



# الدولار يهيمن بالديون

إسوار براساد

ترتيبات العملة  
الدولية أصبحت  
محل فحص دقيق  
في أعقاب الأزمة  
المالية العالمية

وعلاوة على ذلك، فحقيقة أن بلدا غنيا مثل الولايات المتحدة يُعتبر مستوردا صافيا لرأس المال من بلدان منخفضة الدخل مثل الصين أصبح ينظر إليه كمثال رئيسي على اختلالات الحساب الجاري العالمي. فهذه التدفقات المتزايدة من رأس المال — خلافا لتنبؤات النماذج الاقتصادية المعيارية من أنه ينبغي أن يتدفق رأس المال من البلدان الأغنى إلى البلدان الأكثر فقرا — أدت إلى دعوات لإعادة هيكلة نظام المالية العالمي وإعادة النظر في أدوار عملات الاحتياطي المختلفة وأهميتها النسبية. وقد أدت الأزمة المالية العالمية التي وقعت في الفترة ٢٠٠٨-٢٠٠٩، والتي لا تزال تبعاتها تتردد في أرجاء الاقتصاد العالمي، إلى تصاعد التكهّنات بشأن الزوال القريب، إن لم يكن الوشيك، للدولار كعملة العالم الأولى.

الدولار عملة الاحتياطي العالمية الأولى في معظم فترات القرن الماضي. وقد عزز مكانته كعملة الاحتياطي العالمي المهيمنة تصور المستثمرين الدوليين، بمن فيهم البنوك المركزية الأجنبية، بأن الأسواق المالية الأمريكية ملاذ آمن. وذلك التصور قد أدى ظاهريا إلى دفع جزء كبير من التدفقات الرأسمالية الأمريكية، والتي ارتفعت بصورة حادة على مدى العقدين الماضيين. ويعتقد الكثيرون أن هيمنة الدولار هذه قد سمحت للولايات المتحدة الأمريكية بأن تعيش ببذخ يفوق دخلها، وتسجل عجزا كبيرا في الحساب الجاري يموله الاقتراض من بقية العالم بأسعار فائدة زهيدة. وقد أعربت بعض البلدان الأخرى عن ضيقها من هذا «الامتياز الزائد» الذي تتمتع به الولايات المتحدة.

ظل

بنية خصومها الخارجية من الدين إلى أشكال أكثر أمانا واستقرارا من التدفقات الرأسمالية الداخلة، مثل الاستثمار الأجنبي المباشر. ولكن حتى مع تراجع قابلية تأثرها بأزمات العملات، تواجه هذه الاقتصادات أخطارا جديدة من تزايد التدفقات الرأسمالية الداخلية، بما في ذلك ارتفاع معدل التضخم ودورات الانتعاش والكساد في أسواق الأصول.

وقد أدت الأزمة المالية العالمية إلى زعزعة الآراء التقليدية بشأن مقدار الاحتياطات التي يتعين أن يحتفظ بها اقتصاد لحماية نفسه من الأثار الانتشارية للأزمات العالمية. وحتى البلدان التي لديها احتياطات كبيرة وجدت أن احتياطاتها تقلصت بسرعة على مدى فترة زمنية قصيرة أثناء الأزمة مع سعيها لحماية عملاتها من الانهيار. وفقد ١٣ اقتصادا، قمت بدراستها، ما بين ربع وثلث مخزونها من الاحتياطي على مدى نحو ثمانية أشهر خلال أسوأ فترات الأزمة.

وأدت زيادة الانفتاح المالي والانكشاف لتقلب التدفقات الرأسمالية إلى زيادة طلب الهيئات الرسمية على أصول مالية آمنة — أي

وهناك بالفعل مؤشرات على أن مكانة الدولار ينبغي أن تكون في خطر. فالولايات المتحدة تواجه مستوى مرتفعا ومتصاعدا من الدين العام، حيث ارتفع الدين العام (الحكومي الفيدرالي) إلى ١٦,٨ تريليون دولار أمريكي (راجع الرسم البياني ١)، أي ما يعادل تقريبا ناتج البلد

