترض أن تعطى إلى صندوق النقد الدولي مسئولية الإشراف على أسعار صرف الدول الأعضاء، والتي كانت الولايات المتحدة تعتقد أنه كان يعنى إبلاغ الصين أن قيمة عملتها أقل مما ينبغي أن تكون عليه. وقد حظيت عبارة «التلاعب غير العادل بالعملة» بمكانة رسمية في قانون الولايات المتحدة لمدة ٢٠ عاما وفي مواد اتفاقية إنشاء صندوق النقد الدولي لمدة أطول، على الرغم من طبيعتها الحمائية. ومن الناحية العملية، فإن الإنذار المفترض لدول الفائض لإعادة تقويم عملاتها ورفع قيمتها إلى أعلى، لم يتم تنفيذه في معظم الأحوال - على النقيض من الضغوط على بلدان العجز لتخفيض قيمة عملاتها. وقد يقول البعض إن الوقت قد حان لتصحيح عدم التماثل (Goldstein & Lardy, 2009). ووجهة نظري هي أن الوقت قد حان لإدراك حقيقتين: أولا؛ أن من المستحيل في الأوضاع الطبيعية بتحديد موثوق به للقيمة الصحيحة لعملة ما - والأكبر من ذلك تحديد «القيمة العادلة» لها - وثانيا؛ إن الدائنين كانوا، وسيكونون على الدوام، في مركز أقوى من مركز المدينين. وقد حان الوقت للتخلي عن لغة التلاعب غير العادل بالعملة.

وقد حاج مشرعو الولايات المتحدة بأن الريمنمبي الصيني أقل من قيمته، وأن زيادة المرونة في نظام العملة الصينية قد يكون مقيدا. وهذا افتراضان

المتقدم: استهداف التضخم (تعريف ضيق)

المستحدث: محاربة فقاعات الأصول

المستحدث: كانت السنوات العشر الماضية هي عقد استهداف التضخم (Stevenson 1995, Bernanke & others, 1999) ووفقا للتعريف الضيق، فإن استهداف التضخم يلزم البنوك المركزية بأهداف سنوية للتضخم، يتم قياسها بشكل ثابت من خلال مؤشر أسعار المستهلكين، ويتم الحكم عليها على أساس قدرتها على بلوغ هذه الأهداف. والاستهداف المرن للتضخم يسمح للبنوك المركزية باستهداف كل من الناتج والتضخم، كما هو منصوص عليه في قاعدة تايلور الشهيرة. ويقول أصحاب العقيدة الأرثوذكسية إن البنوك المركزية ينبغي أساسا ألا توجه اهتماما لأسعار الأصول، وأسعار الصرف، أو أسعار التصدير، إلا بالقدر الذي تمثل فيه نذيرا للتضخم. وإنني اعتقد استهداف التضخم - على الأقل وفقا للتعريف الضيق - قد شهد فعلا أفضل أيامه.

أولا؛ إن الإنذار بعدم توجيه اهتمام إلى سعر الصرف ربما يكون إنذارا بأنه ربما لا يكون سوى عدد لا يزيد عن اثني عشر من الملتزمين بالتعويم - إذا ما كان هناك أحد منهم - يستطيعون تنفيذ ذلك. ومعظم البلدان التي تقول إنها ستقوم بالتعويم لا تفعل ذلك. وبدلا من ذلك عادة ينتابها «خوف من التعويم» والشعور بالحاجة إلى التدخل لتخفيف التذبذبات في الطلب على عملاتها (Calvin and Reinhart, 2002).

ثانيا؛ والأمر الأكثر أهمية للاقتصادات المتقدمة الكبرى، هو قضية أسعار الأصول. فمنذ عقد مضي، كان معظم الاقتصاديين النقديين يتفقون مع مذهب رئيس مجلس الإدارة السابق للاحتياطي الفيدرالي ألان غرينسبان بأنه لا أمل في محاولة تحديد وتفجير فقاعات المضاربة في أسواق الأوراق المالية وأسواق العقارات وهي تضي في طريق التقدم - وأن تخفيض أسعار الفائدة بعد حدوث الانهيار كاف لحماية الاقتصاد. إلا أن الخبرات الأخيرة قد غيرت الأفكار.

«خلقت سياسة التقدم لإنقاذ الأسواق بعد وقوع الانهيار مشكلة الخطر المعنوي الذي فاقم الفقاعات.»

