

## موضوع استفاده از نرخ‌های ارز انعطاف‌پذیر در کشورهای صادرکننده نفت

رؤیا عاطفی منش

کارشناس ارشد اقتصاد

ro\_atef@yahoo.com

گزارش حاضر به بررسی رژیم‌های ارزی کشورهای صادرکننده نفت پرداخته است و نشان می‌دهد که اغلب این کشورها، پول ملی‌شان را به دلار آمریکا می‌خکوب کرده‌اند. مهم‌ترین مزیتی که برای می‌خکوب کردن پول ملی کشورهای صادرکننده نفت به دلار عنوان می‌شود پیروی از سیاست‌های پولی یک اقتصاد با ثبات‌تر جهت کنترل نوسانات قیمت نفت است. با این حال نویسنده معتقد است که این کشورها مرتکب یک اشتباه سیاست‌گذاری می‌شوند. گزارش حاضر معایب متعددی را برای می‌خکوب شدن به دلار برمی‌شمارد که از مهم‌ترین آنها نیاز کشورهای صادرکننده و واردکننده نفت به سیاست‌های پولی متفاوت، دشواری تعدیل نوسانات قیمت نفت، تورم یا رکود شدید در طول دوره تعدیل، تشدید مشکلات مالی با نوسان در قیمت نفت و عدم تعدیلات لازم با اقتصاد جهانی است. نویسنده در پایان به روش‌های جایگزینی برای می‌خکوب شدن به دلار از جمله می‌خکوب شدن به پول یک کشور پیشرفته بجز ایالات متحده، می‌خکوب شدن به سبدهای ارزی خارجی، می‌خکوب شدن به سبدهای شامل قیمت نفت و رژیم ارزی شناور مدیریت شده اشاره می‌کند و مزایا و معایب هر یک را برمی‌شمارد.

واژه‌های کلیدی: نرخ ارز، رژیم‌های ارزی می‌خکوب، می‌خکوب شدن به سبدهای شامل قیمت نفت.

### 1. مقدمه

قیمت‌های بالای نفت مجدداً در حال دگرگون ساختن کشورهای صادرکننده نفت است. کشورهای صادرکننده نفت زمانی که قیمت نفت در دهه 1990 در سطح 20 دلار در هر بشکه نوسان محدودی داشت رو به زوال بودند و هنگامی که قیمت نفت در سال 1998 به کمتر از 10 دلار رسید احتمال ورشکستگی این کشورها وجود داشت؛ هم‌اکنون با افزایش قیمت نفت این کشورها در حال پیشرفت هستند. نسل جدیدی از آسمان‌خراش‌ها در کشورهای حوزه خلیج فارس، سن پترزبورگ و مسکو در حال ظهور است، خزانه کشورهای صادرکننده نفت (به‌ویژه کشورهای بسیار بزرگ) در حال لبریز شدن از درآمدهای بادآورده نفتی است، اکثر کشورهای صادرکننده نفت که برای پرداخت صورتحساب واردات خود که واردات

این مقاله برگرفته شده از منبع ذیل می‌باشد:

\* Setser, Brad (2007), The Case for Exchange Rate Flexibility in Oil- Exporting Economies, Policy Brief, Peterson Institute for International Economics, Policy Brief, PB0 P1.

نیروی کار را نیز شامل می‌شود به نفت بشکه‌ای 40 دلار نیاز دارند، بالاتر از 20 دلاری که چند سال پیش مورد نیاز بود، اکنون با نفتی که بالای 90 دلار در هر بشکه معامله می‌شود درآمد قابل ملاحظه‌ای برای سرمایه‌گذاری در سایر نقاط جهان به دست می‌آورند.

یکی از ویژگی‌های اقتصادهای نوظهور صادرکننده نفت که هنوز هم تغییر نکرده تمایل آنها به میخکوب کردن پول ملی‌شان به دلار آمریکاست. بجز کشور کویت که خود را به سبیدی از ارزها میخکوب نموده، سایر کشورهای حوزه خلیج فارس پول ملی‌شان را حتی محکم‌تر از چین به دلار میخکوب کرده‌اند (ام سی شی هی و شریف، 2007)<sup>1</sup>. سایر کشورهای صادرکننده نفت نیز به سبیدی از ارزها که به طور عمده شامل دلار و یورو است میخکوب شده‌اند. این کشورها در حال ارتکاب یک اشتباه سیاستی هستند. کشورهای صادرکننده نفتی که پول ملی‌شان را به دلار یا به سبیدی از ارزها که شامل پول کشورهای واردکننده نفت است میخکوب کرده‌اند، بهتر است رژیم ارزی را اتخاذ نمایند که اطمینان داشته باشند هنگامی که قیمت نفت کاهش می‌یابد، ارزش پولشان کاهش و وقتی قیمت نفت افزایش می‌یابد، ارزش پولشان تقویت می‌یابد. آن کشورهایی که برای نظام ارزی شناور مدیریت شده آمادگی ندارند، می‌بایست به سبیدی که شامل قیمت نفت است میخکوب شوند.

اگرچه ایالات متحده از چارچوبی نهادی که به طور مناسبی برای هدایت سیاست‌های پولی کشورش توسعه یافته برخوردار است، اما زیان‌های ناشی از واردات همان سیاست‌ها برای یک کشور صادرکننده نفت در مقایسه با منافعش به مراتب بیشتر است.

در اواخر دهه 1990 زمانی که قیمت نفت کاهش یافت، دلار قوی مشکلات زیادی را برای بسیاری از اقتصادهای نوظهور ایجاد نمود. کاهش درآمدهای دولت در کشورهای صادرکننده نفت منجر به کاهش مخارج، کاهش دارایی‌های خارجی و افزایش بدهی‌های این کشورها گردید، درحالی که در مورد روسیه کاهش ارزش پول ملی و نکول بدهی‌های این کشور را در پی داشت. کشورهایی که پول ملی خود را به دلار میخکوب کرده بودند عموماً کاهش قیمت‌ها و نرخ بهره واقعی بالایی را هم تجربه کردند.

دلار ضعیف اخیراً امکان تعدیل کشورهای صادرکننده نفت با افزایش قیمت نفت را دشوارتر کرده است. پس از یک دوره اولیه احتیاط کشورهای صادرکننده نفت در خرج کردن درآمدهای نفتی‌شان، این کشورها در حال افزایش مخارج دولتی و سرمایه‌گذاری در پروژه‌های بزرگی هستند که دولت آن را از نظر مالی تأمین می‌کند و نتیجه این اقدام تورم بالاست. در حال حاضر چند کشور کوچک حوزه خلیج فارس تورم بالای 10 درصد دارند.

1. کویت در 19 می سال 2007 پولش را از میخکوب کردن به دلار به سبیدی از ارزها تغییر داد. میخکوب شدن به سبیدی از ارزها در ابتدا از طریق برداشتن گام‌هایی برای تقویت پول این کشور در مقابل دلار انجام شد، اما پس از 1/7 درصد تقویت پول این کشور در 25 جولای، اجازه داده شده دینار تغییرات محدود روزانه‌ای داشته باشد. دینار بین ژوئن تا آخر اکتبر 2007 حدود 4 درصد تقویت شد. تحلیلگران معتقدند دلار سهم زیادی در سبب ارزی کویت دارد.

نرخ پایین و گاهی منفی بهره واقعی، ریسک‌هایی را ایجاد می‌نماید که سنگ‌بنای مشکلات آتی این کشورها خواهد بود. کشورهای صادرکننده نفت بیشترین نفع را از انعطاف‌پذیری بیشتر نرخ ارز خواهند برد، ضمن آنکه اقتصاد جهانی هم از آن منتفع خواهد شد. مازاد قابل توجه تراز تجاری و حساب جاری که در حال حاضر کشورهای صادرکننده نفت از آن برخوردارند از بالا بودن قیمت نفت ناشی شده نه از موقعیت رقابتی که به‌واسطه کم برآورد کردن ارزش پول ملی‌شان حاصل شده است.

با این حال افزایش قابل توجه در دارایی‌های دلاری کشورهای صادرکننده نفت در سال‌های گذشته به پوشاندن پیامدهای کسری حساب جاری آمریکا کمک نموده است. مهم‌تر آنکه تا وقتی ارزش پول کشورهایی که دارای مازاد هستند به سختی به پول کشوری که کسری قابل توجه دارد می‌خکوب شده باشد، تعدیل جهانی دشوارتر خواهد بود.

جدول 1. خلاصه داده‌های کشورهای اصلی صادرکننده نفت

تغییر در نرخ ارز مؤثر پایان سال 2001 تا پایان سال 2006	رژیم ارزی	جمعیت (میلیون)	میانگین صادرات نفت سال 2006 (میلیون بشکه درروز)	درآمدهای ناشی از صادرات نفت و گاز سال 2006 (میلیارد دلار)	نام کشور
-22/2	ثابت (به دلار)	21/4	8/8	195/6	عربستان سعودی
93/6	شناور مدیریت شده (سببی از دلار و یورو)	142/9	7/4	190/8	روسیه
6/2	شناور	4/6	2/3	75/7	نروژ
-18/9	ثابت (به دلار)	2/6	2/2	70/2	امارات متحده عربی
-25/6	ثابت (به سببی)	25/7	2/4	60/3	ونزوئلا
22/3	شناور مدیریت شده	68/7	2/4	60/1	ایران
در دسترس نیست	ثابت (به سببی)	2/4	2/3	55/9	کویت
-22	شناور مدیریت شده (به دلار)	32/9	1/7	53/3	الجزایر
12/8	شناور مدیریت شده	131/9	1/9	48/5	نیجریه
در دسترس نیست	ثابت (به حق برداشت مخصوص)	5/7	1/3	38/3	لیبی
در دسترس نیست	شناور مدیریت شده	15/2	1/5	24/6	قزاقستان
در دسترس نیست	ثابت (به دلار)	0/9	10	21/9	قطر
-18/4	ثابت (به دلار)	3/1	0/7	16/4	عمان
-25/4	ثابت (به دلار)	0/7	0	9/4	بحرین

ملاحظه: برای عمان و امارات متحده عربی برآورد نرخ ارز واقعی مؤثر (REER) بر اساس داده‌های سالانه صندوق بین‌المللی پول تا انتهای سال 2005 می‌باشد. در مورد نیجریه، داده‌ها خالص صادرات نفت و گاز را نشان می‌دهد. صادرات ایران نیز مربوط به سال‌های مالی (2005-2006) است.

