مجله اقتصادی - ماهنامه بررسی مسائل و سیاست‌های اقتصادی
شماره ۲، اردیبهشت ۱۳۹۱، صفحات۵۲-۳۷

وقتی ارزها فرو می‌ریزند

بری ایچن‌گرین
ترجمه: مجید خرمی[۱]

نظام پولی بین‌الملل صرفاً بر روی دو ارز قرار گرفته است: دلار و یورو. این دو حدود ۹۰ درصد ذخایر ارز خارجی را که دولت‌ها و بانک‌های مرکزی نگهداری می‌کنند به خود اختصاص داده‌اند. همچنین این دو ارز حدود ۸۰ درصد ارزش حق برداشت ویژه (SDR) یعنی ذخایر دارایی‌هایی که در مبادلات بین صندوق بین‌المللی پول و اعضای آن بکار می‌روند را تشکیل می‌دهند. بیش از $\frac{۳}{۴}$ از مجموع اوراق بهادار بدهی[۲] به ارز خارجی به دلار یا یورو است. این دو با یکدیگر حدود $\frac{۲}{۳}$ کل تجارت در بازار ارزهای خارجی سراسر جهان را نیز تشکیل می‌دهند. آنها روان‌کننده‌های اصلی تجارت و مالیه جهانی هستند. اگر این دو ارز در این مقیاس گسترده مورد قبول واقع نشده بودند، اقتصاد جهانی نمی‌توانست سطح کنونی تجارت و سرمایه‌گذاری بین‌المللی را داشته باشد. به همین دلیل معضلاتی که هم اکنون پیش روی این دو ارز قرار دارد بسیار هشداردهنده است. تحلیلگران و سرمایه‌گذاران امروز بیش از هر زمان دیگر در سال‌های اخیر درباره ثبات دلار و یورو و نیز نظام پولی بین‌المللی وابسته به آنها ابراز تردید می‌کنند.

ابتدا به بررسی دلار می‌پردازیم. تابستان گذشته که به نظر می‌رسید معضل سقف بدهی ایالات متحده شکاف غیرقابل ترمیمی بین احزاب سیاسی به وجود آورده است و موجب افزایش نگرانی درمورد توانایی و ظرفیت سیاستگذاران ایالات‌متحده برای سر و سامان دادن به امور مالی کشور شد اعتبار دلار کاملاً متزلزل شد. سرمایه‌گذاران خارجی که اندکی کمتر از نیمی از کل بدهی قابل‌معامله خزانه‌داری آمریکا را در دست داشتند دریافتند بحران ثابت کرده است که اعضای کنگره تمایلات متعصبانه حزبی خود را بر ایفاء تعهدات کشور ترجیح می‌دهند و این موضوعی است که دولت‌های خارجی را دچار هراس نمود. هنگامی که مناقشه به اوج خود رسید مقامات چینی به واشنگتن توصیه کردند مسئولانه عمل کنند و

۱. کارشناس سازمان سرمایه‌گذاری.

2. Debt Securities

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01]

خبرگزاری دولتی چین آن را رفتار جنون‌آمیز برای امتیازگرفتن نامید. نخست‌وزیر روسیه- ولادیمیر پوتین- نیز گفت که آمریکایی‌ها مانند انگل اقتصاد جهانی هستند و با انحصار دلارشان زندگی می‌کنند.

تردید در مورد یورو از این هم بیشتر است. منطقه یورو به دو بخش شمال نسبتاً مستحکم و برخوردار از مالیه قابل اعتماد و بخش جنوب با بدهی‌های خردکننده و بدون چشم‌انداز رشد تقسیم شده است. بدهی‌های اروپا از آمریکا بیشتر نیست، اما برخلاف ایالات‌متحده اروپا سیستم مالی فدرال ندارد تا منابع را از مناطق پررونق به مناطق گرفتار منتقل کند و به نظر می‌رسد که رهبران اروپا نیز علاقمند به ایجاد چنین سیستمی نیستند. همزمان به دلیل ترس از بی‌ثبات‌شدن بانک‌های طلبکار در چشم‌پوشی کردن از این بدهی‌های غیرقابل وصول هم درنگ می‌کنند.

نتیجه آنکه اروپای‌جنوبی برای اجرای صرفه‌جویی‌های بسیار سختگیرانه مالی که اقتصادش را بیشتر به سوی رکود سوق می‌دهد و بیش از پیش ظرفیت پرداخت بدهی آن را متزلزل می‌سازد رها شده است. در این بین بسیاری از اهالی اروپای جنوبی که از مشکلات شدید رنج می‌برند علیه دولت‌هایشان به‌پا خاستند و اروپای شمال را متهم به قربانی‌کردن رفاهشان می‌کنند. بسیاری از اروپاییان شمال نیز همسایگان جنوبی خود را به چشم ولخرج، تنبل و فاسد نگاه می‌کنند. این همسایگان شمالی عقایدشان را به طور فزاینده‌ای بیان می‌کنند و به این نتیجه رسیده‌اند که اقدامات نجات‌بخش بیشتر به معنای دور ریختن پول است.

تمام این موضوعات دال بر آن است که یورو در بهترین حالت، ارز ضعیفی برای اروپای دائماً گرفتار باقی خواهد ماند. در بدترین حالت نیز رشد اندک و تنش در منطقه یورو نهایتاً ممکن است باعث خروج کشورها از اتحادیه پولی شود. هر دو سناریو تهدیدی برای سیستم پولی جهانی قلمداد می‌شوند.

این سیستم‌ها پیش از این نیز یک‌بار در دهه ۱۹۳۰ و بار دیگر نیز در دهه ۱۹۷۰ فرو ریخته‌اند. فروپاشی دهه ۱۹۳۰ نقش عمده‌ای در بروز رکود در سراسر جهان ایفا نمود که در آن فعالیت اقتصادی زمینگیر شد و سیاست‌های افراطی قوت گرفت. در مقابل، بحران سیستمی دهه ۱۹۷۰ علیرغم آنکه بالقوه می‌توانست همانقدر خطرناک باشد تبعات فاجعه‌بار بسیار کمتری داشت. اقتصاد جهانی آسیب دید اما آسیب کشنده نبود. درک و فهم این دو پیشینه تاریخی برای سنجش اندازه آنچه ممکن است امروز در صورت بروز بحران تمام عیار ناشی از زایل‌شدن اعتماد به دلار و یورو رخ دهد حیاتی است.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01]

۱. دهه ۱۹۳۰: فروپاشی فاجعه‌بار

نظام پولی بین‌المللی در اواخر دهه ۱۹۲۰ و اوایل دهه ۱۹۳۰ از جهات مهمی با نظام کنونی شباهت دارد. آن بحران هم حوالی دو ارز یعنی پوند انگلستان و دلار آمریکا سازمان یافته بود. از آنجایی که بریتانیا و آمریکا دلار و استرلینگ را قابل استفاده و در دسترس قرار داده بودند- و سایر کشورها نیز به انباشت این دو می‌پرداختند- ذخایر ارزهای خارجی جهان بین سال‌های ۱۹۲۴ و ۱۹۳۰ به بیش از دو برابر افزایش یافت. اعتبار تجاری به سهولت در دسترس بود و به کشورهایی که دارای کسری بودند اجازه می‌داد تا واردات بیشتری را تأمین مالی نمایند. در نتیجه، طی دهه ۱۹۲۰ تجارت جهانی دو برابر سریعتر از تولید جهانی کالا و خدمات رشد کرد. جریان سرمایه جهانی هم سریعتر از تولید جهانی گسترش یافت و در اوایل ۱۹۲۸ به اوج خود رسید.