## بوجه عام، زاد الأجانب بصورة حادة حيازاتهم من الأصول المالية الأمريكية.

السنوي من السلع والخدمات. وأدى الاستخدام الجريء للسياسات النقدية غير التقليدية من جانب الاحتياطي الفيدرالي، البنك المركزي الأمريكي، إلى زيادة المعروض من الدولار وخلق مخاطر في النظام المالي. وعلاوة على ذلك، أدى جمود الموقف السياسي إلى جعل صنع السياسة الأمريكية غير منتج لأثره، وفي بعض الحالات، يؤدي إلى نتائج عكسية في دفع التعافي الاقتصادي. وهناك أيضا مخاوف كبيرة أيضا من أن يكون تشديد المالية العامة مؤخرا قد حد من قدرة الحكومة على تنفيذ الإنفاق على بنود مهمة لنمو الإنتاجية على المدى الطويل، مثل التعليم والبنية التحتية.

وكان يفترض أن تؤدي هذه العوامل كلها إلى بدء التراجع الاقتصادي في الولايات المتحدة والتعجيل بتناقص أهمية الدولار. إلا أن الحقيقة مختلفة تماما. فهيمنة الدولار كعملة احتياطي عالمية لم تكد تتأثر بالأزمة المالية العالمية. ولم يقتصر الأمر على أن حصة الدولار في احتياطات العملات الأجنبية العالمية لم تتغير إلا بصورة طفيفة في العقد السابق على الأزمة، بل ظل ثابتا عند مستوى ٦٢٪ تقريبا منذ بداية الأزمة (راجع الرسم البياني ٢). وبوجه عام، زاد الأجانب بصورة حادة حيازاتهم من الأصول المالية الأمريكية. فيحتفظ المستثمرون الأجانب حاليا بنحو ٥,٦ تريليون دولار أمريكي في صورة سندات حكومية أمريكية (راجع الرسم البياني ٣)، مقابل واحد تريليون دولار أمريكي في عام ٢٠٠٠. وفي الحقيقة، قام المستثمرون الأجانب، أثناء الأزمة المالية الأخيرة (منذ نهاية عام ٢٠٠٦) وبعدها، بشراء سندات من الخزانة الأمريكية بقيمة ٣,٥ تريليون دولار أمريكي. وحتى مع استمرار ارتفاع مخزون الدين الفيدرالي الأمريكي، ظل المستثمرون الأجانب يزيدون باطراد حصتهم من جزء من ذلك الدين «بحوزة جهات خاصة» (لا تحوزه أجزاء أخرى من الحكومة الأمريكية أو الاحتياطي الفيدرالي). وتبلغ تلك الحصة حاليا مستوى ٥٦٪. ومعنى ذلك أنه من بعض الوجوه تعزز دور الدولار كعملة الاحتياطي المهيمنة منذ وقوع الأزمة. وكيف حدث ذلك بالتحدي لكل منطق؟ وهل هذا الوضع قابل للاستمرار؟

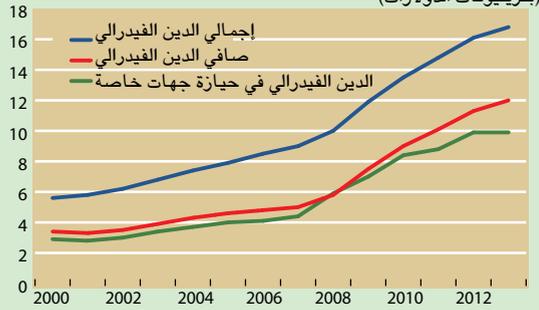
## الهروب إلى الأمان

أحد التغيرات المدهشة التي شهدتها الاقتصاد العالمي على مدى العقد ونصف العقد الماضي تزايد أهمية اقتصادات الأسواق الصاعدة. وقد شكلت هذه الاقتصادات، بقيادة الصين والهند، جزءا كبيرا من نمو إجمالي الناتج المحلي العالمي على مدى هذه الفترة. ومن المثير للاهتمام، أن الأزمة لم تردع هذه الاقتصادات عن السماح بقدر أكبر من حرية حركة رأس المال التمولي عبر حدودها. وفي حين قد يبدو ذلك محفوفا بالمخاطر، فقد تمكنت الأسواق الصاعدة من تعديل