Source: IMF, International Financial Statistics; IMF Country Reports; BP Global (for Energy Data), National Central Banks; CIA, World Factbook (for Population).

## 2. معایب میخکوب شدن به دلار

در خصوص معایب میخکوب شدن به دلار دلایل زیادی وجود دارد که از مهم‌ترین آنها می‌توان به نیاز کشورهای صادرکننده و واردکننده نفت به سیاست‌های پولی متفاوت، دشواری تعدیل نوسانات قیمت نفت برای کشورهای صادرکننده نفت، تورم یا رکود شدید در طول دوره تعدیل، تشدید مشکلات مالی کشورهای صادرکننده نفت با نوسان در قیمت نفت و عدم هماهنگی لازم با اقتصاد جهانی در صورت میخکوب شدن به دلار اشاره نمود.

### 2-1. نیاز کشورهای صادرکننده و واردکننده نفت به سیاست‌های پولی متفاوت

بیشترین امتیاز میخکوب شدن به دلار این است که به اقتصادهای نوظهور به‌ویژه کشورهای با نهادهای اقتصادی و سیاسی ضعیف امکان می‌دهد تا از سیاست‌های پولی نسبتاً پایدار ایالات متحده پیروی کنند. اگرچه مزیت وارد کردن سیاست پولی یک اقتصاد پایدارتر و تغییرات ارزش پول آن کشور می‌بایست با هزینه‌های آن سیاست که همان متناسب نبودنش با نیازهای داخلی است مطابقت داده شود، با این حال این ریسک به‌خصوص برای کشورهای صادرکننده نفتی که سیاست‌های پولی‌شان را به کشوری که نفت را از آن وارد می‌کنند، پیوند داده‌اند؛ اهمیت بیشتری دارد (جدول 1).

تحلیل‌های اقتصادی کلاسیک بین شوک‌های موقت و دائمی قیمت نفت همچنین بین شوک‌های عرضه و تقاضای آن تفکیک قائل می‌شوند. شوک‌های موقت قیمت نفت نیاز به تعدیل ندارند چرا که با افزایش قیمت نفت، صادرکنندگان نفت به‌جای اینکه مصرف و سرمایه‌گذاریشان را افزایش دهند می‌بایست درآمدهای بادآورده را پس‌انداز نمایند، درحالی‌که واردکنندگان نفت به‌جای کاهش مصرف و سرمایه‌گذاری می‌بایست از پس‌اندازشان برای پوشش اثرات افزایش قیمت نفت استفاده کنند. در مقابل، افزایش دائمی در قیمت نفت مستلزم افزایش مصرف و سرمایه‌گذاری در کشورهای صادرکننده نفت و کاهش مصرف و سرمایه‌گذاری در کشورهای واردکننده آن می‌باشد. از این منظر افزایش دائمی قیمت نفت می‌بایست به تقویت پول ملی کشور صادرکننده نفت منجر شود، در حالی‌که اثر معکوسی بر ارزش پول ملی کشور واردکننده نفت خواهد داشت.

از جهت نظری، هزینه‌های تبعیت از سیاست‌های کلان اقتصادی کشور واردکننده نفت توسط کشور صادرکننده نفت درخصوص شوک‌های دائمی بیش از شوک‌های موقتی است. همچنین، این هزینه‌ها درخصوص شوک‌های جهانی عرضه (تغییر در تولید نفت) بیشتر از شوک‌های جهانی طرف تقاضا (تغییر در مصرف نفت) هستند.

به‌طور ضمنی، تقاضای قوی برای نفت قبض پولی هم در کشور صادرکننده و هم کشور واردکننده را در پی دارد و برعکس تقاضای ضعیف منجر به بسط پولی در هر 2 کشور واردکننده و صادرکننده نفت خواهد شد. در مقابل، شوک‌های عرضه پاسخ‌های سیاستی متفاوتی را برای

کشورهای صادرکننده و واردکننده نفت ایجاد می‌کند. کشور واردکننده نفت، ممکن است با افزایش قیمت نفت برای حفظ تقاضای کالاها و خدمات بخواهد به میزان انتظارات تورمی سیاست‌های انبساطی پولی اتخاذ کند، در حالی که کشور صادرکننده نفت بخواهد برای خنثی کردن اثر افزایش قیمت نفت سیاست‌های انقباضی پولی در پیش گیرد.

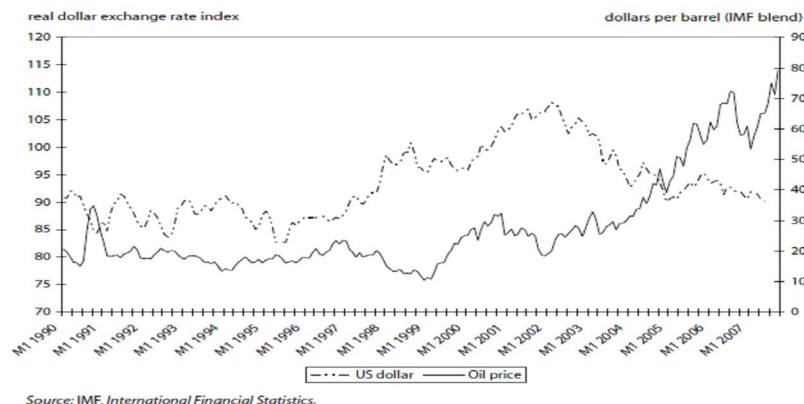
## 2-2. دشوارتر شدن امکان تطبیق با نوسانات شدید قیمت نفت برای کشورهای صادرکننده نفت

ترسیم مرز بین شوک‌های موقتی و دائمی و شوک‌هایی که تنها از سمت عرضه یا سمت تقاضا ایجاد شده باشند در عمل دشوار است. معمولاً ترکیبی از مشکلات تولید نفت در نیجریه، ونزوئلا و عراق در طرف عرضه و رشد بالای اقتصادی در چین و هند در طرف تقاضا موجب فشار افزایشی یا کاهش قیمت نفت می‌شوند. تمایز بین شوک‌های دائمی و موقتی در زمان وقوع آن (در یک مقطع زمانی کوتاه) ساده نیست.

سقوط قیمت نفت خام در سال‌های 1998 و 1999 موقتی تلقی می‌شد، اما این تنزل قیمت برای آن دسته از کشورهای صادرکننده نفت که فاقد دسترسی به منابع مالی مورد نیاز برای به تعویق انداختن فرایند تعدیل بودند تا حدی سودمند بود. اکثر کشورهای صادرکننده نفت در ابتدا به گونه‌ای عمل کردند که انگار نوسان قیمت نفت موقتی بوده است، اما در حال حاضر حداقل بعضی از آن شوک‌ها دائمی به نظر می‌رسند.

صرف نظر از اینکه دلیل تغییر در قیمت نفت چیست، کشورهای صادرکننده نفتی که به دلار می‌خکوب شده‌اند اگر شرایط اقتصادی‌شان با آمریکا هماهنگ باشد از این وضعیت سود خواهند برد. این در حالی است که متأسفانه شرایط آمریکا در اکثر مواقع با کشورهای صادرکننده نفت هماهنگ نیست. این موضوع همان نکته کلیدی است که چرا کشورهای صادرکننده نفت به سیاست‌های کلان با ثبات رهنمون نشده‌اند. به‌عنوان مثال بحران‌های سال‌های (1997-1998) آسیا شوک تقاضایی را ایجاد نمود که موجب کاهش قیمت نفت گردید. همچنین این بحران موجی از جریان سرمایه را به آمریکا که چهارراه ابداعات تکنولوژیک است روانه کرد که به افزایش ارزش سهام و افزایش ارزش دلار کمک نمود.

در سال 2000 قیمت نفت و دلار با هم حرکت می‌کردند، چون بهبود اقتصادی ایالات متحده موجب افزایش قیمت کالاها شده بود (نمودار 1). به‌علاوه اگرچه در سال 2007 رکود بخش مسکن رشد ایالات متحده را کم کرد، اما همچنان رشد اقتصادی جهان قوی باقی ماند و این امر دلار را به سمت کاهش در برابر اغلب ارزهای خارجی سوق داد.



نمودار 1. قیمت نفت در برابر نرخ حقیقی دلار (1997-2007)

### 2-3. تغییرات شدید قیمت در طول دوره تعدیل

مطالعات صندوق بین‌المللی پول نشان می‌دهد که 100 درصد افزایش در قیمت واقعی نفت به‌طور نمونه به 50 درصد تقویت ارزش واقعی پول ملی کشور صادرکننده نفت منجر خواهد شد (لی، میلسی فرتی و ریسی، 2007). این تعدیل می‌تواند از طریق تغییر در نرخ ارز صورت بگیرد. کشورهایی که اجازه می‌دهند نرخ ارزش‌شان شناور باشد حتی اگر آن را در ابعاد وسیعی مدیریت کنند، احتمالاً با افزایش قیمت نفت ارزش اسمی پولشان تقویت می‌شود و برعکس با کاهش قیمت نفت، کاهش در ارزش اسمی پولشان را تجربه می‌کنند (فرانکل، 2006). کشورهایی که پول ملی‌شان را به دلار یا پول دیگری می‌خکوب می‌کنند نتیجه مشابهی را از طریق کاهش یا افزایش یکباره ارزش پول ملی‌شان به‌دست می‌آورند.

اگر در چنین کشوری نرخ ارز ثابت بماند به‌هرحال تعدیل در نرخ ارز واقعی به ناچار از طریق تغییر در قیمت‌های داخلی آن کشور صورت خواهد گرفت. تحت چنین شرایطی افزایش در قیمت نفت به‌طور ضمنی بر افزایش موقتی تورم در آن کشور دلالت دارد، در حالی که کاهش در قیمت نفت به‌طور ضمنی بر دوره‌ای از کاهش قیمت‌ها دلالت خواهد داشت. اگر یک اقتصاد نفتی به دلار می‌خکوب شده باشد حتی اگر ارزش دلار نسبت به سایر ارزها ثابت نگه داشته شود با تغییر قیمت نفت نیاز به تغییر قیمت‌های داخلی وجود خواهد داشت، اما اگر ارزش دلار نسبت به سایر ارزها کاهش یابد و ارزش اسمی پول ملی در اقتصاد کشور صادرکننده نفتی که به دلار می‌خکوب شده نیز پایین آورده شود، به افزایش تورم مورد نیاز است تا ارزش واقعی پول ملی مورد انتظار بالا برود. بنابراین، هم افزایش قیمت نفت و هم کاهش ارزش دلار روی قیمت‌های داخلی فشار وارد خواهد کرد.