رونق تجارت و جریان (آزاد) سرمایه موجب عدم توازن جهانی مشابه آنچه در سال‌های اخیر رخ داده است شد، برخی کشورهایی که دارای مازاد بودند - عمدتاً فرانسه - حجم عظیمی از ذخایر را انباشت کرده بودند. سایر کشورها مانند ایالات‌متحده مجدداً مازاد خود را از طریق اعطاء وام به کشورهای دچار کسری اروپای مرکزی - عمدتاً آلمان - وارد چرخه نموده بودند، اما کشورهای دچار کسری به جای آنکه سرمایه وارداتی را سرمایه‌گذاری کنند به مصرف رساندند. دنیا شاهد انبساط سریع اعتبار و افزایش نگران‌کننده قیمت دارایی‌ها بود. با نزدیک شدن دهه به انتهای خود تردیدها در مورد استحکام این نظام متوازن متزلزل افزایش یافت.

نظام پولی کنونی بین‌المللی شرایط و نگرانی‌های مشابهی را ایجاد نموده است. با این وجود، یک تفاوت کلیدی بین دو دوره مذکور نقشی است که طلا در دهه ۱۹۳۰ ایفا نمود. در اواخر دهه ۱۹۲۰ بانک‌های مرکزی بین ۶۰ تا ۷۰ درصد از ذخایر بین‌المللی خود را به صورت طلا نگهداری می‌کردند و آن طلا به همراه ذخایر ارزهای خارجی که عمدتاً اوراق‌قرضه منتشرشده توسط دولت‌های آمریکا و بریتانیا و نیز سپرده‌ها در لندن و نیویورک بود به‌عنوان پشتوانه پول عرضه شده بکار می‌بردند. آنان آماده بودند به‌دلیل تعهدات حقوقی تعهدات پولی خود را با نرخ ثابت قیمت ارز داخلی، به طلا تبدیل کنند.

فدرال رزرو بانک مرکزی آمریکا که از هیجان و نشاط بازارهای مالی نگران بود در سال ۱۹۲۸ شروع به افزایش نرخ بهره کرد. در نتیجه، جریان سرمایه از ایالات متحده به سوی کشورهای دچار کسری به شدت کاهش یافت. سایر بانک‌های مرکزی نیز به منظور پیشگیری از تضعیف نرخ تسعیر ارز خود مجبور به هماهنگ‌شدن کامل با فدرال رزرو و تطابق حتی ۰/۰۱ درصد نرخ بهره بودند. از آنجایی که آن بانک‌های مرکزی مبادرت به افزایش نرخ بهره نمودند بازار اعتبار سخت‌تر و رشد کند شد که منجر به کاهش صادرات ایالات‌متحده گردید. فعالیت‌های اقتصادی در ایالات‌متحده در

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01]

سال ۱۹۲۹ به اوج خود رسید و سقوط شدید بازار سهام در فصل پاییز به آن خاتمه داد. تا سال ۱۹۳۰ بخش اعظم دنیا دچار رکود شده بود.

در ابتدا نظام پولی بین‌المللی این فشارها را تحمل کرد، اما در سال ۱۹۳۱ ناگهان آنچه عمدتاً بحران تولید و اشتغال بود به شکل هشداردهنده‌ای صبغه مالی گرفت. در ماه می سپرده‌گذاران به بانک پیشرو اتریش-کردیتانس تالت[1]- هجوم بردند. این موضوع سرمایه‌گذاران را به این نتیجه رساند که اگر احتمال ورشکستگی بانکی در وین وجود داشته باشد با توجه به شباهت‌های ظاهری بین نظام مالی اتریش و آلمان همان موضوع در برلین نیز می‌تواند رخ دهد. با فرار سرمایه و نایاب‌شدن سرمایه خارجی دولت آلمان مجبور شد با کنترل مبادلات ارزی و نیز با انعقاد موافقنامه‌ای با بانک‌های خارجی که به شکل مؤثری وام‌های بین‌المللی آلمان را مسدود می‌کرد واکنش نشان دهد. بانک‌های بریتانیا برخی از آن وام‌ها را تمدید کرده بودند. سرمایه‌گذاران که از نظام بانکی بریتانیا نامطمئن بودند مبادرت به خروج پول‌هایشان از لندن نمودند که منجر به تقلیل و تحلیل مستمر منابع بانک انگلند[2] (بانک‌مرکزی بریتانیا) می‌شد. پس از چند بار افزایش ناگهانی و با تأخیر نرخ بهره نتوانست از فرار سرمایه‌ها جلوگیری نماید و تحلیل رفتن قریب‌الوقوع ذخایر بانک انگلند را مجبور ساخت در اواسط ماه سپتامبر استاندارد طلا را کنار گذارد.

این موضوع حاکی از آغاز بحران پولی بین‌المللی بود. پیش از کنارگذاشتن استاندارد طلا بانک انگلند یکبار دیگر سایر بانک‌های مرکزی و دولت‌ها را از حمایت راسخ خود از نرخ رایج تسعیر استرلینگ مطمئن ساخته بود، اما از آنجایی که برخی بانک‌ها پیش از این نیز به شدت آسیب دیده بودند از فروش مانده استرلینگ خود ابایی نداشتند. علیرغم آنکه این بانک‌ها دیگر نمی‌توانستند موجودی استرلینگ خود را در بانک انگلند به طلا تبدیل کنند، اما هنوز می‌توانستند آن را در بازار ارزهای خارجی به فروش برسانند. این نوع فروش استرلینگ باعث کاهش نرخ آن شد و ضرر و زیان دارندگان استرلینگ را تشدید نمود که به نوبه خود ریسک نگهداری ارزهای خارجی را برجسته ساخت.

اگر بریتانیا می‌توانست چنین کند دور از انتظار نبود که ایالات‌متحده نیز اقدام مشابهی اتخاذ نماید. بنابراین، پس از آنکه بریتانیا استاندارد طلا را کنار نهاد، بانک‌های مرکزی برای تبدیل دلارهایشان به طلا به فدرال رزرو هجوم بردند. در نتیجه از دست‌دادن طلا - فدرال رزرو - علیرغم آنکه اقتصاد آمریکا پیش از آن نیز در رکود شدیدی بود مجبور شد در ماه اکتبر نرخ بهره را افزایش دهد. با کاستن از اعطاء اعتبار، فدرال رزرو به موج ورشکستگی بانک‌ها دامن‌زد که در انتهای سال ۱۹۳۱ به اوج خود رسید. تا

1. Creditanstalt
2. Bank of England

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01]

پایان آن سال، بانک‌های مرکزی تقریباً نیمی از ذخایر ارزی را که سال قبل داشتند نقدکرده بودند. نظام مسلط پولی بین‌المللی فرو ریخته بود.