الرسم البياني ١

### تضخم الدين

يبلغ إجمالي الدين العام في الولايات المتحدة الأمريكية نحو ١٦,٨ تريليون دولار أمريكي، أي ما يعادل تقريبا إجمالي الناتج المحلي السنوي للبلد. (بتريليونات الدولارات)

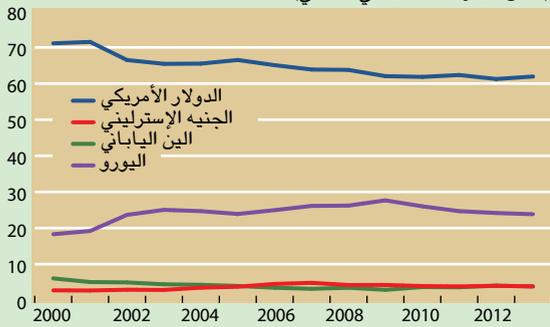


المصدر: نشرة الخزانة الأمريكية (U.S. Treasury Bulletin)، ديسمبر ٢٠١٣، الجداول OFS-1 وOFS-2 وFD-1  
ملاحظة: يتضمن الدين العام الدين داخل الحكومة، بما في ذلك الدين في حيازة الصناديق الاستثمارية للضمان الاجتماعي. ويشمل صافي الدين حيازات الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي من سندات الخزانة الأمريكية. وتغطي بيانات عام ٢٠١٣ الفترة حتى يونيو.

الرسم البياني ٢

### تماسك الدولار

لم تتراجع هيمنة الدولار كعملة الاحتياطي العالمية إلا بصورة محدودة في العقد الماضي. (٪ من حيازات الاحتياطي العالمي)



المصدر: صندوق النقد الدولي، قاعدة بيانات تكوين العملات في احتياطات النقد الأجنبي الرسمية. ملاحظة: لا يعرض الرسم البياني إلا عملات الاحتياطي الرئيسية الأربع.

وتزيد من هذا الطلب الإصلاحات التنظيمية التي تلزم المؤسسات المالية بالاحتفاظ بأصول آمنة وسائلة، كمصداق واقية من أي صدمات مالية معاكسة. وعلاوة على ذلك، ففي أوقات الاضطراب المالي العالمي، يسعى المستثمرون من القطاع الخاص على مستوى العالم أيضا سعيا حثيثا إلى الحصول على تلك الأصول.

وقد أدى ذلك إلى حالة من الاختلال، إذ تراجع المعروض من الأصول الآمنة، حتى مع تزايد الطلب عليها. ووجهت الأزمة ضربة لمفهوم أن السندات الصادرة عن القطاع الخاص، حتى التي تصدرها شركات ومؤسسات مالية شديدة الرسوخ، يمكن أن تعتبر أصولا آمنة. وفي الوقت نفسه، تبدو السندات الحكومية لعدد كبير من الاقتصادات الكبرى — مثل السندات في منطقة اليورو واليابان والمملكة المتحدة — أكثر اهتزازا في أعقاب الأزمة مع محاولة تلك الاقتصادات التصدي لمسألة ضعف النمو والارتفاع الحاد في أعباء الديون. وهكذا قامت الحكومة الأمريكية، بما لديها من أسواق مالية عميقة وبرغم ارتفاع دينها العام، بتعزيز وضعها باعتبارها المصدر العالمي الأول للأصول الآمنة.

## مفارقات

هل من المنطقي أن تقوم بلدان أخرى بشراء المزيد والمزيد من الدين العام الأمريكي واعتباره آمنا عندما يتضخم ذلك الدين بسرعة ويمكن أن يهدد ملاءة المالية العامة الأمريكية؟ ومع ارتفاع نسبة الملكية الأجنبية يكون من المغري للولايات المتحدة أن تخفض التزامات الدين عليها ببساطة بطبع مزيد من الدولارات، وهو ما من شأنه أن يخفض القيمة الحقيقية لذلك الدين (أي بعد التضخم) — وعدم الوفاء ضمنا بجزء من التزاماتها تجاه هؤلاء المستثمرين الأجانب. وبالطبع، فإن ذلك الإجراء، وإن كان مغريا، غير جذاب في نهاية المطاف، لأنه إن نفذ سيؤدي التضخم ويؤثر على المستثمرين الأمريكيين والاقتصاد الأمريكي أيضا.