ثابت نگاه داشتن نرخ اسمی ارز و اجازه دادن به اینکه هر تعدیلی از طریق قیمت‌های داخلی انجام شود 2 پیامد مهم در پی دارد. نخست اینکه فرایند تعدیل به سوی افزایش یا کاهش قیمت‌ها کند خواهد بود و بخش بزرگی از افزایش قیمت‌ها که با افزایش قیمت نفت ایجاد شده پس از اینکه قیمت نفت تثبیت شود،

رخ خواهد داد. به‌علاوه، افزایش قیمت‌ها که آغاز شود تا زمانی که بازیگران و عوامل اقتصادی افزایش سطح قیمت‌ها را پیش‌بینی می‌کنند و متقاضی دستمزدهای بالاتر هستند فرایند تعدیل قیمتی قادر به حفظ شتاب خود خواهد بود. برخی اوقات نتیجه شتاب تورمی حتی پس از اینکه قیمت نفت کاهش یافت فشاری افزایشی روی نرخ ارز حقیقی وارد می‌کند که مبنایی برای بیش‌برآورد نرخ ارز حقیقی خواهد بود. فرایند تعدیل در برابر کاهش قیمت نفت از طریق کاهش در قیمت‌های داخلی نیز ممکن است کند صورت پذیرد. اگرچه در مواردی فشار همراه با کاهش قیمت نفت به‌جای اینکه دوره طولانی از کاهش قیمت‌ها را در پی داشته باشد به کاهش سریع در نرخ ارز منجر می‌گردد، با این حال حتی اگر فرایند تعدیل در مورد افزایش قیمت‌ها کند باشد در مورد کاهش قیمت‌ها می‌تواند سریع و ناگهانی به‌وقوع بپیوندد.

دوم اینکه فرایند تعدیل افزایش یا کاهش قیمت می‌تواند به نوسانات شدیدی در نرخ بهره حقیقی منجر شود. در دهه 1990، نرخ‌های بهره حقیقی در کشورهای صادرکننده نفتی که به دلار می‌خکوب شده بودند بیش از ایالات متحده بود. به‌عنوان مثال، در سال 1999 عربستان سعودی تورم  $1/3$ - درصدی داشت، درحالی‌که ایالات متحده تورم بالای 2 درصد را تجربه می‌کرد، همچنین عربستان سعودی در آن زمان که اقتصادش در حال منقبض شدن بود نرخ بهره حقیقی نزدیک به 7 درصد داشت.<sup>1</sup> از آن سو در سال‌های 2006 و 2007 نرخ بهره حقیقی در کشورهای صادرکننده نفت عموماً بسیار پایین‌تر بود. در سال 2007 در عربستان که احتمالاً نرخ تورمش را کمتر از واقع اعلام می‌کند نرخ بهره نزدیک صفر بود (سویک، 2006). این در حالی است که در سال 2007 نرخ بهره حقیقی در ونزوئلا که به دلار می‌خکوب شده و روسیه که پول ملی‌اش را به سبلی از دلار و یورو می‌خکوب کرده منفی بوده است.

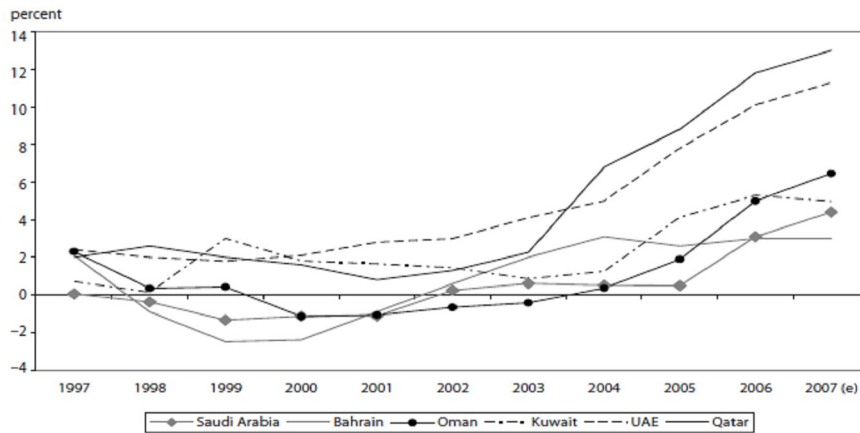
برخی اوقات کشورهای کوچک صادرکننده نفت حوزه خلیج فارس استدلال می‌کنند که باید پول ملی‌شان را به دلار می‌خکوب کنند و درست به همان دلیلی که هنگ‌کنگ به دلار می‌خکوب شده، اقتصادهای کوچک و باز آنها نیز نیازمند یک لنگر باثبات است. آنها همچنین امیدوار بودند که نیروی کار وارداتی در دسترس فشارهای تورمی را از بین ببرد. اگرچه در عمل این کشورها دارای بالاترین نرخ تورم و منفی‌ترین نرخ بهره حقیقی در جهان هستند (نمودارهای 2 و 3).

در امارات متحده عربی و قطر نرخ بهره اسمی حدود 5 درصد و نرخ تورم بالای 10 درصد است (سویک، 2007). نیروی کار وارداتی بر خلاف انتظار موجب وارد آمدن فشار بر اجاره‌ها و قیمت خدمات می‌شود. در سال 2007، کاهش ارزش دلار در برابر روپیه و پول سایر کشورهایی که نیروی کار صادر می‌کنند هزینه‌های نیروی کار وارداتی را افزایش داد. ادوار تجاری کشورهای کوچک

1. نرخ بهره حقیقی از طریق تفاضل نرخ تورم سالانه از نرخ سپرده اسمی هر سال محاسبه می‌شود (صندوق بین‌المللی پول، آمارهای مالی بین‌المللی و آمارهای بلومبرگ). آمارهای سال 2007 با استفاده از آخرین آمارهای موجود در مورد نرخ تورم و نرخ سپرده در پایان سال 2006 محاسبه شده است.

صادرکننده نفت چسبندگی بیشتری به قیمت نفت دارد تا ادوار تجاری کشورهای بزرگتری که به جهت اقتصادی متنوع‌ترند. به علاوه هزینه‌های میخکوب کردن به دلار هنگامی که قیمت نفت در حال افزایش و ارزش دلار در حال کاهش است احتمالاً برای کشورهای کوچک صادرکننده نفت بیشتر است.

نتیجه کلی آنکه میخکوب کردن پول ملی یک کشور تأثیر ادوار تجاری بر سیاست‌های کلان اقتصادی را افزایش می‌دهد. یک افزایش در قیمت نفت به افزایش در درآمدهای دولت، افزایش مخارج دولت (سرمایه‌گذاری‌های حمایت‌شده به وسیله دولت) و تورم منجر می‌گردد. تورم بالا، اقتصاد را به سمت نرخ بهره حقیقی منفی هدایت می‌نماید؛ سیاست‌های مالی و پولی در همان زمان به سمت انبساطی شدن سوق می‌یابند. همین مکانیزم به‌طور معکوس موجب می‌شود با کاهش قیمت نفت درآمدهای نفتی کاهش یابد، مخارج کم شود، تورم کاهش و نرخ بهره حقیقی افزایش یابد.



e: برآورد

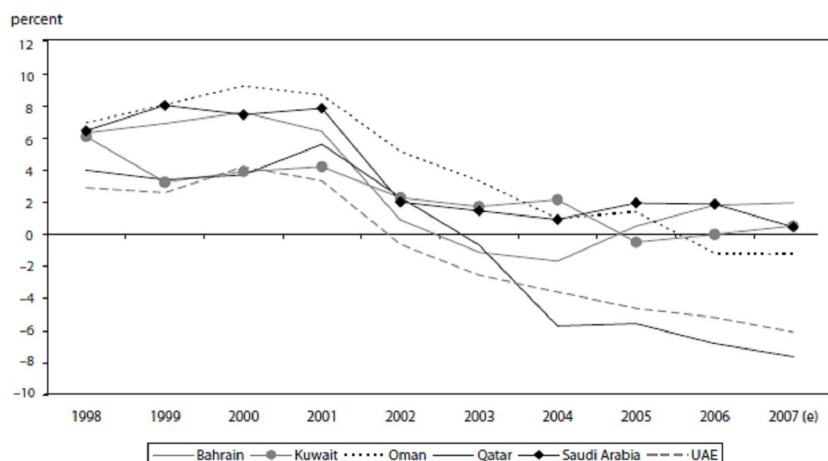
GCC: کشورهای عضو شورای همکاری خلیج فارس.

ملاحظه: تورم عربستان سال (2005-2006) احتمالاً کمتر از میزان واقعی تخمین زده شده است.

Source: IMF, International Financial Statistics; Moody's Investors Service.

نمودار 2. نرخ تورم کشورهای عضو همکاری خلیج فارس (1997-2007)





e: برآورد

GCC: کشورهای عضو شورای همکاری خلیج فارس.

ملاحظه: نرخ بهره حقیقی = نرخ سپرده سالانه منهای نرخ تورم شاخص بهای کالاها و خدمات مصرفی

Source: Bloomberg, IMF, International Financial Statistics.

### نمودار 3. نرخ بهره واقعی کشورهای عضو شورای همکاری خلیج فارس (1998-2007)

#### 4-2. توجیه ناپذیری میخکوب شدن به دلار به دلیل دریافت پول نفت بر اساس آن

بسیاری از کشورهای صادرکننده نفت استدلال می‌کنند به این دلیل پولشان را به دلار میخکوب کرده‌اند که نفت بر اساس دلار قیمتگذاری می‌شود و پیوند بین دلار و پول داخلی‌شان عدم هماهنگی آشکار بین درآمدهای نفتی دلاری و هزینه‌هایشان بر حسب پول داخلی را از بین می‌برد. با این حال، این منطبق در صورت تشخیص دقیق مشکلات مالی کشورهای صادرکننده نفت رد می‌شود. مشکلات مالی کشورهای صادرکننده نفت از نوسان در قیمت دلاری نفت ایجاد شده نه از عدم هماهنگی بین درآمدهای ارزششان بر حسب دلار و مخارجشان بر حسب پول داخلی. نوسان‌های شدید در قیمت نفت (نفت برنت که در دهه گذشته بین 10 تا 80 دلار مبادله شد) جیانلا (2007)<sup>1</sup>، به نوسانات زیاد در درآمدهای ارزی کشورهای صادرکننده نفت منجر گردید و

1. انحراف استاندارد تغییرات قیمت نفت، در دهه گذشته 11 دلار در هر بشکه می‌باشد.