از آنجایی که نقدینگی بین‌المللی نایاب می‌شد، بانک‌های مرکزی و سرمایه‌گذاران بازار آزاد ناامیدانه در جستجوی دارایی‌های دیگر یعنی جایگزین‌هایی برای دلار و استرلینگ بودند که قابلیت نقدشوندگی داشته و تعهد شده باشد که ارزش خود را حفظ کنند. در این مسیر، ارزهای کشورهایی را یافتند که هنوز به استاندارد طلا وفادار بودند: بلژیک، فرانسه، هلند و سوئیس. سهم ذخایر ارزی خارجی در ارزهای این کشورها از ۱۰ درصد کل در سال ۱۹۳۱ به ۲۰ درصد در سال ۱۹۳۲ و ۳۰ درصد در سال ۱۹۳۳ افزایش یافت.

مسئله این بود که اینها بازارهای بزرگی نبودند. هنگامی که شرکای تجاری بزرگتر آنها از طریق کاهش ارزش پولشان راهبرد صدقه‌گرفتن از همسایه[1] را اتخاذ نموده‌اند، این کشورهای کوچکتر می‌بایست زحمت بیشتری برای حفظ جایگاه خود متحمل می‌شدند. کشورهایی که هنوز استاندارد طلا را حفظ نموده بودند دچار توقف صادرات و افزایش سریع میزان بیکاری شدند. در سال ۱۹۳۳ این دولت‌ها که زمانی پناهگاه و دژ ثبات محسوب می‌شدند به طور روزافزونی آسیب‌پذیر به نظر می‌رسیدند. هنگامی‌که بانک‌های مرکزی برای جلوگیری از ضرر و زیان بیشتر شروع به نقدکردن مانده دارایی‌شان کردند سرمایه‌ها شروع به خارج‌شدن نمودند و ورود سرمایه قطع شد.

همان‌گونه که تردید در خصوص ثبات نرخ تسعیر پول‌های بلژیک و فرانسه افزایش می‌یافت سهم سایر ذخایر ارزی خارجی غیراسترلینگ و دلار افت شدیدی را در سال ۱۹۳۴ تجربه نمود و در سال ۱۹۳۶ که آخرین کشورهایی هم که استاندارد طلا را حفظ کرده بودند آن را رها کردند یکبار دیگر نیز افت نمود. چون ابرهای جنگ بر فراز اروپا متراکم می‌شد بانک‌های مرکزی ذخایر خود را به مکان امن نیویورک منتقل کردند که بهبود اندکی در ارزش ذخایر ارزی خارجی که به دلار نگهداری می‌شد را نشان می‌داد، اما این جابجایی در مقایسه با افت قبلی ذخایر دلاری اندک بود. ایجاد مجدد یک نظام پولی عملیاتی بین‌المللی کفایت نمی‌کرد.

خلأ حاصله فاجعه‌بار بود. آشفتگی و اغتشاش در نقد و تبدیل‌نمودن ذخایر ارزهای خارجی به کمیابی اعتبار منجر شد و برای افزایش نرخ بهره در بدترین زمان ممکن فشار وارد می‌آورد. موضوعی که تأمین منابع مالی نه تنها برای معاملات بین‌المللی بلکه برای سرمایه‌گذاری داخلی را برای شرکت‌ها

---

۱. اصطلاح Beggar-Thy-Neighbor Strategy نوعی راهبرد اقتصادی است که کشوری می‌کوشد مسائل اقتصادی خود را حتی با تشدید معضلات اقتصادی سایر کشورها حل کند. به‌عنوان مثال، برای حل رکود اقتصادی داخلی و بیکاری موانعی برای واردات (با وضع تعرفه یا سهمیه) ایجاد کند که منجر به بیکاری در کشورهای دیگر می‌شود.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01]

دشوار می‌نمود، اقدامات نامنظم در خصوص نرخ تسعیر منجر به گسیختگی جریان تجاری شد و صادرات کشورها را که برای خروج از رکود صورت می‌گرفت دشوارتر می‌ساخت. کشورهایی که در این زمان طلا و ذخایر ارز خارجی خود را از دست می‌دادند کنترل‌هایی بر سرمایه وضع کردند که مانع سرمایه‌گذاری می‌شد. عملاً تا سال‌ها پس از جنگ دوم جهانی طول کشید تا تجارت و سرمایه‌گذاری بین‌المللی به سطح پیش از فروپاشی نظام پولی بین‌المللی برگردد. در پی از بین رفتن اعتماد به دو ارز اصلی این نظام ناتوانی سایر ارزها برای فراهم‌ساختن جایگزین مناسب فروپاشی پولی بین‌المللی را به فاجعه‌ای بین‌المللی تبدیل نمود.

۲. شکل‌گیری نظام پس از جنگ

در کنفرانس برتون وودز در سال ۱۹۴۴ نمایندگان ۴۵ کشور گرد هم آمدند تا نظام پولی جایگزینی برای نظام قبلی که در دهه پیش از هم پاشیده بود، ایجاد کنند. در حقیقت، نظام جدید در محورهای اصلی مشابه نظام قبلی بود. طبق این نظام جدید ارزش ارزها همچنان ثابت بودند اما این بار با مقیاس دلار. ذخایر همچنان به‌صورت ترکیبی از طلا و ارزهای خارجی نگهداری می‌شد. طلا همچنان بخش اعظم مجموع ذخایر را تشکیل می‌داد. دلار که بخش اعظم ذخایر ارزی را تشکیل می‌داد همچنان با قیمتی ثابت یعنی ۳۵ دلار برای هر اونس قابل تبدیل به طلا بود.

البته نوآوری‌های مهمی نیز وجود داشت. طبق مقررات برتون وودز امکان تعدیل نرخ تسعیر ارزها وجود داشت. یک سازمان بین‌المللی یعنی صندوق بین‌المللی پول برای نظارت بر سیستم تأسیس شد. برخلاف دوره قبل در این زمان کشورها جریان ورود و خروج سرمایه را کنترل می‌کردند. تنها ایالات‌متحده بازارهای مالی عمیق و نقدشونده‌ای داشت که روی بقیه جهان باز بود و تنها نهادهای رسمی مجاز بودند ارز اصلی نظام یعنی دلار را به طلا تبدیل کنند. در بازار آزاد کسی مجاز به انجام چنین کاری نبود و نهایتاً تا زمانی که نظام برتون وودز شکل گرفت پوند انگلیس تنها سایه کمرنگی از پوند قبل بود. در اواخر سال ۱۹۵۸ هنگامی که ارزهای عمده اروپایی محدودیت‌های باقیمانده را از شرکت‌های خارجی بانک‌ها و دولت‌ها برداشتند تا آزادانه ارزهای خود را برای اهداف تجاری خرید و فروش کنند این سیستم کاملاً عملیاتی شده بود.