ثالثا؛ إن اختيار مؤشر أسعار المستهلكين ليكون مؤشرا لأسعار الفائدة يمثل تهديدا لا داعي له لاستقرار الحسابات الدولية للبلدان التي تكون الصدمات التجارية فيها كبيرة. وقد يكون استخدام رقم قياسي بديل للأسعار مثل الرقم القياسي لأسعار المنتج، أو الرقم القياسي لأسعار التصدير، أكثر ملاءمة لتخفيف التذبذبات في معدلات التبادل التجاري (Frankel, 2005).

المستحدث: محاربة فقاعات الأصول - على مدى ٣٠ عاما، كان يعتقد أن التوسع النقدي مرادف لخروج التضخم عن نطاق السيطرة، مما يقتضي الانكماش النقدي في نهاية الأمر، وعادة، ركودا، للعودة إلى استقرار الأسعار. وهذا الوصف كان ملائما لحالات الركود التي حدثت في أعوام ١٩٧٤ و ١٩٨٠ والفترة ١٩٨٢-٨١، و ١٩٩١-٩٠. إلا أن القرن العشرين مفعم بأمثلة لحالات الازدهار الكبرى للأصول التي انتهت إلى انهيارات مدمرة. حيث كانت السياسة النقدية، باسترجاع الماضي، متساهلة بأكثر مما ينبغي في أثناء مرحلة الازدهار ومع

ذلك لم يظهر التضخم في أي مرحلة. ويتفق تماما مع هذا النمط الازدهار العقاري في فلوريدا في العشرينيات من القرن الماضي وازدهار سوق الأوراق المالية في نيويورك الذي تلاه الانهيار الكساد الكبير عظيم في عام ١٩٢٩، و فقاعات الأوراق المالية والعقارات في الفترة ٨٦-١٩٨٩ في اليابان؛ التي تلاها عقد كامل من الركود التضخمي، وفورة ازدهار ثم كساد آسيا في سنوات التسعينيات من القرن الماضي، وتجربة الولايات المتحدة في العقد الماضي. (أشارت دراسة Borio في عام ٢٠٠٥ إلى هذا الخروج قبل وقوع الأزمة المالية الحالية في عام ٢٠٠٧) ويمكن الرد على مذهب غرينسبان بأربع نقاط. أولا، أن تحديد الفقاعات ليس أصعب من تحديد الضغوط التضخمية قبل وقتها بنحو ١٨ شهرا. وثانيا، أن السلطات النقدية لديها بالفعل أدوات لتفجير فقاعات المضاربة. وثالثا، أن سياسة التقدم لإنقاذ الأسواق بعد حدوث الانهيار خلقت مشكلة خطر معنوي فاقمت الفقاعات. رابعا، أن التكلفة من ناحية الناتج المفقود يمكن أن تكون هائلة الحجم، حتى مع قيام البنك المركزي بالتساهل بإقدام، كما أدركنا مؤخرا.

المتقدم: ميزة باهظة للدولار

المستحدث: أصول الاحتياطيات الدولية المتعددة

المتقدم: ميزة باهظة للدولار - هل يمكن استدامة عجز الحساب الجاري للولايات المتحدة بدون إجراء تخفيض كبيرة في قيمة الدولار؟ وهل ستستمر الولايات المتحدة في التمتع بالميزة الفريدة لقدرتها على اقتراض مبالغ غير محدودة لعملتها فعلا؟ وإذا كان ذلك كذلك، فهل تستحق هذه الميزة أن تسمى «باهظة» - أو ما يعنى أن المنفعة ترجع فقط إلى خصائص مثل الحجم والتاريخ بدرجة وليس إلى السلوك الفاضل مثل انضباط الموازنة، واستقرار الأسعار، وثبات سعر الصرف؟ منذ عام ١٩٨٠، جمعت الولايات المتحدة ١٠ تريليون دولار في شكل ديون. وفيما بين يناير ١٩٧٣، ومايو ٢٠٠٩ انخفضت قيمة الدولار بنسبة ٣٠٪ مقابل الرقم القياسي للعملة الرئيسية لبنك الاحتياطي الفيدرالي. ولا يبدو من المحتمل أن يكون انضباط سياسة الاقتصاد الكلي هو الذي مكّن الولايات من الاحتفاظ بميزتها.

ويحاج البعض بأن الولايات المتحدة تحافظ على هذه الميزة حتى تتحمل التزامات بالدولار من خلال ميزتها النسبية في تقديم أصول عالية الجودة لبقية العالم. (Callabro, Farhi, and Gourinchas, 2008; Forbes, 2008; Gourinchas & Rey 2007; Ju & wei 2008; and Mendoza, Quadrini, & Rios- Rull 2007).