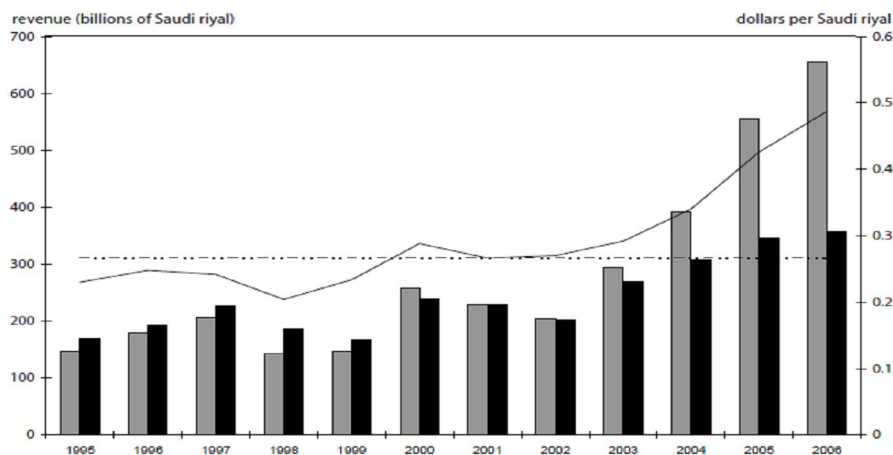
در پی آن این کشورها با یک عدم هماهنگی بین بی‌ثباتی در درآمدها و ثبات نسبی در مخارجشان مواجه شدند.<sup>1</sup>

میخکوب شدن به دلار به کاهش بی‌ثباتی در درآمدهای نفتی کمکی نمی‌کند. در مقابل نرخ ارز انعطاف‌پذیرتر می‌تواند به کاهش نوساناتی که در درآمدهای نفتی دولت ایجاد می‌شود، کمک نماید. یک مثال عینی برای درک بهتر این مسئله ارائه می‌گردد. در دهه گذشته عربستان پولش را در نرخ هر دلار 3/75 ریال عربستان میخکوب کرده بود به طوری که هر ریال 27/7 سنت ارزش داشت. طی این دوره نوسان شدیدی در درآمد نفتی دولت عربستان پدید آمد و از 40 میلیارد دلار در سال 1998 به 160 میلیارد دلار در سال 2006 رسید. اگر عربستان به جای اینکه پولش را به دلار میخکوب کند به سببی شامل دلار و قیمت نفت میخکوب می‌کرد (شاخص 3/75 ریال برای هر دلار که با قیمت نفت در سال 2001 برابر در نظر گرفته شده) ارزش ریال در سال 1998 با 20 سنت کاهش و در سال 2006 با 50 سنت افزایش مواجه می‌شد؛ در این صورت درآمد نفتی عربستان با تغییر قیمت نفت افزایش یا کاهش می‌یافت، اما نقاط حداقل و حداکثر آن کمتر بود. نتیجه آنکه بی‌ثباتی در درآمدهای نفتی عربستان بر حسب پول داخلی کمتر می‌شد.

هنگامی که قیمت نفت افزایش پیدا می‌کند تقویت پول داخلی درآمدهای ناشی از صادرات نفت را بر حسب پول داخلی کاهش می‌دهد و وقتی قیمت نفت کاهش می‌یابد کاهش ارزش پول داخلی درآمدهای نفتی بر حسب پول داخلی را افزایش می‌دهد. میخکوب شدن به سببی شامل دلار و قیمت نفت میزان درآمدهای نفتی یک کشور صادرکننده نفت را کاهش نمی‌دهد بلکه فقط به جای آنکه افزایش قیمت‌های نفت در درآمدهای نفتی تجلی یابد، بخشی از آن در افزایش قدرت خرید خارجی درآمدهای نفتی منعکس می‌شود. میخکوب شدن به سببی شامل دلار و قیمت نفت تنها روشی را که درآمدهای نفتی توزیع می‌شوند، تغییر می‌دهد. اگر پول کشوری فقط به دلار میخکوب شده باشد با افزایش قیمت نفت دولتمردان تمام آن را افزایش در درآمد تلقی می‌کنند، اما

2. ترتیبات صحیح سازمانی برای انتقال درآمدهای نفتی به دولت از کشوری به کشور دیگر متفاوت است. 3 مثال قابل ارائه است. درآمدهای نفتی روسیه به جای اینکه به مالکیت شرکت ملی نفت متکی باشد، به مالیات بر صادرات (وصولی بر حسب دلار) و مالیات بر استخراج منابع معدنی (وصولی بر حسب روبل) وابسته است. برآورد می‌شود از این طریق حدود 85 درصد از درآمد نهایی ناشی از هر افزایشی در قیمت نفت نصیب دولت می‌شود (جیانلا، 2007). در مقابل کویت دارای یک شرکت ملی نفت است. به شرکت نفت اجازه داده شده که هزینه‌هایش را از فروش نفت خام کسر کند یعنی 100 درصد افزایش قیمت نفت به دولت منتقل می‌شود. در گذشته، دولت کویت وقتی قیمت نفت 20 دلار بود 80 درصد از درآمدهای نفتی کشور را دریافت می‌کرد. در سال 2007 این رقم حدود 90 درصد بود. عربستان سعودی نیز به جای مالیات بر صادرات به یک شرکت ملی نفت (آرامکو) متکی است، اما آرامکو از ترتیبات نهادی کمی متفاوت برخوردار است. 93 درصد از سودش از طریق حق امتیاز و سود سهام به دولت منتقل و 7 درصدش برای آرامکو نگه داشته می‌شود.

اگر به سببی از قیمت نفت و دلار میخکوب شده باشد درآمد نفتی کشور بر حسب پول داخلی کمتر ارزیابی خواهد شد اما قدرت خرید پول داخلی افزایش خواهد یافت.



نمودار 4. تثبیت درآمدهای نفتی عربستان از طریق تقویت پول ملی این کشور

به میزان 50 درصد افزایش قیمت نفت (1995-2006)

## 2-5. عدم امکان جلوگیری از ابتلا به بیمار هلندی از طریق میخکوب شدن به دلار

دلیل دیگری که اغلب در پشتیبانی از میخکوب شدن به دلار مطرح می‌شود این است که کشورهای صادرکننده نفت زمانی که قیمت نفت تقویت می‌شود، می‌بایست مانع از تقویت پول ملی کشورشان شوند تا از این طریق بخش غیرنفتی اقتصادشان را از نوسانات قیمت نفت مصون نگه دارند.

همچنین، استدلال می‌شود که میخکوب شدن به دلار روش مؤثری برای مقابله با بیماری هلندی یعنی خطر آنکه بخش نفتی توسعه یافته منابع را از سایر بخش‌ها دور کند و بخش غیرنفتی اقتصاد منقبض گردد، می‌باشد. البته دلایل ذکر شده قانع‌کننده نیستند زیرا اگر با افزایش قیمت نفت، کشورهای صادرکننده نفت از تقویت ارزش واقعی پولشان آسیب بینند مطمئناً این اثر پس از کاهش قیمت نفت زیانبارتر خواهد بود. با این حال کشورهای صادرکننده نفتی که به دلار میخکوب شده بودند دقیقاً در اواخر دهه 1990 ترکیب ناسالمی از اقتصاد نفتی و غیرنفتی را تجربه کردند. در سال 1997 هم کشورهای صادرکننده نفتی که به دلار میخکوب شده بودند درست در زمانی که قیمت نفت افزایش یافت با کاهش ارزش پول ملی مواجه شدند. از این جهت به نظر می‌رسد برای جلوگیری از ابتلا به بیماری هلندی، کشورهای صادرکننده نفت می‌بایست

سیاست‌هایی را اتخاذ کنند که میزان تقویت پول ملی‌شان را به دلیل افزایش قیمت نفت محدود کند، اگرچه تشخیص کاهش حقیقی ارزش پول دشوار است.

سیاست محافظه کارانه مالی صرف نظر از اینکه یک کشور به دلار، یورو یا سبیدی از ارزها می‌خکوب باشد کلید اجتناب از ابتلا به بیمار هلندی است. نروژ یک نمونه مناسب برای این سیاست مالی محافظه کارانه است. درآمد نفتی نروژ در ابتدا به صندوق نفتی نروژ که اخیراً به صندوق بازنشستگی دولت تغییر نام یافته است منتقل می‌شود نه به بودجه آن کشور و فقط درآمدهای ناشی از منابع صندوق که روی دارایی‌های مالی سرمایه‌گذاری شده‌اند عملاً در دسترس دولت قرار می‌گیرد تا صرف مخارج جاری شوند (نورگس بانک، 2007)<sup>1</sup>. کشورهای فقیرتر با نیازهای فوری‌تر و کشورهای با ذخایر نفتی بیشتر که به طریق اولی جریان درآمدهای با ثبات‌تری دارند احتمالاً تصمیمشان این خواهد بود که در مقایسه با نروژ بخش بیشتری از درآمدهایشان را خرج کنند، اما اصل اساسی هنوز ثابت است. هر کشوری که پولش را به دلار می‌خکوب کند و بخش زیادی از افزایش درآمد نفتی‌اش را که خواه از کشف یک میدان نفتی جدید یا خواه از افزایش قیمت‌های نفت حاصل گردیده خرج کند، تقویت ارزش واقعی پول ملی‌اش را تجربه خواهد نمود. در حالی که کشوری که بخش زیادی از افزایش درآمدهای نفتی‌اش را به یک صندوق مواهب طبیعی منتقل کند فارغ از اینکه چه نظام ارزی داشته باشد می‌تواند مانع از ابتلا به بیماری هلندی شود.<sup>2</sup>