اما سیستم تازه عملیاتی شده بود که ناظران نگران فروپاشی آن شدند. همانند دهه ۱۹۲۰ نرخ ثابت طلا منشأ نگرانی بود. نه تنها ارزهای خارجی نسبت به دهه ۱۹۲۰ بخش بزرگتری از مجموع ذخایر بین‌المللی را تشکیل می‌دادند، بلکه در این زمان تنها ذخایر طلای آمریکا پشتوانه آن ارزها بود و نه ترکیب ذخایر طلای هر دو کشور آمریکا و بریتانیا. همان‌گونه که اقتصاد جهانی رشد

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01]

می‌کرد بانک‌های مرکزی مترصد استفاده از ذخایر ارزی خود به‌عنوان سپری در مقابل شوک‌ها بودند. این موضوع در عمل به معنای انباشت دلار بود. تعهدات ناخالص خارجی نهادهای پولی آمریکا، بانک‌های سپرده‌گذاری آمریکا و دولت فدرال ابتدا در سال ۱۹۶۰ از حد ذخایر طلای پولی آمریکا فراتر رفت که امکان هجوم به ذخایر آن کشور را به وجود آورد. پس از کمتر از یک‌سال تقریباً واضح بود که حفظ نظام نیازمند اقدام بین‌المللی بود.

صندوق طلای لندن[1] راه‌حل بود که در سال ۱۹۶۱ توسط کشورهای بلژیک، فرانسه، آلمان، ایتالیا، هلند، سوئیس، بریتانیا و ایالات‌متحده با هدف حفظ ارتباط بین قیمت رسمی طلا در آمریکا و قیمت مبادله طلا در بازار لندن ایجاد شده بود. اقدام این کشورها از ترس آن بود که قیمت طلا در بازار نسبت به قیمت رسمی آن فاصله زیادی بیابد و مقاومت در برابر معاملات همزمان[2] را بشکند و لذا موجب هجوم به ذخایر طلای آمریکا شود. کشورهای اروپایی موافقت کردند تا جهت پیشگیری از افزایش قیمت و کمک به آمریکا در تحمل این بار نیمی از طلای مورد نیاز را هر چقدر باشد فراهم و آن را وارد بازار کنند. اما خیلی زود معلوم شد که این ترتیبات کارایی ندارند. کشورهای اروپایی متوجه شدند که هزینه این عمل بسیار زیاد است و فرانسه در سال ۱۹۶۷ خود را کنار کشید. سال بعد قیمت طلا در لندن سر به آسمان زد. در عمل به صندوق لندن هجوم برده شد و عملیات آن متوقف شد. در بازار آزاد قیمت طلا آزاد شد. این بازار موجب پیدایش بازار دو نرخی شد که مبادلات رسمی طلا با نرخ ۳۵ دلار برای هر اونس و معاملات آزاد با نرخ بالاتر با مکانیزم عرضه و تقاضا تعیین می‌شد.

۳. دهه ۱۹۷۰: فروپاشی آرام

پیدایش بازار طلای دو نرخی موجب افزایش تردید در مورد ثبات دلار گردید و این پرسش را مطرح نمود که آیا دلار به اندازه کافی ایمن و نقدشونده می‌باشد تا نیازهای اقتصاد جهانی رو به گسترش را کفاف دهد؟ پاسخ سیاستگذاران، ایجاد ترکیبی از ذخایر بود که می‌توانست جایگزین دلار شود یا حداقل با تفاوت جزئی مکمل دلار باشد. بیش از پنج سال مذاکره دشوار در صندوق بین‌المللی پول لازم بود تا توافق حاصل شود و دارایی ارزی تحت‌عنوان حق برداشت ویژه ایجاد شود. ایالات متحده، فرانسه و آلمان همگی در مورد حق برداشت ویژه ملاحظات جدی داشتند. آمریکایی‌ها نگران بودند که حق برداشت ویژه موجب تسریع تضعیف دلار شود، فرانسه اعتراض داشت که حق برداشت ویژه به‌صورت مصنوعی از دلار حمایت کند، آلمان‌ها مانند تمام واکنش‌هایشان به هر نوآوری اقتصادی

1. London Gold Pool
2. Arbitrage

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01]

می‌ترسیدند که حق برداشت ویژه موجب تورم شود. به دلیل این نگرانی‌ها تنها رقم اندک ۳ میلیارددلار حق برداشت ویژه در سال ۱۹۷۰ منتشر شد.

در این بین، عدم توازن بین تعهدات خارجی دلاری آمریکا و ذخایر ارزی آن کشور همچنان افزایش می‌یافت. تردیدها در خصوص قابلیت اجرایی و عملی‌بودن بازار دو نرخی طلا و نرخ مسلط جاری تسعیر دلار عمق می‌یافت. بانک‌های مرکزی خارجی می‌بایست برای پیشگیری از افزایش ارزش پول ملی خود با انباشت بیشتر دلار مداخله می‌کردند. این بانک‌ها گام‌های محدودی برای تنوع‌بخشی به ارزهای ذخیره‌شان و دوری از دلار برداشتند اما بازارهای ارزی انگشت‌شماری وجود داشتند که به اندازه کافی بزرگ و باز باشند. علاوه برآن، ارزهایی که آشکارا هدف فرایند تنوع‌بخشی بودند مانند آلمان وسوئیس در مورد تبعات تورمی و رقابتی نگران بودند و اقداماتی برای محدودنمودن حقوق خارجیان در امور بانکی و سرمایه‌گذاری به عمل آوردند.

آخر راه همچون حرکت آهسته قطاری بود که متلاشی می‌شود. در ماه جولای ۱۹۷۱ سوئیس ۵۰ میلیارد دلاراسکناس را به طلا تبدیل کرد. بریتانیا نیز در ماه آگوست تقاضای مشابهی نمود. دو روز بعد، رئیس‌جمهور آمریکا - ریچارد نیکسون - با تعلیق تبدیل دلار به طلا با نرخ ثابت یکبار برای همیشه واکنش نشان داد. چند ماه بعد دولت‌ها توافق کردند ارزش سایر ارزها را به‌طور متوسط ۷/۹ درصد افزایش دهند، اما از آنجایی که سیاست‌های پولی و مالی (Fiscal) آمریکا کاملاً انبساطی بود مسئله اصلی همچنان پابرجا بود. سایر ارزها یکی پس از دیگری در مقابل دلار تجدید ارزش شدند. نهایتاً در ماه مارس ۱۹۷۳ تمام دولت‌های کشورهای پیشرفته از تلاش برای حفظ ارزش دلار دست برداشتند. بازار تسعیر ارزهای خارجی بسته شد و هنگامی که مجدداً گشوده شد ارزها می‌توانستند شناور باشند و بسیاری از آنها در برابر دلار به سمت بالا شناور شدند. دیگر نظام پولی بین‌المللی بر پایه دلار برتون وودز وجود خارجی نداشت.