وفي ظل هذا التفسير، يكون السبب الأساسي في حالات عدم توازن الحساب الجاري هو التخمة التي حدثت في المدخرات في آسيا وغيرها من البلدان التي تبحث عن استثمارات جيدة. وقد يقوض هذا الاستدلال انخفاض نوعية الأصول الأمريكية التي اتضح فجأة في عام ٢٠٠٧، وضباب مصداقية المؤسسات المالية للولايات المتحدة في الأزمة التي تلت ذلك.

وعلى الرغم من انطفاء بريق المقولات الأكثر طرافة حول النوعية المرتفعة الفريدة للأصول الخاصة في الولايات المتحدة، فإن الفكرة الأساسية عن الميزة الباهظة الأمريكية مازالت حية؛ فالدولار هو عملة الاحتياطي العالمي بسبب حجم الولايات المتحدة وتاريخها. وعندئذ يصبح السؤال هو ما إذا كان الدور الفريد للدولار خالدا، أو أن هذا السجل الطويل بما يكفي من حالات العجز وتخفيض قيمة العملة قد يحث المستثمرين على التحول لوجهة أخرى؟ (راجع «مستقبل عملات الاحتياطي» في هذا العدد).

سبب انهيارا في النظام. وليس هناك أي سبب يدعو إلى توقع نتيجة مختلفة في المرة الحالية. ولا تستطيع الولايات المتحدة بالضرورة لاعتماد على دعم من الحكومات الأجنبية الدائنة.

«أول مرة تنال الأزمة من مصداقية الأسواق المالية في الولايات المتحدة باعتبارها غير محدودة وعميقة وسائله وجديرة بالثقة.»

إن التغييرات في عملات الاحتياطي تحدث ببطء ولكنها تصل في نهاية الأمر إلى نقطة الانقلاب. وخير سابقة في هذا الأمر هي الجنيه الإسترليني البريطاني، الذي تغلب عليه الدولار في الفترة ما بين ١٩٣١ و ١٩٤٥. وقد توصلت مع مينزي تشين (٢٠٠٨) إلى أن نقطة انقلاب مشابهة يمكن الوصول إليها بين الدولار واليورو. مع تفوق الدولار في عام ٢٠٢٢. على أن هذه المحاكاة بين العملاتين ينبغي ألا تؤخذ على علاتها حرفيا. والأمر الأكثر احتمالا هو أن يكون النظام الذي يخلف فترة سيطرة عملة الدولار الوحيدة القطب، هو نظام عملات الاحتياطي المتعددة. وفي هذا العام، بدأت أصول دولية أخرى في عمليات الاستحواذ على احتياطات البنوك المركزية أيضا إلى جانب اليورو. وكان أولها حقوق السحب الخاصة التي ولدت في نهاية الستينيات في القرن الماضي كعلاج تم وصفه في

المستحدث: أصول الاحتياطات الدولية المتعددة - هل يوجد منافسون يوثق بهم للدولار على مركز العملة الوحيدة الرئيسية في الاحتياطات الدولية؟ إن ثقل عملتي التحدي المزعومتين في السبعينيات والثمانينيات في القرن الماضي وهما الين الياباني والمارك الألماني، قليل. بيد أن، اليورو بديل معقول. وهناك أيضا بعض أصول الاحتياطي الجديدة أو التي أعيد إحياؤها - بما في ذلك حقوق السحب الخاصة لصندوق النقد الدولي. والاحتمال الأكبر هو استخدام نظام له أصول دولية متعددة للاحتياطي، بدلا من نظام لا يعتمد إلا على الدولار بدرجة مهيمنة.

ما الذي يحدد وضع عملة الاحتياطي؟ الحجم الاقتصادي، عمق الأسواق المالية، معدل العائد، والكسل التاريخي. وأراضى اليورو في نفس حجم الولايات المتحدة تقريبا. ولأول مرة تنال الأزمة من مصداقية أسواق المال بالولايات المتحدة باعتبارها أسواقا غير محدودة وعميقة وسائله وجديرة بالثقة. وفضلا عن ذلك فإن الدولار قد أظهر ضعف قدرته في المحافظة على قيمته بمرور الوقت، سواء كان القياس بمستوى أو بتذبذب سعر الصرف.