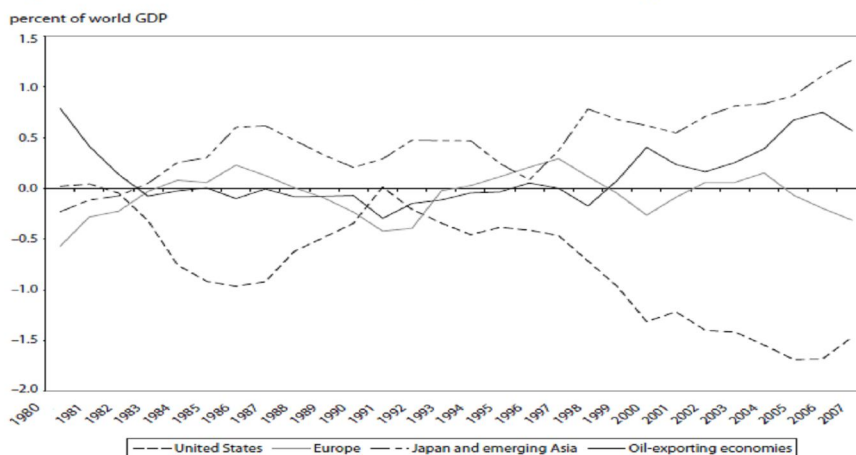
## 2-6. دشواری در انطباق با اقتصاد جهانی

وجود مازاد تجاری در هر بخش از جهان می‌بایست با کسری تجاری بخش دیگری از آن جبران شود. تا زمانی که اقتصادهای نفتی تصور می‌کردند افزایش قیمت نفت موقتی است و به جای افزایش در مخارج یا افزایش در سرمایه‌گذاری، دارایی‌های خارجی‌شان را افزایش می‌دادند؛ کشورهای واردکننده نفت در مجموع می‌بایست شاهد کسری قابل توجهی در حساب‌های خارجی‌شان می‌بودند. با این حال، اکنون، افزایش قابل توجه در مازاد درآمدهای نفتی کشورهای صادرکننده نفت از طریق افزایش کسری حساب خارجی ایالات متحده به طور کامل خنثی شده است. تراز خارجی اروپا تغییر زیادی نکرده در حالی که مازاد تراز حساب خارجی مجموع کشورهای آسیای شرقی، با اینکه کشورهای آسیای شرقی نفت بیشتری را نسبت به آمریکا وارد می‌کنند، کاملاً افزایش یافته است. به هر حال افزایش قیمت نفت موجب شده به کسری تجاری منطقه‌ای که دارای بالاترین کسری است افزوده شود نه اینکه از طریق کاهش مازاد تجاری منطقه‌ای که دارای بیشترین

1. اخیراً نروژ این فشار را کم کرده است. در حال حاضر پولی که صرف مخارج جاری می‌شود کمی بیش از درآمد واقعی صندوق نفت است.

2. Endowment Fund

مازاد است، کاهش یابد. می‌توان استدلال نمود رژیم‌های ارزی کشورهای صادرکننده نفت یکی از علل بروز این وضعیت ویژه بوده‌اند یعنی وضعیتی که گاهی ناسالم نامیده می‌شود (نمودار 5).



ملاحظه: پیش‌بینی سال 2007 بر اساس برآورد قیمت نفت صندوق بین‌المللی پول سال 2007 (68/5 دلار در هر بشکه) است.

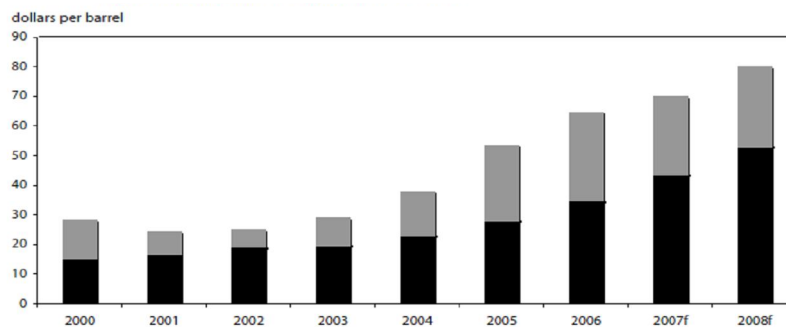
Source: IMF, World Economic Outlook.

#### نمودار 5. تراز حساب جاری جهانی (IMF WEO data/forecast) (1980-2007)

اگر ارزش پول اقتصادهای صادرکننده نفت با افزایش قیمت نفت بالا رود، قدرت خرید خارجی حقوقی که بر اساس پول داخلی به شهروندان پرداخت می‌شود، به‌طور خودکار افزایش پیدا می‌کند. ترکیب می‌خکوب شدن به دلار و کاهش ارزش دلار در سال‌های 2003 و 2004 بر خلاف این مکانیزم عمل نمود و هنگامی که درآمدهای صادراتی کشورهای صادرکننده نفت به‌سرعت افزایش پیدا کرد قدرت خرید خارجی حقوقی که بر اساس پول داخلی پرداخت می‌شد، کاهش یافت. افزایش در واردات سرانجام اتفاق افتاد، اما فقط پس از آنکه بودجه از طریق افزایش هزینه‌ها تعدیل شد و در مورد کشورهای حاشیه خلیج فارس پس از اینکه تصمیمات سیاستی مبنی بر استفاده بیشتر از درآمدهای بادآورده در جهت سرمایه‌گذاری داخلی اخذ گردید.<sup>1</sup>

1. ریوکی و اسپاتافورا (2006) و صندوق بین‌المللی پول (2006a, 2007b) هر دو به این نتیجه رسیدند که افزایش اولیه در واردات در کشورهای صادرکننده نفت در مقایسه با زمانی که قیمت نفت ثابت بوده کمتر است. اخیراً تراز پرداخت‌ها در روسیه و شواهد ارائه شده در مورد کشورهای حاشیه خلیج فارس نشان‌دهنده افزایش بسیار در واردات است (بانک روسیه، 2007؛ صندوق بین‌المللی پول (2007a, 2007b)).

اصولاً افزایش در ارزش پول داخلی می‌تواند قیمت واردات موجود را تا حدی کاهش دهد که هر افزایشی در مقدار آن را جبران کند و کاهش سرجمع مخارجی را که صرف واردات می‌شود، در پی داشته باشد.<sup>1</sup> در عمل به محض اینکه درآمدهای بادآورده نفتی به دست بخش خصوصی برسد مقدار واردات و حساب واردات در تراز پرداخت‌های کشورهای صادرکننده نفت افزایش پیدا می‌کند. از این رو نرخ پس‌انداز بالا در برخی اقتصادهای نفتی به جای آنکه ناشی از افزایش نرخ پس‌انداز در بخش خصوصی باشد عموماً از افزایش نرخ پس‌انداز در بخش دولتی ناشی شده است (صندوق بین‌المللی پول، 2006).



نمودار 6. واردات و مازاد حساب جاری اقتصادهای نوظهور صادرکننده نفت بر حسب قیمت نفت (2000-2008)

نیاز به ممانعت از رشد بیش از حد مخارج دولت و واردات که گاهی اوقات از سوی کشورهای صادرکننده نفت به‌عنوان دلیلی برای میخکوب شدن به دلار یا به‌طور دقیق‌تر مشکلات ناشی از تعدیل حقیقی نرخ ارز مطرح می‌شود، توانسته کشورهای صادرکننده نفت را تشویق نماید سیاست‌های مالی را به کار گیرند که اثر افزایش درآمدهای نفتی را از طریق افزایش دارایی‌های خارجی‌شان خنثی کنند.

در هر حال این مسئله که اکثر مردم در اقتصادهای صادرکننده نفت انتظار دارند از افزایش درآمدهای نفتی بهره‌مند شوند، تداوم اتخاذ چنین سیاست‌هایی را دشوار می‌کند. مهم‌تر آنکه عوامل بازدارنده‌ای که مانع تعدیل می‌شوند گاهی می‌توانند متفاوت عمل کنند. حداقل روشن است که کشورهای صادرکننده نفت تمایل ندارند به اندازه‌ای که قیمت‌های نفت پایین می‌آید مخارجشان را کاهش و به میزانی که قیمت نفت بالا می‌رود مخارجشان را افزایش دهند. قضاوت صحیح در مورد قیمت بلندمدت نفت و به طریق اولی تعیین سطح دقیق مخارج داخلی و سرمایه‌گذاری برای دولت‌های کشورهای صادرکننده نفت امری

1. این شرط مارشال-لرنر است. مقدار صادرات یک کشور نفتی و قیمت نفت تابعی از رژیم نرخ ارز نیست، بنابراین اثر تغییر در نرخ ارز بر تراز تجاری به اثری که روی واردات دارد، محدود می‌شود.

پریسک است؛ به‌جای اینکه مخارج یک کشور با مقیاس تغییر قیمت نفت تعدیل شود، آسان‌تر است که قدرت خرید خارجی آن کشور به همراه تغییر قیمت نفت تغییر نماید.

نرخ ارز انعطاف‌پذیرتر ریسک‌های ناشی از اتخاذ پاسخ‌های سیاستی بسیار محافظه‌کارانه به افزایش قیمت نفت را کاهش می‌دهد، همانطور که این امر ریسک پاسخ‌های ناکافی و محتاطانه به کاهش قیمت نفت را نیز کاهش خواهد داد.

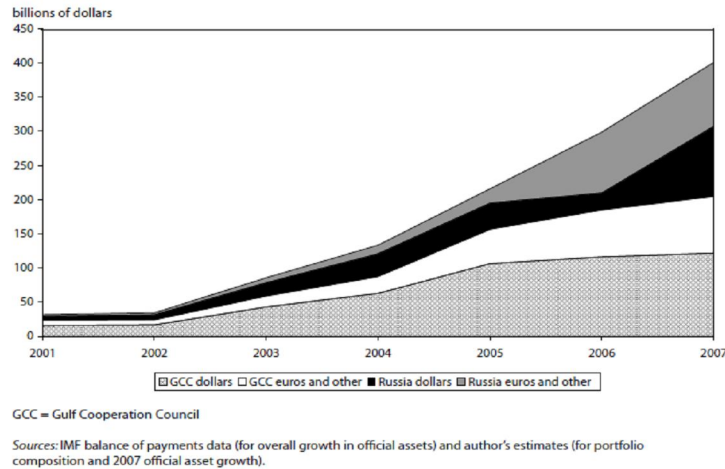
سرعت تعدیل اقتصادی نسبت به افزایش قیمت نفت اصولاً تابعی از دوام شکاف بین افزایش در درآمدهای صادراتی و افزایش مخارج مربوط به کالاها و خدمات وارداتی می‌باشد. گرچه نحوه تخصیص سبد دارایی‌های کشورهای صادرکننده نفت که به سرعت هم در حال رشد است موجب پاسخ جهانی به افزایش در مازاد این کشورها می‌شود.