اما تبعات سیستمی این فروپاشی با آنچه در دهه ۱۹۳۰ رخ داد کاملاً متفاوت بود. عدم توفیق سیستم موجود بین دو جنگ نقش مهمی در بروز رکود بزرگ[1] ایفا نمود. در مقابل، فروپاشی نظام برتون وودز در دهه ۱۹۷۰ نقش نسبتاً اندکی در کند نمودن رشد اقتصادی یا متزلزل‌کردن ثبات کل سیستم مالی داشت. فروپاشی دهه ۱۹۷۰ به رکود ایالات‌متحده بین سال‌های (۱۹۷۵- ۱۹۷۳) دامن زد، اما به هیچ‌وجه موجب بحران اقتصادی و مالی شبیه بحران دهه ۱۹۳۰ نشد. سیاست پولی ایالات‌متحده انبساطی بود اما در نبود بی‌ثباتی بالا هیچ فرار سرمایه عمده‌ای از دلار صورت نگرفت. برعکس، سهم ذخایر ارز خارجی که به صورت دلار نگهداری می‌شد همچنان افزایش یافت. در حقیقت، درسراسر دهه هیچ کمبود نقدینگی

1. Great Depression

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01]

که منجر به محدودشدن رشد تجارت و مالیه بین‌الملل شود وجود نداشت. سازمان کشورهای صادرکننده نفت –اوپک – مانده ذخایر دلاری خود در نیویورک را افزایش داد، زیرا معدود مکان‌های دیگری برای ذخیره درآمدها وجود داشت. بانک‌های تجاری آمریکایی این مانده‌ها را برای اعطاء وام‌های دلاری به آمریکای جنوبی و اروپای شرقی بکار بردند. طی دهه ۱۹۷۰ تجارت‌جهانی با سرعتی دو برابر سرعت تولید جهانی رشد کرد. جریان سرمایه بین‌المللی بین کشورهای پیشرفته و نیز بین کشورهای پیشرفته و جهان درحال توسعه همچنان افزایش یافت.

حال سؤال این است چه چیز چگونگی وقوع رخدادها در دهه‌های ۱۹۳۰ و ۱۹۷۰را متفاوت ساخت؟ بخشی از توضیح موضوع آن است که علیرغم معضلات اقتصادی درآمریکا هیچ نشانه‌ای مبنی بر از دست‌رفتن اعتماد به دلار به شکل حاد بروز نکرد. نگرانی در خصوص ارزها در اواخر دهه یعنی زمانی که تورم در ایالات متحده دو رقمی شد ظاهر گردید، اما هنگامی که درسال۱۹۷۹ پل والکر[1] به عنوان رئیس‌هیئت مدیره فدرال رزرو منصوب شد و توانست تورم را با افزایش زیاد نرخ بهره و محدود ساختن شدید دسترسی به اعتبار مهار کند سرمایه‌گذاران مجدداً اطمینان خاطر یافتند.

علاوه بر این، برای دلار نیز کمبود جایگزین وجود داشت. بازارهای مالی دیگر کشورها درمقایسه با بازارهای آمریکا کوچک بودند و بانک‌های مرکزی آن کشورها نیز از ترس بروز تورم و تضعیف رقابتمندی‌شان درسطح بین‌المللی، خرید ارز کشورشان را تشویق نمی‌کردند. در واقع، ممکن است که حق برداشت ویژه نقش بیشتری درجایگزینی دلار داشته باشد. سه نوبت حق برداشت ویژه در سال‌های ۱۹۷۰، ۱۹۷۱ و ۱۹۷۲ منتشر شده است، اما حتی در پایان این فرایند هم هنوز حق برداشت ویژه کمتر از ۱۰ درصد از ذخایر غیرطلای جهان را تشکیل می‌دهد.

هرچند محور اصلی سیستم یعنی قیمت ثابت دلار برحسب طلا و قیمت ثابت سایر ارزها برحسب دلار برداشته شده بود، تجارت و مالیه بین‌الملل فرو نریخت زیرا اعتماد شرکت‌ها، بانک‌ها و دولت‌ها به دلار همچنان مستحکم ماند تا مشتاقانه از این ارز برای تأمین مبادلات بین‌المللی خود استفاده کنند. بدین ترتیب، تجربه دهه ۱۹۷۰ نشان داد که امکان فروپاشی ترتیبات مالی بین‌المللی بدون آنکه تبعات فاجعه باری بر تجارت و مالیه بین‌المللی داشته باشد وجود دارد. به وضوح می‌توان گفت

آن اعتماد همان چیزی است که امروز در معرض تهدید قرار دارد. همان‌گونه که نگرانی درباره آینده یورو و دلار افزایش می‌یابد، بانک‌های مرکزی و سرمایه‌گذاران با انتخاب‌های ناخوشایندی مشابه آنچه پیشینیان آنها در دهه‌های ۱۹۳۰ و ۱۹۷۰ با آن مواجه بودند، روبرو می‌شوند. آیا باید به طلا پناه

1. Paul Volker

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01]

ببرند؟ ارزهای بازارهای کوچکتر و باثبات‌تر را در تنوع ذخایر خود بگنجانند؟ دارایی دیگری به شکل ذخایر (ارز) مصنوعی خلق کنند؟

طلا همچون قبل طرفداران خود را دارد. ران پائول[1] نماینده آزادی‌خواه حزب جمهوری‌خواه و کاندید ریاست‌جمهوری آمریکا مانند مارتین لوپن[2] رهبر راست افراطی جبهه ملی طرفدار نظامی برمبنای طلا است. شواهدی وجود دارد که بانک‌های مرکزی که نگران سقوط دلار و یورو هستند و ذخایر خود را با افزودن طلا متنوع می‌سازند. طی سال‌های گذشته بانک‌های مرکزی برزیل، روسیه، کره‌جنوبی و تایلند همگی مقادیر متنابهی به ذخایر طلای خود افزوده‌اند. در مجموع، بانک‌های مرکزی اندکی بیش از ۲۰۰ تن طلا در نیمه اول سال ۲۰۱۱ خریداری نموده‌اند که از سال ۱۹۸۱ بی‌سابقه بوده است، اما این مقادیر قطره‌ای در اقیانوس ذخایر محسوب می‌شود و هیچ مقامی هم از برگشتن به استاندارد طلای قرن ۱۹ به جدیت حرفی نمی‌زند. با توجه به شکنندگی ذاتی قیمت طلا این ایده که طلا - یا حتی ادعای سبد کالای فراگیر- می‌تواند پایه‌ای برای مبادلات مالی و تجاری بین‌المللی در مقیاس قرن ۲۱ فراهم سازد خیالبافی محض است.

این احتمال وجود دارد که بانک‌های مرکزی با ارزهای بین‌المللی درجه دوم که معتقدند باثبات‌ترند به ذخایر ارزی خارجی خود تنوع بخشند که بسیار شبیه چیزی است که در دهه ۱۹۳۰ به دنبال آن بودند. تحقیق پیمایشی اخیر USB درخصوص مدیران ذخایر بانک‌های مرکزی نشان داد که تمایل نسبتاً عمومی برای افزایش تنوع علاوه بر یورو و دلار وجود دارد. داده‌های جدید صندوق بین‌المللی پول نشان می‌دهد که از اوایل سال ۲۰۱۰ تا اوایل ۲۰۱۱ سهم مجموع ذخایر ارزی غیر یورو و دلار از ۱۱ درصد به ۱۳ درصد افزایش یافته است. با این وجود ۱۳ درصد جزء کوچکی است و مانند دهه ۱۹۳۰ دشوار است تصور کرد که ارزهای درجه دوم تبدیل به بخش عمده ذخایر ارزی خارجی شوند. بازارهای اوراق قرضه استرالیا، کانادا و سوئیس در مقایسه با بازارهای ایالات‌متحده و منطقه یورو بسیار کوچکند. با ارزش‌گذاری‌های کنونی حتی بازار بزرگ اوراق قرضه ژاپن نیز تنها $\frac{۱}{۷}$ مجموع بازار اوراق قرضه ایالات‌متحده و منطقه یورو است. البته چنانچه به‌عنوان مثال فرانک سوئیس اضافه شود سرمایه‌گذاران می‌توانند موجب افزایش ناگهانی نرخ تسعیر و افزایش مؤثر ارزش جاری بازار اوراق قرضه سوئیس شوند که با دلار و یورو اندازه‌گیری می‌شود، لذا اساساً امکان تنوع‌بخشی بیشتر ممکن است اما خرید مقادیر متنابه ارزهای خارجی که به افزایش نرخ تسعیر آنها منتهی خواهد

1. Ron Paul
2. Martin Le Pen

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01]

شد موجب ایجاد معضلات رقابتی برای اقتصادهای کوچک مانند سوئیس شده و نهایتاً باعث می‌شود ذخایر ارزی حرکت برگشتی مانند دهه ۱۹۳۰ انجام دهند.