نعم، إن العصر الحالي يشبه وضع نظام بريتون وودز في ستينيات القرن الماضي، عندما كانت البنوك المركزية الأجنبية تشتري الدولارات الفائضة لتمنع ارتفاع قيمة عملاتها. ولكننا الآن أقرب إلى النهاية من البداية. والأحوال تشبه أحوال عام ١٩٧١، عندما أدت السياسات النقدية والمالية التوسعية للولايات المتحدة إلى هبوط الميزان التجاري وميزان المدفوعات الشامل أيضا- مما

 COLUMBIA | SIPA
School of International and Public Affairs

PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Columbia University's School of International and Public Affairs' Program in Economic Policy Management offers an intensive 14-month program leading to a Master of Public Administration. The program provides rigorous graduate training in micro- and macroeconomics, management, finance and development policy, with a strong emphasis on the policy issues faced by developing countries. The program concludes with a three-month

internship at the World Bank, International Monetary Fund or other public or private sector institutions.

Students may also pursue a focus in International Energy Management and Policy, administered in cooperation with SIPA's Center for Energy, Marine Transportation and Public Policy, to prepare for work in the businesses, markets

and governance structures involved in producing, transporting and marketing energy products.

The program also features a tailored lecture and workshop series, ranging from effective inflation targeting to understanding financial crises.

The program begins annually in early July. Applications are due the preceding January.

pepm@columbia.edu | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | www.sipa.columbia.edu/academics/degree_programs/pepm

To learn more about SIPA, please visit:

www.sipa.columbia.edu

القيام ببيعها تدريجياً، عاد المعدن الأصفر ليصبح أيضاً مودة ورد أن في هذا العام زاد بنك الشعب الصيني من حيازاته الذهبية زيادة حادة، كأحد البدائل لحيازة الدولار غير المحدودة.

ثالثاً: حقق الين بلوغه وضع الملاذ الآمن مؤخرًا.

تم هناك الريميني. وعلى الرغم من الأمر سيتطلب قدراً كبيراً من التطور، وانفتاح أسواق المال بالصين، فإن الريميني يمكن أن يصبح عملة دولية في خلال عشر سنوات وربما إحدى أهم العملات في خلال ٣٠ سنة. ولكن ذلك لا بد أن يكون جزءاً من نظام عملات الاحتياطي المتعددة - وهو نظام لا بد أن يضم أيضاً الدولار واليورو والين والجنيه الإسترليني، والفرنك السويسري، وحقوق السحب الخاصة وربما الذهب أيضاً.

ونظام عملات الاحتياطي المتعددة يفتقر إلى الكفاءة، مثلما يفتقر إليها اقتصاد المقايضة، إلا أن وجود عملات منافسة يوفر لبقية العالم حماية ضد القائد الذي يستغل مركزه عن طريق اقتراض مبالغ كبيرة جداً من الديون ثم يقوم بتضخمها أو خفض قيمتها. ■

جيفري فرانكل يعمل أستاذاً للكرسي هاريل بجامعة هارفارد.

وقت متأخر لمرضى بريتون وودز الذي طفتت حالة تتدهور. وتم إصدار حقوق السحب الخاصة في أوائل السبعينيات، ورست مطالبتها مكانتها كأحد أصول الاحتياطات الدولية. ولكن كمياتها كانت أقل كثيراً عما يكفي لإثبات أهميتها. وبحلول التسعينيات، اختفت وحدة السحب الخاصة من النظام النقدي العالمي (Eichengreen and Frankel, 1996).

وحققت حقوق السحب الخاصة عودة مذهلة من الموت في اجتماع مجموعة العشرين في إبريل، عندما قرر القادة ليس فقط زيادة حجم النقد الدولي إلى ثلاثة أمثاله بل أيضاً إصدار دفعة جديدة لأول مرة بعد زمن طويل. واقترحت الصين بعد ذلك إحلال حقوق السحب الخاصة محل الدولار كعملة دولية. وبدون استخدام إحدى المناطق الرئيسية أو البلدان الرئيسية لحقوق السحب الخاصة كعملة محلية، فلن تكون أمامها فرصة للتنافس مع اليورو أو الين، ناهيك عن الدولار. ورغم كل ذلك، يبدو محتملاً أن تنضم حقوق السحب الخاصة إلى قائمة الأصول الجادة البديلة في نظام عملات الاحتياطي المتعددة، خاصة إذا ما قرر صندوق النقد الدولي اعتماد المقترحات الخاصة بشأن «حساب الإحلال» التي تسمح للأعضاء بإجراء عمليات مقايضة الدولارات غير المرغوب فيها بحقوق السحب الخاصة.