بسیاری از کشورهای صادرکننده نفت به‌ویژه روسیه و کشورهای حوزه خلیج فارس تمایل بیشتری برای خرید دارایی‌های مالی آمریکایی از خود نشان می‌دهند تا خرید کالاهای آمریکایی (مؤسسه دانشگاهی اروپایی و مرکز تحقیقات خلیج فارس، 2007، بانک مرکزی اروپا، 2007)<sup>1</sup>. همچنین، واردات روسیه از ایالات متحده 5 درصد کل واردات این کشور است، درحالی که ذخایر دلاری بانک مرکزی روسیه تنها کمی کمتر از 50 درصد کل ذخایر این بانک را به خود اختصاص می‌دهد. تنها حدود 10 درصد از کل واردات کشورهای حوزه خلیج فارس از آمریکا صورت می‌پذیرد، در حالی که برآوردهای اخیر وارتر (2007) و مؤسسه مالی بین‌المللی نشان می‌دهند که دارایی‌های دلاری این کشورها بیش از 60 درصد سبد دارایی‌های کشورهای حوزه خلیج فارس را تشکیل می‌دهد<sup>2</sup>. در نتیجه، افزایش در نرخ پس‌انداز کشورهای صادرکننده نفت و به‌طور مشخص افزایش در نرخ پس‌انداز

---

1. به همین دلیل تحلیل‌های صندوق بین‌المللی پول بیانگر این نکته است که افزایش در قیمت نفت کسری تراز جاری را افزایش می‌دهد، حتی اگر کشور صادرکننده نفت وارداتش را به‌منظور تطبیق با افزایش درآمدهای صادراتی‌اش، افزایش دهد.  
2. داده‌های قابل اطمینان کمی در مورد ترکیب پس‌انداز کشورهای اصلی صادرکننده نفت در دسترس می‌باشد. بانک مرکزی کشورهای حاشیه خلیج فارس و صندوق سرمایه‌گذاری نفتی ترکیب دارایی‌هایشان را فاش نمی‌کنند (و برخی صندوق‌های سرمایه‌گذاری میزان دارایی‌هایشان را هم اعلام نمی‌کنند). داده‌های آمریکا دلارهایی را که صندوق‌های سرمایه‌گذاری نفتی خارج از مرزها نگهداری می‌کنند و دلارهایی که به مدیران خارجی داده می‌شود را نشان نمی‌دهد (سسر و زی‌امبا، 2007، طلوعی، 2007، هیگینس، 2007 و کلیتگارد و لرنر، 2006). اغلب تحلیلگران معتقدند بانک‌های مرکزی کشورهای حاشیه خلیج فارس معمولاً بخش بیشتری از دارایی‌هایشان را در مقایسه با صندوق‌های بزرگ سرمایه‌گذاری نفتی‌شان بر حسب دلار نگهداری می‌کنند. امارات متحده عربی نزدیک به 95 درصد ذخایرش را بر حسب دلار نگهداری می‌کند (پایین‌تر از 98 درصد در سال 2005) و نشان داده شده که سهم دلار در طول زمان می‌تواند به 60 درصد هم کاهش یابد (دریک، 2007). عمان 80 درصد ذخایرش را بر حسب دلار نگه می‌دارد و قطر بین 65 تا 90 درصد (براون، 2007). عربستان آمارهایش را در خصوص ترکیب دارایی‌های خارجی آژانس پولی عربستان مشخص نکرده، اما برآوردهای بانک‌های عربستان عددی بین 75 تا 85 درصد است (بورلاند، 2007). متولی امر سرمایه‌گذاری در قطر نشان داده که تنها 40 درصد از سبد دارایی‌های این کشور دارایی‌های دلاری هستند (رویترز، 2007). به‌طور کلی 1/3 سبد سرمایه‌گذاری روی سهام کویت در سال 2007 به دلار است (سندر، 2007).

دولت منجر به افزایش تقاضا برای دارایی‌های دلاری خواهد شد. تقاضای قوی برای دارایی‌های دلاری نیز به نوبه خود بسط کسری حساب جاری آمریکا را تسهیل می‌کند. (نمودار 7)



GCC: کشورهای عضو همکاری خلیج فارس.

Source: IMF Balance of Payments Data (for Overall Growth in Official Assets) and Author's Estimates (for Portfolio Composition and 2007 Official Asset Growth).

**نمودار 7. برآورد جریان رسمی سرمایه کشورهای عضو همکاری خلیج فارس در مقابل روسیه (2001-2007)**

برخی اوقات این حقیقت که نفت بر اساس دلار قیمتگذاری می‌شود به عنوان منبع کلیدی برتری بیش از حد آمریکا مورد بحث واقع می‌شود که ایالات متحده به دلیل موقعیت بین‌المللی دلار از آن بهره‌مند می‌گردد. با این حال الزامی وجود ندارد که کشورهای صادرکننده نفت دارایی‌های خود را تنها به این دلیل که نفت بر اساس دلار قیمتگذاری می‌شود به صورت دلاری نگهداری کنند، زیرا پولی که از فروش نفت حاصل می‌شود به آسانی قابل تبدیل شدن به یورو یا دیگر دارایی‌های مالی است.

کشورهای صادرکننده نفت نه به این دلیل که نفت بر حسب دلار قیمتگذاری می‌شود بلکه به این دلیل که به دلار می‌خکوب شده‌اند، تمایل دارند که دارایی‌هایشان را به صورت دلاری پس‌انداز کنند. با این حال کشورهای صادرکننده نفتی که اجازه می‌دهند نرخ ارز شناور باشد، مانند نروژ، یا پولشان را به سبدهای شامل دلار و یورو می‌خکوب کرده‌اند، مانند روسیه، عموماً نسبت به کشورهای



که به دلار میخکوب شده‌اند سهم کمتری از سبد دارایی‌هایشان را دلار تشکیل می‌دهد.<sup>1</sup> اما تا زمانی که کشورهای حوزه خلیج فارس پول ملی‌شان را به دلار میخکوب کرده‌اند آنها هم مانند چین نمی‌توانند بدون اینکه مخاطرات ناشی از فشار رو به پایین نرخ ارز را بپذیرند به فروش دلار مبادرت نمایند. صندوق‌های سرمایه‌گذاری برخی کشورهای کوچکتر حوزه خلیج فارس با تنوع‌بخشی به سبد سرمایه‌گذاری‌های خود از دلار فاصله گرفته‌اند. در نتیجه این محدودیت احتمالاً برای کشورهای بزرگ صادرکننده نفت در مقایسه با کشورهای کوچکتر شدیدتر است.<sup>2</sup>

توانایی بهره‌برداری آمریکا از دلارهای نفتی به‌منظور تأمین کسری قابل توجه حساب خارجی‌اش بیش از آنکه به حفظ عرف بازار مبنی بر قیمتگذاری نفت بر حسب دلار بستگی داشته باشد، به تداوم خواسته و میل این کشورها به میخکوب کردن پول ملی‌شان به دلار بستگی دارد. گرچه این موضوع به این معنا نیست که آمریکا به تشویق کشورهای صادرکننده نفت به تداوم میخکوب کردن پول ملی‌شان به دلار علاقمند است.

آمریکا هر چقدر تأمین مالی از طریق دلارهای نفتی را برای به تأخیر انداختن تعدیلی که از طریق کاهش ارزش دلار مورد نیاز است طولانی‌تر کند، ریسک هر 2 طرف بیشتر خواهد شد. به این ترتیب ایالات متحده حتی بیش از همیشه در برابر تغییر ناگهانی در سبد دارایی‌های کشورهای صادرکننده نفت بی‌پناه خواهد بود. به‌علاوه کشورهای صادرکننده نفتی که سهم بالایی از سبد دارایی‌های خود را به دلار اختصاص داده‌اند به‌ویژه آنهایی که به میزان قابل توجهی با آسیا و اروپا تجارت می‌کنند، بیشتر در معرض کاهش ارزش دلار قرار خواهند گرفت (آنگرمن، شفر و تی اسن، 2007).

### 3. جایگزین‌های میخکوب کردن به دلار

میخکوب کردن به دلار ضرورتاً به‌دلیل وابستگی یک کشور به صادرات کالایی که به دلار قیمتگذاری می‌شود نیست. حتی اگر صادرات یک کشور بر اساس دلار قیمتگذاری شود امکان استفاده از رژیم‌های ارزی دیگری وجود دارد. بسیاری از اقتصادهای پیشرفته صادرکننده کالا نظیر نروژ، استرالیا، نیوزلند و کانادا اجازه داده‌اند که ارزش پول ملی‌شان شناور باشد.

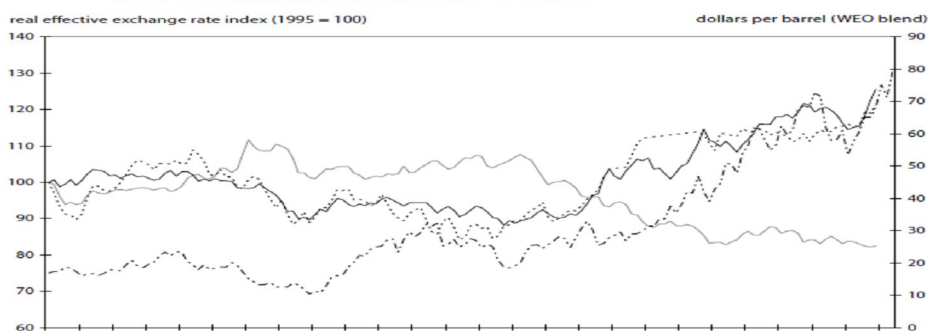
1. روسیه سهم دلاری ذخایرش را از 70 درصد در سال‌های 2004 و 2005 به 50 درصد در اوایل سال 2006 کاهش داده است، این درحالی است که این کشور نقش را هنوز بر اساس دلار قیمتگذاری می‌کند. در اواخر سال 2006 روسیه گزارش کرد که 45 درصد از دارایی‌های صندوق تثبیت شده و 49 درصد ذخایرش بر حسب دلار است و مابقی اغلب پوند و یورو هستند (جانسون، 2006، وزارت دارایی روسیه، 2006). نروژ نیز جزئیاتی از ترکیب سبد دارایی‌های صندوق بازتستگي دولت تهیه کرده است: 33 درصد سهام و 30 درصد اوراق قرضه در سبد دارایی‌های این کشور در آمریکا سرمایه‌گذاری شده است (بانک نورگس، 2007).