آنچه در مورد ذخایر ارزی خارجی صحت دارد به همان اندازه در مورد سایر کاربردهای ارزها نیز صحت دارد. چنانچه بانک‌ها و شرکت‌ها بخش بیشتری از فعالیت اقتصادی خود را با فرانک سوئیس انجام دهند لازم خواهد بود مانده عملیاتی بیشتری از آن ارز را نیز داشته باشند. یکبار دیگر سوئیس شاهد جریان عظیم و آزاردهنده‌ای از منابع مالی به اقتصاد کوچک خود خواهد بود. این جریان‌ها پیش از اینکه رسمی باشند خصوصی خواهند بود، اما تبعات آن برای ثبات اقتصادکلان دقیقاً یکسان خواهد بود. علاوه بر آن، وجود مانده بیشتر بانک‌های خارجی در سوئیس این ریسک را افزایش می‌دهد که سیستم بانکی کشور آنقدر بزرگ شود که حفظ آن دیگر مقدور نباشد چشم‌اندازی که مقامات سوئیسی از طریق مجبورکردن بانک‌های سوئیسی به نگهداری سرمایه بیشتر به طور جدی درصدد مقابله با آن هستند. به زبان ساده، سوئیس یا حتی ترکیبی از سوئیس و سایر اقتصادهای پیشرفته مانند کانادا و استرالیا که تصور می‌شود خوب مدیریت شده‌اند نمی‌توانند بنیان باثباتی برای نظام پولی بین‌المللی باشد. ارزهای این کشورها توانایی آن را ندارند که بیش از نقش تکمیلی کوچکی برای دلار و یورو نقشی ایفا نمایند. این ارزها جایگزین قابل‌قبولی فراهم نمی‌آورند.

از آنجایی که بسیاری از ناظران انتظار دارند مجموع حجم اقتصاد چین در دهه آینده از آمریکا پیشی گیرد طرح این سؤال منطقی خواهد بود که آیا یوان می‌تواند جایگزینی برای یورو و دلار باشد؟ مقامات چینی با تشویق کاربرد پولشان در صحنه بین‌المللی این ایده را به پیش می‌برند. آنان صادرکنندگان چینی و همچنین شرکت‌های خارجی صادرکننده به چین را تشویق می‌کنند تا قیمت‌گذاری کالای خود را به یوان انجام دهند. ارزش مبادلات خارجی یوان در سال ۲۰۱۰ یعنی نخستین باری که مجوز این کار برای تمام طول سال صادر شد رقم ۷۸ میلیارد دلار بود. تا پایان اولین فصل سال ۲۰۱۱ این معادلات به رقم متوسط سالانه ۲۲۰ میلیارد دلار معادل ۷ درصد کل تجارت چین رسید که با توجه به آنکه زمان شروع یعنی دو سال قبل این رقم صفر بود پیشرفت بزرگی محسوب می‌شود.

در حال حاضر، حدود ۷۰ هزار شرکت چینی از مزایای مقررات جدید استفاده می‌کنند. از نظر مقامات چینی مجازبودن بانک‌ها و شرکت‌های کشورشان برای انجام فعالیت‌های اقتصادی با پول خود راهی برای تقویت مزیت رقابتی شرکت‌ها می‌باشد، زیرا از تحمیل هزینه‌های تبدیل ارز و

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01]

ریسک نوسانات ارزش ارزها پیشگیری می‌کند. بنابراین دلایل کافی وجود دارد تا باور کنیم که چینی‌ها از هر نوع حرکتی در این راستا حمایت خواهند نمود.

البته چینی‌ها قدری آهسته‌تر درحال ایجاد زیرساختاری هستند که یوان را قادر سازد به‌عنوان موتورسرمایه‌گذاری بین‌المللی بکار رود. درآمد شرکت‌های صادرکننده به چین که به شکل یوان است می‌تواند در هنگ‌کنگ سپرده‌گذاری شود. هم‌اکنون ۸ درصد کل سپرده‌ها در بانک‌های هنگ‌کنگ در قالب حساب یوان است. وجوه حاصله که امکان اعطاء وام را فراهم می‌سازند در دسترس شرکت‌هایی مانند مک‌دونالد قرار می‌گیرند تا برای تأمین منابع مالی جهت سرمایه‌گذاری در سرزمین اصلی، اوراق‌قرضه با واحد یوان منتشر کند. این بازار از اواسط سال ۲۰۱۰ تا اواسط سال ۲۰۱۱ سه برابر شد. در ماه آگوست ۲۰۱۱ مقامات چینی اعلام نمودند مقررات مربوط به استفاده از وجوه به واحد یوان برای تأمین منابع مالی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در چین ساده‌تر می‌شود. همچنین، چهار بانک بزرگ هنگ‌کنگ به همراه بانک‌هایی در ماکائو و چند بانک خارجی دیگر اجازه یافته‌اند تا این وجوهات را در بازار اوراق قرضه خود چین سرمایه‌گذاری کنند.

آخرین گام، تشویق بانک‌های مرکزی برای نگهداری ذخایرشان به یوان خواهد بود. چین از طریق مذاکره در مورد موافقت‌نامه‌های معاوضه (Swap) در راستای این هدف حرکت می‌کند و لذا بانک خلق چین[1] با تسعیر سایر ارزها، یوان در اختیار دیگر بانک‌ها قرار خواهد داد. در ماه آگوست ۲۰۱۰ بانک‌های مرکزی مجاز شدند یوان خریداری نمایند و در اوراق‌قرضه چینی سرمایه‌گذاری نمایند. با این وجود، هنوز روشن نیست یوان با چه سرعتی می‌تواند سهمی از بازار مبادلات مالی بین‌المللی را به دست آورد. علیرغم آنکه چین اقتصاد بزرگی است، بازارهای مالی توسعه‌نیافته‌ای دارد. مجموع سرمایه در بازار اوراق‌قرضه آن اندکی بیش از سه تریلیون دلار است که نزدیک $\frac{۱}{۱۰}$ بازار ایالات‌متحده است و مانند ژاپن غالب اوراق‌قرضه شرکتی و دولتی در اختیار سرمایه‌گذاران داخلی است که تا موعد سررسید نیز نگهداری می‌شوند. نقدشوندگی در بازار همچنان پایین است.