ثانياً، فإنه عقود من اعتبار الحكمة التقليدية للاحتفاظ بأكوام من سبائك الذهب التي علاها الغيار، أمراً عفا عليه الزمان، ويجب على البنوك المركزية

المراجع:

Goldstein, Morris, and Nicholas Lardy, 2009, *The Future of China's Exchange Rate Policy* (Washington: Peterson Institute for International Economics).

Gourinchas, Pierre-Olivier, and Hélène Rey, 2007, "From World Banker to World Venture Capitalist: U.S. External Adjustment and the Exorbitant Privilege," in *G7 Current Account Imbalances*, ed. by R. Clarida, (Chicago: University of Chicago Press), pp. 11-66.

Jeanne, Olivier, 2007, "International Reserves in Emerging Market Countries: Too Much of a Good Thing?" *Brookings Papers on Economic Activity*: 1, Brookings Institution, pp. 1-55.

Ju, Jiandong, and Shang-Jin Wei, 2008, "When Is Quality of Financial System a Source of Comparative Advantage?" *NBER Working Paper 13984* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau for Economic Research).

Meltzer, Allan, 2000, *Report of the International Financial Institution Advisory Commission, Submitted to the U.S. Congress, March*.

Mendoza, E., V. Quadrini, and J. Rios-Rull, 2007, "Financial Integration, Financial Deepness and Global Imbalances," *NBER Working Paper 12909* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau for Economic Research).

Obstfeld, Maurice, and Kenneth Rogoff, 1995, "The Mirage of Fixed Exchange Rates," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9, No. 4, pp. 73-96.

Obstfeld, M., J. Shambaugh, and A. Taylor, 2009, "Financial Instability, Reserves, and Central Bank Swap Lines in the Panic of 2008," *American Economic Review*, Vol. 99, No. 2, pp. 480-86.

Summers, Lawrence, 1999, *Testimony before the Senate Foreign Relations Subcommittee on International Economic Policy and Export/Trade Promotion, January*.

———, 2006, "Reflections on Global Account Imbalances and Emerging Markets Reserve Accumulation," *L.K. Jha Memorial Lecture, Reserve Bank of India, March 24*.

Svensson, Lars, 1995, "The Swedish Experience of an Inflation Target," in *Inflation Targets*, ed. by L. Liederman and L. Svensson (London: Centre for Economic Policy Research).

Bernanke, B., T. Laubach, F. Mishkin, and A. Posen, 1999, *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience* (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).

Borio, Claudio, 2005, "Monetary and Financial Stability: So Close and Yet So Far?" *National Institute Economic Review*, Vol. 192, No. 1, pp. 84-101.

Caballero, R., E. Farhi, and P. Gourinchas, 2008, "An Equilibrium Model of 'Global Imbalances' and Low Interest Rates," *American Economic Review*, Vol. 98, No. 1, pp. 358-93.

Calvo, Guillermo, and Carmen Reinhart, 2002, "Fear of Floating," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, No. 2, pp. 379-408.

Chinn, Menzie, 2005, "Getting Serious About the Twin Deficits," *Council Special Report No. 10* (New York: Council on Foreign Relations).

———, and Jeffrey Frankel, 2008, "Why the Euro Will Rival the Dollar," *International Finance*, Vol. 11, No. 1, pp. 49-73.

Eichengreen, Barry, 1994, *International Monetary Arrangements for the 21st Century* (Washington: Brookings Institution).

———, and Jeffrey Frankel, 1996, "The SDR, Reserve Currencies, and the Future of the International Monetary System," in *The Future of the SDR in Light of Changes in the International Financial System*, ed. by M. Mussa, J. Boughton, and P. Isard (Washington: International Monetary Fund).

Forbes, Kristin, 2008, "Why Do Foreigners Invest in the United States?" *NBER Working Paper 13908* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau for Economic Research).

Frankel, Jeffrey, 2005, "Peg the Export Price Index: A Proposed Monetary Regime for Small Countries," *Journal of Policy Modeling*, Vol. 27, No. 4, pp. 495-508.

———, and Shang-Jin Wei, 2008, "Estimation of De Facto Exchange Rate Regimes: Synthesis of The Techniques for Inferring Flexibility and Basket Weights," *IMF Staff Papers*, Vol. 55, pp. 384-416.