2. ونزوئلا با وجود اختلافات سیاسی با آمریکا در سال 2007، 80 درصد ذخایرش را بر حسب دلار نگهداری می‌کند (پارا، 2007). گرچه به‌نظر می‌رسد سهم فزاینده ذخایر دلاری ونزوئلا در خارج از کشور نگهداری می‌شود. همچنین، به‌نظر می‌رسد لیبی سهم بیشتری از ذخایرش را به‌صورت دلار در خارج از کشورش نگه می‌دارد (BIS2007). در مقابل ایران ذخایرش را به ارزهایی غیر از دلار تغییر داده است (احمد، 2007).

یک تغییر سیاستی که اکثراً مورد بحث قرار می‌گیرد، تقویت پول ملی است که کمک می‌کند نگرانی‌های مربوط به تورم وارداتی بدون هیچ تغییری در سایر سیاست‌ها برطرف شود. سیاست‌های پولی کشورهای صادرکننده نفتی که به دلار می‌خکوب شده‌اند، به‌طور انعطاف‌ناپذیری در امتداد سیاست‌های پولی ایالات متحده ادامه می‌یابد و این کشورها در معرض کاهش بیشتر ارزش دلار قرار خواهند گرفت. در زیر گزینه‌هایی برای جایگزین کردن می‌خکوب شدن صرف به دلار و دامنه‌ای از افزایش ارزش پول داخلی کشور معرفی می‌شود.

### 3-1. می‌خکوب شدن به پول یک کشور پیشرفته بجز ایالات متحده

یورو بارزترین جایگزین برای می‌خکوب شدن پول ملی به‌جای دلار است. این در حالی است که منطقه یورو که مقادیر زیادی نفت و سایر کالاها را وارد می‌کند برای یک کشور اصلی صادرکننده نفت، ایده‌آل نیست. علاوه بر این تغییر از می‌خکوب شدن به دلار به می‌خکوب شدن به یورو پس از اینکه یورو به‌طور قابل توجهی تقویت شده ممکن است سودآور نباشد. برخی برآوردها نشان می‌دهد یورو در مقابل دلار بیش از حد ارزشگذاری شده است. زمانی که قیمت نفت بالاست آخرین گزینه‌ای که کشورهای صادرکننده نفت نیاز دارند انجام دهند این است که ارزش پول ملی‌شان را به یورو می‌خکوب کنند، آن هم فقط زمانی که یورو شروع به کاهش ارزش در مقابل دلار می‌کند. یکی از گزینه‌های دیگری که می‌تواند انتخاب شود می‌خکوب شدن به پول کشورهای صادرکننده دیگر کالاهاست. استرالیا یک گزینه است. این کشور نفت صادر نمی‌کند، اما همان نیروهایی که قیمت نفت را افزایش می‌دهند اغلب همزمان قیمت کالاهای دیگر را نیز بالا می‌برند. دلار استرالیا در مقایسه با دلار آمریکا یا ریال عربستان رابطه قوی‌تری با قیمت نفت دارد، اما این همبستگی ممکن است در طول یک شوک عرضه نفتی حفظ نشود. علاوه بر این استرالیا کسری حساب جاری قابل توجهی دارد. دلار کانادا به دلیل مازاد تجاری این کشور و صادرات انرژی‌اش مناسب‌تر به نظر می‌رسد. به هر حال، بخش صنعتی کانادا پیوند عمیقی با اقتصاد آمریکا دارد، به‌طوری‌که سیکل‌های تجاری کانادا از نظر تاریخی دقیقاً با سیکل‌های ایالات متحده آمریکا همبستگی دارند. اغلب اقتصادهای نوظهور صادرکننده نفت بخش‌های صنعتی کوچکتری دارند و بیشتر با اروپا و آسیا تجارت می‌کنند. همانقدر که نروژ با اروپا همپیوند است، کانادا و آمریکا هم از همپیوندی بالایی با هم برخوردارند و این همپیوندی بیش از آن است که برای می‌خکوب شدن مناسب باشد. پس بدین ترتیب هیچ واحد پولی به‌تنهایی ایده‌آل به نظر نمی‌رسد.



نمودار 8. هم جهت بودن نرخ ارز حقیقی کانادا و استرالیا با قیمت نفت

و عدم هم جهتی آن در مورد عربستان (1995 - 2007)

### 2-3. میخکوب شدن به سبب سبب از ارزهای خارجی

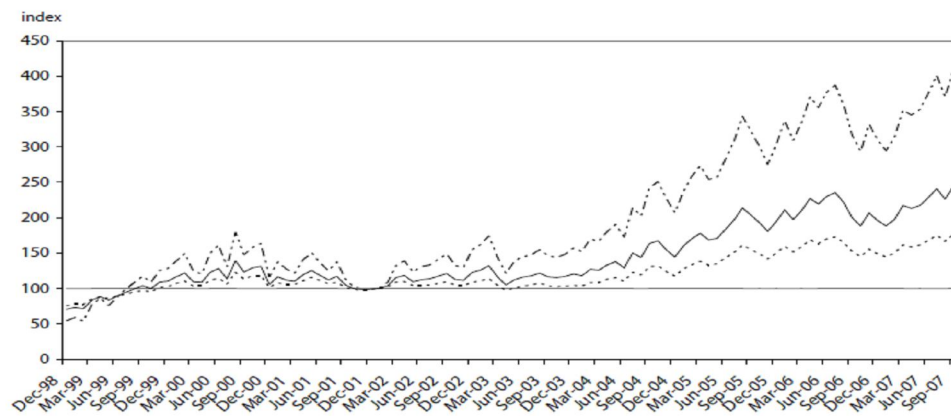
اخیراً بسیاری از کشورهای صادرکننده نفت پول ملی‌شان را به سبب از ارزها میخکوب کرده‌اند. روسیه نرخ ارزش را به سبب از دلار و یورو میخکوب کرده، لیبی به حق برداشت مخصوص<sup>1</sup> شامل دلار، یورو، ین و پوند میخکوب شده و کویت تصمیم گرفته مجدداً پول ملی‌اش را به سبب از ارزها میخکوب کند. شورای همکاری خلیج فارس قرار بود پس از اینکه اتحادیه پولی این شورا در سال 2010 تشکیل شود میخکوب شدن به سبب از ارزهای خارجی را مدنظر قرار دهد. میخکوب شدن به سبب از ارزهای خارجی به جای میخکوب شدن به دلار، مخاطراتی که کاهش ارزش دلار در برابر یورو برای کشورهای صادرکننده نفت ایجاد می‌کند را کاهش می‌دهد، گرچه سبب متشکل از دلار و یورو هم اگر ارزش دلار و یورو در مقابل بسیاری از پول‌های آسیایی کاهش پیدا کنند نمی‌تواند کمکی نماید. با این حال هرچه سبب که کشورهای صادرکننده نفت به آن میخکوب می‌شوند متشکل از ارزهای بیشتری باشد مخاطرات ناشی از نوسان نرخ ارز کمتر خواهد بود. همچنین، مخاطرات ناشی از میخکوب شدن به سبب از ارزها از مخاطرات ناشی از میخکوب شدن به تک تک ارزها کمتر است. اگرچه میخکوب شدن به سبب از ارزها در واقع به مدیریت نوسانات قیمت نفت کمکی نمی‌کند، با این حال تحت چنین شرایطی وقتی قیمت واقعی نفت افزایش می‌یابد این افزایش نسبت به سبب از ارزها شامل یورو، یوان و ین رخ خواهد داد، نه فقط نسبت به دلار. بنابراین پول ملی کشورهای صادرکننده نفت تحت فشاری که جهت تقویت ارزش واقعی آن صورت می‌گیرد نه تنها در برابر دلار بلکه در برابر سبب ارزی کشور واردکننده نفت تقویت خواهد شد.

1. SDR

### 3-3. میخکوب شدن به سبدي شامل قيمت نفت

جفری فرانکل، (2003) پیشنهاد می‌کند که کشورهای صادرکننده نفت پولشان را به قیمت نفت میخکوب کنند. البته میخکوب شدن یک‌به‌یک به قیمت نفت غیرمعقول به نظر می‌رسد. تا زمانی که قیمت نفت بی‌ثبات باشد میخکوب کردن به قیمت نفت به نوسانات قابل توجهی در نرخ ارز منجر خواهد شد. یک گزینه کمتر سختگیرانه میخکوب شدن به سبدي شامل قيمت نفت است. این امر ضمن اینکه این اطمینان را ایجاد می‌کند که پول کشور صادرکننده نفت عموماً با قیمت نفت حرکت خواهد کرد بی‌ثباتی ناشی از میخکوب شدن صرف به قیمت نفت را نیز کمتر می‌کند. نمودار (9) تغییر در قیمت نفت، ریال عربستان و میخکوب شدن به 2 سبد بالقوه (فرضی) ارزی شامل قیمت نفت یکی با سهم 50 درصد و دیگری با سهم 30 درصد را نشان می‌دهد. اگر سهم قیمت نفت در سبد فقط 30 درصد باشد تغییر در قیمت نفت از تغییر در ارزش سایر پول‌ها در طول چند سال گذشته بیشتر خواهد بود و منجر به تقویت پول ملی کشور صادرکننده نفت در برابر دلار و یورو می‌شود.

(بر حسب دلار، ژانویه 2002=100)



نمودار 9. میخکوب شدن به سبدي شامل قيمت نفت (دسامبر 1998 - سپتامبر 2007)

چنین ترتیباتی (میخکوب شدن به سبدي از ارزها و قیمت نفت) تقلیدی از نحوه پاسخ اغلب ارزهای شناور به شوک‌های قیمتی کالاست، بدون اینکه کشورهای صادرکننده نفت نیاز داشته باشند برای مدیریت سیاست‌های پولی کشورشان به مکانیزم‌های خودکار متوسل شوند.