وفي الحقيقة، يوجد توازن سياسي محلي دقيق يجعل من المنطقي للمستثمرين الأجانب الاحتفاظ بإيمانهم بأن الولايات المتحدة لن تضخم من قيمة حيازاتها من دين الخزنة. ودخل الولايات المتحدة، يشمل حائزو الدين الأمريكي المتقاعدين وصناديق المعاشات التقاعدية والمؤسسات المالية وشركات التأمين. وتشكل هذه الفئات كتلة انتخابية سياسية قوية ستفرض تكلفة سياسية هائلة على الحكومة الحالية إذا ارتفع معدل التضخم بصورة حادة. وهذا يعطي بعض الطمأنينة للمستثمرين الأجانب بأن قيمة استثماراتهم الأمريكية ستكون في أمان.

ومع ذلك، تشعر بلدان الأسواق الصاعدة بالإحباط حيث لا تجد غير الأصول الدولارية لتضع فيها معظم احتياطياتها، وخصوصا مع استمرار انخفاض أسعار الفائدة على سندات الخزنة الأمريكية لفترة ممتدة، على نحو يتواكب بالكاد مع التضخم. ويزيد من هذا الإحباط التوقعات المقلقة بشأن الاحتمال المرجح لانخفاض قيمة الدولار على المدى البعيد، على الرغم من قوته كعملة الاحتياطي المهيمنة. ويتوقع أن تواصل الصين وغيرها من الأسواق الصاعدة الرئيسية تسجيل معدلات نمو في الإنتاجية أعلى من معدلاتها في الولايات المتحدة، ولذلك فبمجرد استقرار الأسواق المالية العالمية، يرجح أن يعود الدولار إلى الانخفاض التدريجي الذي يشهده منذ أوائل الألفينيات. وبعبارة أخرى، يتوقع المستثمرون الأجانب الحصول على عائد أقل بعمالتهم المحلية عند قيامهم في نهاية المطاف ببيع استثماراتهم الدولارية. ولذلك، يبدو المستثمرون الأجانب على استعداد لدفع سعر أعلى —

الاستثمارات التي تحمي على الأقل الأصل وتتسم بسيولة نسبية (أي يسهل تداولها). ويوجد لدى اقتصادات الأسواق الصاعدة حافز أقوى من أي وقت مضى لمراكمة مقادير ضخمة من احتياطيات النقد الأجنبي لوقاية نفسها من عواقب تقلب التدفقات الرأسمالية. وفي الواقع، قامت الأسواق الصاعدة منذ عام ٢٠٠٠ بزيادة مخزونات الاحتياطي لديها بنحو ٦,٥ تريليون دولار أمريكي، ويعزى نصف هذه الزيادة إلى الصين (راجع الرسم البياني ٤).

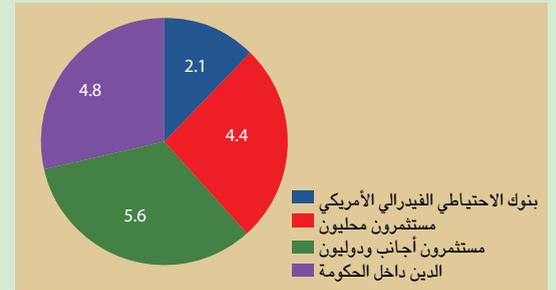
وإضافة إلى ذلك، ظل العديد من هذه البلدان، وكذلك بعض الاقتصادات المتقدمة مثل اليابان وسويسرا، يتدخل بصورة مكثفة في أسواق النقد الأجنبي — بشراء عملات أجنبية للحد من ارتفاع قيم عملات بلدانها، وبالتالي حماية قدرة صادراتها على المنافسة. ويسفر أيضا التدخل في أسواق النقد الأجنبي عن تراكم الاحتياطيات، التي ينبغي وضعها في أصول آمنة وسائلة، تكون بوجه عام سندات حكومية. وقد أدى هذا النوع من التدخل إلى زيادة الطلب على الأصول الآمنة.

### الرسم البياني ٣

#### سندات شعبية

امتلك المستثمرون الأجانب والدوليون ٥,٦ تريليون دولار أمريكي في صورة سندات حكومية أمريكية في نهاية عام ٢٠١٢، مقابل واحد تريليون دولار أمريكي في عام ٢٠٠٠.