گردش مالی سالانه که با تعیین میزان داد وستد به عنوان سهمی از ارزش اوراق‌قرضه به فروش رفته محاسبه می‌شود، کسر بسیار کوچکی از آن در ایالات‌متحده و اروپا است. به عبارت دیگر، چین هنوز فاصله زیادی از بازار اوراق‌قرضه نقدشونده و عمیقی که بر روی سرمایه‌گذاران خارجی باز باشد دارد که باعث می‌شود یورو و به ویژه دلار به عنوان موتور تجارت بین‌المللی و نیز به عنوان شکلی از ذخایر بین‌المللی جذاب باشند.

1. People’s Bank of China

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01]

مقامات چینی سال ۲۰۲۰ را تاریخ تبدیل شانگهای به یک مرکز مالی بین‌المللی پیش‌بینی کرده‌اند. اگر این موضوع به معنای افزایش گسترده فعالیت‌های مالی بین‌المللی در آن شهر باشد هدفی قابل حصول خواهد بود، اما اگر به معنای تبدیل شانگهای به یک مرکز مالی بین‌المللی درجه اول و تبدیل یوان به رقیب و جایگزین دلار و یورو در جهان مالی باشد، چینی‌ها مجبور خواهند بود تمام محدودیت‌های ورود و خروج مالی را رفع نموده و به سوی نرخ تسعیر کاملاً منعطف حرکت کنند. آنان باید بانک‌های چینی را در جایگاه تجاری قرار دهند به نحوی که بانک‌ها فشاری برای اعطاء وام با انگیزه‌های سیاسی حس نکنند. مقامات باید تمام تردیدهای باقی‌مانده در مورد امنیت سرمایه‌گذاری مالی خارجی را برطرف سازند. به زبان ساده، دولت چین ناگزیر خواهد بود نه تنها مدل توسعه کشور بلکه کل رویکرد به روابط خارجی را به شکل بنیادی متحول سازد که حداقل در دهه پیش رو سناریوی بعیدی به نظر می‌رسد. این به معنای آن نیست که یوان را در مقام منبعی برای تأمین منابع مالی تجاری در سال‌های پیش‌رو متمم دلار و یورو ندانیم. شرکت‌ها حاضر خواهند بود ارز یک واردکننده بزرگ را بپذیرند مشروط به آنکه آن ارز را بتوان برای خرید صادرات آن کشور بکار برد و اشتیاق بیشتری به این کار خواهند داشت چنانچه انتظار رود که ارزش آن ارز طی زمان افزایش یابد. چین تا همین زمان هم پیشرفت بسیاری در این حوزه داشته است. اما در تلاش برای تبدیل یوان به ابزار سرمایه‌گذاری بین‌المللی و شکلی جذاب از ذخایر ارزی خارجی پیشرفت بسیار کندتر خواهد بود.

٤. ارز جهانی

ممکن است بانک‌های مرکزی و سرمایه‌گذاران به این نتیجه دست یابند که نه تنوع‌بخشی از طریق ارزهای کوچکتر و نه پذیرفتن یوان جایگزینی برای وابستگی آنان به دلار و یورو فراهم نخواهد آورد. در مقابل، احتمال اندکی وجود دارد که آنها به سوی ایجاد ارز ذخیره جهانی جدیدی حرکت کنند همان‌گونه که اسلاف آنها با ایجاد حق برداشت ویژه در اواخر دهه ۱۹۶۰ و اوایل دهه ۱۹۷۰ چنین کردند. در سال ۲۰۰۹ رئیس بانک خلق چین ژو زیااوچوان[1] در باب جایگزین ساختن دلار با حق برداشت ویژه به‌عنوان مهم‌ترین ارز بین‌المللی و ذخیره جهان سخن گفت. به طریقی مشابه در سال ۲۰۰۹ یک کمیسیون سازمان ملل در خصوص اصلاح نظام مالی و پولی بین‌المللی که به ریاست اقتصاددان برنده جایزه نوبل ژوزف استیگلیتز[2] برگزار شد در مورد نقش گسترش‌یافته یک واحد ذخیره بین‌المللی

1. Zhou Xiao Chuan
2. Joseph Stieglitz

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01]

مانند حق برداشت ویژه بحث نموده است. در واکنش به مشاجرات سقف بدهی آمریکا در تابستان گذشته خبرگزاری رسمی چین پیشنهاد کرد که یک ارز ذخیره جهانی جدید، ایمن و باثبات نیز می‌تواند گزینه‌ای برای پرهیز از فجایعی باشد که یک کشور منفرد می‌تواند ایجاد کند.

این نخستین‌بار نیست که یک واحد ترکیبی مانند حق برداشت ویژه به‌عنوان پایه‌ای برای نظام پولی بین‌المللی پیشنهاد شده است. این ایده در مذاکرات برتون وودز در سال ۱۹۴۴ هم سابقه دارد هنگامی که جان مینارد کینز[1] در طرفداری از چیزی در همان مسیر استدلالاتی نمود. انواع حق برداشت ویژه بیش از چهاردهه است که وجود داشته‌اند و هنوز به زحمت سه درصد از ذخایر بین‌المللی را تشکیل می‌دهند. یک دلیل بنیادین دشواری توافق بر سر تخصیص و تعیین حق برداشت ویژه است. آیا می‌بایست براساس وزن کشورها در اقتصاد جهانی به آنها داده شود؟ در این صورت بخش عمده به کشورهای ثروتمند تعلق خواهد گرفت یا می‌بایست براساس نیاز تعیین شود؟ در این صورت بخش عمده‌ای از آن یا همه آن به کشورهای فقیر تعلق خواهد گرفت. بهترین راه اندازه‌گیری وزن یا در صورت لزوم اندازه‌گیری نیاز در اقتصاد جهانی چیست ؟

دشواری حصول به توافق در موارد فوق در زمان کنونی مشابه دهه ۱۹۷۰ روشن می‌کند که چرا حجم انواع حق برداشت ویژه کوچک است؟ به همین دلیل است که افزایش آنها تا حدی که بتوانند به عنوان جایگزین پول‌های ملی و به عنوان ذخایر بین‌المللی بکار روند دشوار خواهد بود.

از این بعیدتر این تصور است که انواع حق برداشت ویژه در نقش‌های بین‌المللی دیگری که ایفا می‌کنند، جایگزین دلار و یورو شوند. برای آنکه شرکت‌ها حاضر شوند در ازای صادرات خود حق برداشت ویژه دریافت کنند لازم خواهد بود امکان تسعیر به گونه‌ای ایجاد شود که شرکت‌ها بتوانند حق برداشت ویژه را به پول محلی تبدیل کنند یا بانک‌های تجاری این گونه خدمات را ارائه دهند. برای هر طرفی که بخواهد حق برداشت ویژه خود را واگذار کند لازم است کسی باشد که مایل به داشتن حق برداشت ویژه باشد. کسانی باید بازارهای نقدشونده برای پیمان‌ها یا قراردادهای آتی به واحد حق برداشت ویژه ایجاد کنند که در آن بازارها، شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران بتوانند برای پوشش ریسک تغییر ارزش پول‌های ملی در برابر حق برداشت ویژه اقدامات احتیاطی[2] اتخاذ کنند. لازم خواهد بود که بانک‌ها علاقمند به قرض‌گرفتن یا قرض‌دادن با واحد حق برداشت ویژه در سطح بین‌المللی باشند. شرکت‌هایی که اوراق‌قرضه بین‌المللی با واحد حق برداشت ویژه منتشر می‌کنند باید خریدارانی علاقمند بیابند اما احتمال اندکی دارد که سرمایه‌گذاران نهادی مانند صندوق‌های بازنشستگی و شرکت‌های بیمه

1. John Maynard Keynes
2. Hedge

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01]

مبادرت به خرید اوراق‌قرضه با واحد حق برداشت ویژه بنمایند، زیرا قراردادهای آنها به پول محلی است و ممکن است ارزش انواع حق برداشت ویژه در برابر پول‌های محل تنزل کنند.