### 3-4. رژیم ارزی شناور مدیریت شده

سیستم‌های شناور ارزی چه به صورت کاملاً شناور و چه به صورت شناور مدیریت شده که در کشورهای نوظهور تجربه شده‌اند جایگزینی نهایی برای سیستم‌های ارزی کشورهای نفتی که در حال حاضر به دلار می‌خکوب شده‌اند، هستند. انعطاف‌پذیری نرخ ارز به اقتصادهای پیشرفته صادرکننده کالا کمک می‌کند که نوسانات قیمت کالا را مدیریت کنند. به عنوان مثال در طول بحران آسیا ارزش دلار استرالیا در مقابل قیمت کالاها کاهش یافت. این کاهش ارزش دلار استرالیا همراه با این واقعیت که بخش بیشتر بدهی‌های خارجی استرالیا بر اساس دلار استرالیاست به این کشور کمک نمود تا مانع از رکود شود. وقتی قیمت کالا کاهش می‌یابد این اتفاق برای دلار استرالیا نیز می‌افتد.

کشورهای صادرکننده نفتی که برای سیستم شناور مدیریت شده آماده نیستند می‌بایست خودشان را به سببی از ارزها که شامل قیمت نفت نیز می‌باشد می‌خکوب کنند. نروژ و کانادا برای پیوستن به اتحادیه پولی که کشورهای بزرگ همسایه‌شان تشکیل داده بودند، با وجود اینکه (یا شاید به دلیل اینکه) صادرکننده بزرگ نفت بودند مقاومت کردند. بسیاری از کشورهای نوظهور شامل چندین کشور صادرکننده کالا، سیستم شناور را به طور موفقی به کار برده‌اند. به عنوان مثال مکزیک هم صادرکننده نفت است و هم سیستم ارزی شناور دارد. 2 کشور نوظهور صادرکننده نظیر آفریقای جنوبی و برزیل اجازه دادند نرخ ارزشان خیلی بیشتر از متوسط کشورهای صادرکننده نفت شناور باشد. بانک مرکزی مکزیک و آفریقای جنوبی بسیار بیشتر از بانک مرکزی اروپا و آمریکا در بازار ارز مداخله می‌کنند، با این حال نرخ ارز این 2 کشور به میزان قابل توجهی انعطاف‌پذیرتر از بسیاری از کشورهای صادرکننده نفت است.

### 4. نتیجه‌گیری

- می‌خکوب شدن به دلار تطبیق با نوسانات قیمت نفت را برای کشورهای صادرکننده نفت دشوارتر می‌کند نه ساده‌تر.

- در اغلب مواقع با کاهش ارزش دلار، قیمت نفت بالا رفته و با افزایش ارزش دلار قیمت نفت کاهش یافته است. بنابراین می‌خکوب شدن به دلار مانع از تقویت ارزش واقعی پول کشور صادرکننده نفت نخواهد شد.

- در واقع، سطوح بالاتر مخارج دولتی در کشورهای صادرکننده نفت که در راستای افزایش در سرمایه‌گذاری بخش خصوصی و دولتی صورت می‌گیرد، در حال حاضر در حال افزایش دادن دستمزدها، قیمت‌ها و واردات اغلب کشورهای صادرکننده نفت که سیستم نرخ ارز ثابت دارند می‌باشد، اما این واقعیت که تعدیل در مخارج این کشورها نسبت به افزایش قیمت نفت آغاز شده دلایلی را که برای تغییر رویکردهای سیاستی وجود دارند از بین نمی‌برد. چرا که فرایند تعدیل کند

بوده است و بخش قابل توجهی از آنچه که می‌بایست از طریق تقویت پول ملی اتفاق بیفتد از طریق افزایش بالقوه مخرب تورم انجام شده است.

- در شرایط کنونی اتصال ارزی بین آمریکا و بسیاری از کشورهای صادرکننده نفت بر اساس یک روش اشتباه شکل گرفته است. نیازهای سیاستی کلان ایالات متحده و بسیاری از کشورهای بزرگ صادرکننده نفت بعید است که همگرا شوند و نامحتمل است که ارزش دلار با تغییر قیمت نفت آغاز به تغییر نماید.

- بسیاری از کشورهای نوظهور رژیم ارزی شناور مدیریت شده را با موفقیت تجربه کرده‌اند. با این حال آن دسته از کشورهای صادرکننده نفتی که فاقد نهادهای لازم برای هدایت خودکار سیاست‌های پولی هستند می‌بایست به سبندی که شامل قیمت نفت است می‌خکوب شوند (برد، 2007).

- انعطاف‌پذیری نرخ ارز نیاز به تغییر افزایشی یا کاهش قیمت کالاهای داخلی در اثر تغییر قیمت نفت را در کشورهای صادرکننده نفت کاهش خواهد داد و فضایی اضافی را برای سیاست‌های پولی ایجاد می‌کند تا منعکس‌کننده شرایط داخلی باشد. همچنین، انعطاف‌پذیری نرخ ارز به کشورهای صادرکننده نفت کمک می‌کند نوسانات قابل توجه در درآمدهای دولت را که از تغییرات شدید قیمت نفت ناشی می‌شود، مدیریت کنند (برد، 2007).

- زمان آن رسیده تا کشورهای صادرکننده نفت ارتباط پول ملی شان را با دلار قطع نمایند (برد، 2007).

## منابع

- Ahmad, Taimur (2007), "Iran Makes Good on Dollar Threat", London Emerging Markets, October, 20, Available at WWW.emerging – markets.org.
- Angermann, Ingrid, Rainer Schaefer, & Dominick Thuesen (2007), "The Gulf States: An Embarrassment of Oil Riches", Allianz Dresdner Economic Research, Available at WWW.allianz.com.
- Bourland, Brad (2007), "The Riyals Peg to the Dollar", Jadwa Investments, August, Available at www. Jadwa. Com/english.
- Brown, Matthew (2007), "Qatar Triples Gold Reserves to Protect Against Dollar". Bloomberg News, March, 15, Available at www Bloomberg. Com.
- Cevik, serhan (2006), "A Dutch Disease in Arabia", M Stanley Global Economic Forum, October, 19, Available at www. morganstanley . com.
- Cevik, serhan. (2007), "Pegged Pains", Morgan Stanley Global Economic Forum, February, 20, Available at www. morganstanley . com.
- Derrick, Simon (2007), "Further Signs of Risk Appetite Returning" New York: Bank of New York Mellon, September, 27, Available at http://gm . bankofny.com.
- European Central Bank, (2007), "Oil – Exporting Countries: Key Structural Features, Economic Developments and Oil Revenue Recycling", *Monthly Bulletin*, July, Frankfurt: European central Bank.

- European University Institute and Gulf Research Center (2007), "The Geo-Economic Positioning of GCC Countries", Programme of workshop 14, Montecatini, Italy. Available at <http://corp.gulfinthe-media.com>.
- Frankel, Jeffrey (2003), "A Proposed Monetary Regime for Small Commodity Exports: Peg to the Exporters: Peg to the Export Price (PEP)", *International Finance* 6, Spring, No. 1, PP. 61-88.
- Frankel, Jeffrey (2006), *Commodity Prices and Monetary Policy. In Asset prices and Monetary Policy*, Ed., John Campbell. Chicago: University of Chicago Press (forthcoming).
- Ginella, Christian (2007), "A Golden Rule for Russia? How a Rule-based Fiscal Policy Can Allow a Smooth Adjustment to the New Terms of Trade", OECD Economic Department Working Paper 537, Paris: Organization Economic Cooperation and Development.
- Higgins, Matthew, T. Klitgaard, & R. Leaner (2006), "Recycling Petro-dollars", *Current Issues in Economics and Finance*, December, Vol. 12, No. 9. Available at [www.newyorkfed.org](http://www.newyorkfed.org).
- IMF (International Monetary Fund) (2006a), "Regional Economic Outlook: Middle East and Central Asia", September, Washington. Available at [www.imf.org](http://www.imf.org).
- IMF (International Monetary Fund), (2007a), "Regional Economic Outlook: Middle East and Central Asia", May, Washington. Available at [www.imf.org](http://www.imf.org).
- Johnson, Steve (2006), "Russia Shifts FX Reserves from Dollar", *Financial Times* June, 8 Available at [www.ft.com](http://www.ft.com).
- Lee, Jaewoo, Gian-Maria Milesi-ferretti & Luca Ricci (2007), "Methodology of CGER Exchange Rate Assessments", Paper Presented at the Workshop on Global Imbalances, Sponsored by Brussels-based Bruegel, Seoul-based Korea Institute for International Economic Policy and Peterson Institute for International Economics, Washington, February.
- McSheehy, Will, and Arif Sharif (2007), "Kuwait Revalues Dinar to Stem Accelerating Inflation", Bloomberg News, July, 25, Available at [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com).
- Norges Bank (2007), "Government Pension Fund—Global: Benchmark Portfolio on 30 June 2007", Available at [www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no).
- Parra-Bernal, Guillermo (2007), "Venezuela to Speed Plan to Cut Dollars in Reserves", Bloomberg News, March, 7, Available at [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com).
- Rebucci, Alessandro & Nikola Spatafora (2006), "Oil prices and Global Imbalances", *World Economic Outlook*, spring, Washington: International.
- Reuters, (2007), "Qatar Gov't Found Has Cut Dlr Exposure by Half—PM", October, 2, Available at <http://investing.reuters.co.uk>.
- Russian Ministry of Finance, (2006), "Stabilization Fund of the Russian Federation", Available at [www.minifin.ru](http://www.minifin.ru).
- Sender, Henny (2007), "How a Gulf Petro – State Invests its Riches", *Wall Street Journal*, August, 24. Available at <http://online.wsj.com>
- Setser, Brad (2007), *The case for exchange rate flexibility in oil-exporting Economies, Policy Brief*, Peterson Institute for international economics, PB07-8. P12.
- Setser, Brad & Rachel Ziemba (2007), *Disappearing in London: How can the Official Assets of the Oil Exporting Economies Be Growing So Rapidly and So Little Be Showing Up in the US Data?*, New York: RGE Monitor. On file with Author and also Available at [www.rgemonitor.com](http://www.rgemonitor.com).
- Toloui, Ramin (2007), "Petrodollars, Asset prices, and the Global Financial System", Newport Beach: Pimco, January, Available at [www2.pimco.com](http://www2.pimco.com).
- Woertz, Eckart (2007), *The peninsula (Qatar)*, Available at [www.thepeninsulaqatar.com](http://www.thepeninsulaqatar.com).