(بتريليونات الدولارات)



المصدر: نشرة الخزنة الأمريكية (U.S. Treasury Bulletin)، يونيو ٢٠١٣، الجداول OFS-1 و OFS-2 و FD-1. ملاحظة: يتضمن المستثمرون الأجانب هيئات رسمية مثل البنوك المركزية وصناديق الثروة السيادية الأجنبية.

### الرسم البياني ٤

#### بناء مزيد من الاحتياطيات

قامت اقتصادات الأسواق الصاعدة منذ عام ٢٠٠٠ بزيادة احتياطياتها بنحو ٦,٥ تريليون دولار أمريكي، ويعزى نصف هذه الزيادة إلى الصين.

(بتريليونات الدولارات الأمريكية)



المصدر: صندوق النقد الدولي؛ وبنك الصين الشعبي. ملاحظة: بيانات احتياطيات النقد الأجنبي لعام ٢٠١٣ تغطي الفترة حتى الربع الثاني.

الاستثمار في سندات الخزانة الأمريكية ذات العائد المنخفض بدلا من الاستثمار في أصول ذات عائد أعلى — للاحتفاظ بهذه الأصول التي تعتبر في ظروف أخرى آمنة وسائلة.

## المنافسون

هناك منافع ملموسة وغير ملموسة تعود على البلد الذي تستخدم عملته كعملة احتياطي. فإضافة إلى المكانة السامقة التي تنشأ عن

## أصبح المستثمرون في جميع أنحاء العالم يعتمدون على الأصول المالية المقومة بالدولار الأمريكي.

هذا الوضع، تتوافر للبلد إمكانية الحصول على تمويل منخفض التكلفة بالعملة المحلية للبلد وتتحقق له منافع العائد من رسم سك العملة — الفرق بين القوة الشرائية للنقود وتكلفة إنتاجها — التي يمكن استخلاصها من كل من الحائزين المحليين والأجانب للعملة.

وفيما يتعلق بالاقتصادات المتقدمة الكبرى الأخرى، فإنها إما تملك أسواقا مالية أصغر بكثير، أو كما في حالة أوروبا واليابان، تتسم آفاق نموها في الأجل الطويل بالضعف نسبيا ولديها بالفعل مستويات مرتفعة من الدين العام. ونتيجة لذلك، لا يرجح أن تعود عملاتها إلى سابق مجدها قريبا. ولكن نظرا للمنافع التي تحققت للدولار من وضعه كعملة للاحتياطي، ينبغي من حيث المبدأ أن يكون هناك منافسون جدد يسعون إلى تأمين حصة من تلك المنافع.

ويمثل اليوان الصيني أحد المنافسين المفترضين للدولار، وقد كانت هذه المسألة محل اهتمام كبير. فالاقتصاد الصيني هو ثاني أكبر اقتصاد في العالم وهو بسبب أن يصبح أكبر اقتصاد في العالم في العقد القادم، وتتخذ الحكومة الصينية حاليا خطوات كثيرة لتشجيع استخدام اليوان في المعاملات المالية والتجارية الدولية. وتحرز هذه الخطوات تقدما سريعا بالنظر إلى مجرد حجم الاقتصاد وجسارته في التجارة الدولية. ومع زوال القيود على حركة رأس المال عبر الحدود وإمكانية تحويل العملة بحرية، سيصبح اليوان أيضا عملة احتياطي تتوافر لها مقومات النجاح.

إلا أن محدودية تطور الأسواق المالية وهيكل المؤسسات السياسية والقانونية في الصين يجعل من غير المرجح أن يصبح اليوان أحد أصول الاحتياطي الرئيسية التي يلجأ إليها المستثمرون الأجانب، بما في ذلك البنوك المركزية الأخرى، للحفاظ على أموالهم في أمان. وفي أحسن تقدير، سينتقص اليوان من الوضع المتفوق للدولار ولكنه لن يمثل تحديا كبيرا له. وليس هناك اقتصادات أخرى من اقتصادات الأسواق الصاعدة في وضع يسمح بصعود عملاتها إلى وضع الاحتياطي، ناهيك عن تحدي الدولار.