۵. ظهور مجدد: دهه ۱۹۳۰ یا ۱۹۷۰

در فرایند حذف تدریجی تنها ابزار باقیمانده در جهان که قادر است سطح کنونی مبادلات بین‌المللی را پوشش دهد همان دلار و یورو است. چنانچه تردیدها درخصوص ثبات این ارزها از این هم فراتر رود و بانک‌های مرکزی ذخایر یورو و دلارشان را کاهش دهند، اینگونه بانک‌های مرکزی ظرفیت کمتری برای مداخله در بازارهای مالی و کاستن از تبعات جریان شکننده سرمایه به اقتصادهایشان خواهند داشت. احتمال دارد دولت‌ها در واکنش به این موضوع مشابه آنچه پس از تبدیل ذخایر ارز خارجی در دهه ۱۹۳۰ اتفاق افتاد این جریانات را از طریق کنترل سرمایه‌ها محدود کنند.

از آنجایی که بانک‌های تجاری بابت نگهداری سرمایه‌های صورت گرفته به دلار و یورو درخواست کارمزد بیشتری خواهند نمود، اعتبار تجاری گرانتر خواهد شد. این وضعیت مشابه ابتدای سقوط بانک لیمن برادرز[1] در اواخر سال ۲۰۰۸ و اوایل ۲۰۰۹ خواهد بود زمانی که اعتبار به دلار کمیاب شد و تجارت بین‌المللی در ابعاد خطرناکی کاهش یافت، اما آنچه در آن زمان مسئله‌ای موقتی محسوب می‌شد تبدیل به وضعیتی دائمی گردید.

تبعات وارده بر سرمایه‌گذاری و تجارت بین‌الملل تا چه حدی جدی خواهد بود؟ پاسخ به این سؤال بستگی به شدت از دست‌رفتن اعتماد به دلار و یورو و نیز به میزان بی‌رغبتی و عدم علاقه فعالان عرصه تجارت بین‌الملل و مبادلات مالی در پذیرش دلار و یورو خواهد داشت. تجربه دهه ۱۹۳۰ به ما می‌گوید که در بدترین شرایط، تجارت بین‌المللی و جریانات مالی به شدت دچار رکود خواهند شد. جهانی‌سازی اقتصادی و مالی که محرک مهمی برای رشد اقتصادی دهه‌های اخیر به ویژه در بازارهای نوظهور بوده است در معرض تهدید قرار خواهد گرفت. در غیر این صورت اگر معضلات اقتصادی و مالی ایالات‌متحده و اروپا از اندکی افزایش تورم و قدری کاهش ارزش یورو و دلار فراتر نرود احتمالاً عواقبی مشابه نتایج نسبتاً خوش‌خیم فروپاشی نظام برتون وودز در دهه ۱۹۷۰ خواهد داشت.

واضح است که برای جلوگیری از رشد سریع کسری حساب جاری ایالات‌متحده لازم است که دلار قدری بیشتر از ارزش خود را در میان‌مدت از دست بدهد و برای آنکه این کاهش ارزش ناگهان منجر به بحران اعتماد نشود سیاستگذاران ایالات‌متحده می‌بایست امور مالی دولت فدرال را در مسیر

1. Lehman Brothers

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01]

باثباتی قرار دهند، اما نکته بسیار مهم آن است که تلفیق و انسجام مالی[1] می‌بایست به شیوه‌ای صورت پذیرد که حمایت دولت فدرال از تحقیقات پایه، آموزش و پرورش، زیرساخت‌ها و سایر نهادهایی که رشد اقتصادی به آنها متکی است را از بین نبرد. کشوری که اقتصاد خود را رشد نمی‌دهد نخواهد توانست به رشد بازارهای مالی خود تداوم بخشد و نخواهد توانست نقدینگی بین‌المللی کافی برای اقتصاد جهانی فراهم آورد.

در عین حال ایالات‌متحده باید ثبات مالی خود را حفظ نماید، اروپا می‌بایست آن را بازیابد که البته وظیفه رعب‌آورتری است. انجام چنین امری مستلزم آن است که سیاستگذاران اروپایی اذعان کنند که نه تنها وضعیت بدهی‌های یونان بلکه وضعیت در بیشتر کشورهای اروپای جنوب بی‌ثبات هستند. این موضوع نیازمند آن است که برای رفع عدم قطعیت طولانی و کشداری که بازارهای جهانی را تضعیف و دلسرد می‌کند در جهت تجدید ساختار خود بکوشند. کشورهای بحران‌زده چاره‌ای ندارند جز آنکه به تدابیر ریاضت مالی تن در دهند. بانک‌ها می‌بایست مجبور شوند نسبت سرمایه به دارایی خود را بسیار بیشتر از ۹ درصد کنونی بالا ببرند به‌گونه‌ای که بتوانند زیان‌های حاصله از نگهداری اوراق قرضه دولتی را هضم کنند، اقدامی که به طور تقریباً قطعی مستلزم تزریق وجوه عمومی خواهد بود. تمام این اقدامات پرهزینه خواهد بود و مخارج آن به صورت نامتناسبی بر کشورهای ثروتمند اروپا مانند آلمان که تنها دارندگان منابع لازم هستند تحمیل خواهد شد.

کمترین چیزی که می‌توان گفت آن است که حصول به توافق سیاسی بر سر این تصمیمات دشوار خواهد بود. کشورهایی که امکان مانور و انعطاف در بودجه خود را دارند مانند آلمان می‌بایست اشتیاق بسیار بیشتری برای بکاربردن آن نشان دهند. بانک‌مرکزی اروپا باید از رشد اقتصادی حمایت بیشتری کند و کمتر بر ثبات قیمتی به عنوان هدف متمرکز شود. دولت‌های اروپای جنوب قبلاً تعهد کرده‌اند اصلاحات ساختاری را برای تقویت رشد خود به منصه اجرا گذارند، اما حتی در صورت انجام آن اصلاحات هم مشاهده آثار ملموس آنها نیازمند زمان خواهد بود. اگر اروپا نتواند رشد یابد نخواهد توانست از چاه بدهی‌هایش خارج شود و اعتمادی را که یورو لازم دارد تا منبع مهمی برای نقدینگی بین‌المللی باقی بماند بازنخواهد یافت.

کدام سناریو را شاهد خواهیم بود؟ آنچه در دهه ۱۹۳۰ رخ داد یا آنچه در دهه ۱۹۷۰ به وقوع پیوست؟ پاسخ به این سؤال بستگی به اقدامات سیاستگذاران ایالات‌متحده و منطقه یورو خواهد داشت. سرنوشت اقتصاد جهان نامعلوم و مبهم است.

1. Fiscal

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-01]