وبالطبع، لا تعني هيمنة الدولار كمستودع للقيمة بالضرورة استمرار هيمنته في جوانب أخرى. بل يرجح بمرور الوقت أن يتراجع دوره كوسيط للتبادل وكوحدة حسابات. وفي الوقت الحالي، تتراجع الحاجة إلى الدولار نتيجة لتطور الأسواق المالية والتطورات التكنولوجية التي تجعل من الأيسر إجراء المعاملات المالية عبر الحدود باستخدام عملات أخرى. وقد وقعت الصين اتفاقات ثنائية مع عدد من

شركائها التجاريين الرئيسيين لتسوية المعاملات التجارية بعملاتهم هم. وبالمثل، لا يوجد سبب وجيه يحتم استمرار تقويم وتسوية عقود بعض السلع الأولية مثل النفط بالدولار فقط.

وفي المقابل، فنظرا لأن الأصول المالية المقومة بالدولار الأمريكي، وخصوصا سندات الحكومة الأمريكية، لا تزال هي الوجهة المفضلة للمستثمرين المهتمين بتأمين استثماراتهم، يظل مركز الدولار بوصفه مستودع القيمة الرئيسي في العالم آمنا في المستقبل المنظور.

## ماذا يحمل المستقبل؟

أصبح المستثمرون في مختلف بلدان العالم، من الهيئات الرسمية والخاصة، معتمدين على الأصول المالية المقومة بالدولار الأمريكي، حيث لا توجد بدائل تعرض النطاق والعمق الذي تعرضه الأسواق المالية الأمريكية. ولا تزال سندات الخزانة الأمريكية، التي تمثل اقتراض الحكومة الأمريكية، تعتبر الأصول المالية الأكثر أمانا في الأسواق العالمية. ومع قيام المستثمرين الأجانب، بمن فيهم البنوك المركزية الأجنبية، بمراكمة استثمارات ضخمة في هذه السندات وغيرها من الأصول الدولارية، يكون لديها حافز قوي للحيلولة دون انهيار قيمة الدولار. وعلاوة على ذلك، لا توجد عملات أو استثمارات بديلة توفر درجة مماثلة من الأمان والسيولة بالكميات التي يطلبها المستثمرون. وهنا يكمن الخروج من «مصيدة الدولار».

ولا يعزى ظهور الولايات المتحدة بهذا الوضع الخاص في التمويل العالمي إلى حجم اقتصادها فحسب، وإنما يعزى أيضا إلى مؤسساتها — الحكومة الديمقراطية، والمؤسسات العامة، والأسواق المالية، والإطار القانوني — التي لا تزال، على عيوبها، تضع المعيار للعالم. وعلى سبيل المثال، فعلى الرغم من الاستخدام الجريء والمطول لسياسات نقدية غير تقليدية من جانب الاحتياطي الفيدرالي، لا يزال المستثمرون في جميع بلدان العالم يتقنون فيما يبدو بأن الاحتياطي الفيدرالي لن يسمح بخروج التضخم عن السيطرة وخفض قيمة الدولار.

وفي نهاية المطاف، سيتطلب الخروج من مصيدة الدولار تنفيذ إصلاحات مالية ومؤسسية كبيرة في البلدان التي تتطلع إلى أن تنتقص عملاتها من هيمنة الدولار. وسيكون من اللازم تنفيذ إصلاحات رئيسية في الحوكمة العالمية للحد من الطلب الرسمي على الأصول الآمنة بتوفير شبكات أمان مالي أفضل للبلدان. ومن شأن هذه الإصلاحات أن تقضي على الحاجة إلى مراكمة احتياطات للنقد الأجنبي كنوع من التأمين الذاتي من أزمات العملات والأزمات المالية. وسيظل الدولار عملة الاحتياطي المهيمنة لفترة طويلة، لسبب رئيسي هو الافتقار إلى بدائل أفضل. ■

إسوار براساد أستاذ الاقتصاد في كلية دابسون بجامعة كورنيل، وزميل أول في مؤسسة بروكينغز، ومشارك في بحوث في المكتب الوطني للبحوث الاقتصادية.

يستند هذا المقال إلى كتاب المؤلف الجديد، «مصيدة الدولار: كيف أحكم الدولار الأمريكي قبضته على المالية العالمية» (The Dollar Trap: How the U.S. Dollar Tightened Its Grip on Global Finance).