

الدولة الكاملة المزايا والعيوب



أندرو بيرغ
إدواردو بورينزتين

الدولة الكاملة المزايا والعيوب



أندرو بيرغ
إدواردو بورينزتين

صندوق النقد الدولي
واشنطن العاصمة

© صندوق النقد الدولي ٢٠٠٠

رئيس تحرير السلسلة
جيريمي كليفت
إدارة العلاقات الخارجية بصندوق النقد الدولي

تصميم وتنفيذ الغلاف
مسعود اعتمادي، وجاك فيديريتشي، وشعبة البيانات بالصندوق

ISBN 1-55775-996-0
ISSN 1020-5098

صدر في ديسمبر ٢٠٠٠

للحصول على مطبوعات صندوق النقد الدولي،

يرجى الاتصال بالعنوان التالي:

International Monetary Fund, Publication Services
700 19th Street, N.W., Washington, D.C., 20431, U.S.A.

Tel: (202) 623-7430 Telefax: (202) 623-7201

E-mail: publications@imf.org

Internet: <http://www.imf.org>

تمهيد

تهدف سلسلة "قضايا اقتصادية" إلى إطلاع الجمهور العريض من القراء غير المتخصصين على جانب من البحوث الاقتصادية التي يصدرها صندوق النقد الدولي حول أهم قضايا الساعة. ويتم استخلاص المادة العلمية التي تحتويها هذه السلسلة من أوراق العمل الصادرة عن الصندوق بصفة أساسية، وهي دراسات متخصصة يقوم بإعدادها خبراء الصندوق والعلماء الزائرون، وكذلك من الدراسات البحثية المختلفة المتعلقة بالسياسات.

ويعتمد هذا العدد من سلسلة "قضايا اقتصادية" على المادة التي تحتويها في الأصل ورقتا العمل الصادرتان عن صندوق النقد الدولي رقم ٥٠/٠٠ و ٢٩/٠٠، على التوالي، بعنوان "The Pros and Cons of Full Dollarization" و "The Choice of Exchange Rate Regime and Monetary Target in Highly Dollarized Economies"، وهما من إعداد أندرو بيرغ وإدواردو بورنزينتين. ويمكن للقراء شراء نسخة من ورقتي العمل المذكورتين بسعر ١٠ دولارات أمريكية للنسخة الواحدة من خدمات النشر والمطبوعات بصندوق النقد الدولي. وقد قام بإعداد نص هذا الكتيب تشارلز س. غاردنر.

مزايا وعيوب الدولار الكاملة

بعد انتهاء العمل بنظام بريتون وودز لأسعار الصرف الثابتة منذ حوالي ثلاثين عاما، بدأت البلدان تواجه من جديد مأزق التوصل إلى ترتيبات عملية لصرف عملاتها، وإن كان المأزق قد ازداد حدة عن ذي قبل، كما أصبحت الخيارات المتوفرة أمام البلدان أكثر تنوعا.

وأصبح اتخاذ قرار حول نظام الصرف الذي يتبع أكثر صعوبة مع تزايد التكامل في التجارة العالمية وأسواق رأس المال. فقد أدى ذلك إلى ظهور مشكلات جديدة وظهرت معها حلول جديدة لمسألة نظام الصرف الأفضل الذي يعمل على تعزيز أهداف التنمية في كل بلد. وأحدث هذه الحلول هو الدولار الكاملة الذي يتخلى البلد المعني بمقتضاه رسميا عن عملته ويعتمد عملة أكثر استقرارا لبلد آخر كعملة قانونية له، وهي في الغالب الدولار الأمريكي. وقد تبدو الدولار الكاملة، من وجهة نظر أي بلد تعتبر عملته عملة صعبة، إجراء أكثر راديكالية مما هو في الحقيقة. فاستخدام الدولار الأمريكي أو غيره من العملات الرئيسية منتشر بدرجة أو بأخرى في معظم البلدان النامية، ولا سيما في العقود المالية (راجع الإطار ١: "ما هي الدولار؟"). والدولرة الكاملة تعني اتخاذ الخطوة التالية بالانتقال من الدولار غير الرسمية المحدودة إلى الاستخدام الكامل والرسمي للعملة الأجنبية في جميع المعاملات.

ويتمثل عنصر الجذب الرئيسي للدولرة الكاملة في إزالة خطر الانخفاض المفاجئ والحاد في سعر صرف العملة الوطنية. وقد يسمح ذلك للبلد المعني بالتقليل من علاوة المخاطر التي تتحملها في حالة الاقتراض الخارجي. وقد يتمتع الاقتصاد القائم على الدولار بثقة أكبر من جانب المستثمرين الدوليين، وفروق أضييق في أسعار الفائدة على قروضها الدولية، وتكاليف أقل على المالية العامة، ومزيد من الاستثمارات والنمو.

الإطار ١: ما هي الدولار؟

يركز هذا الكتيب على *الدولرة الكاملة*، أي اعتماد بلد ما رسمياً لعملة بلد آخر في جميع معاملاتها المالية، اللهم إلا فيما يتعلق باحتياجاتها من العملات المعدنية. وعند النظر في اختيار مثل هذا النظام لسعر الصرف ينبغي أن يكون ماثلاً بالأذهان أمران:

- أن مصطلح *"الدولرة"* إنما يعبر باختصار عن استخدام أية عملة أجنبية في أي بلد غير بلدها. والقضايا التي يثيرها ذلك بالنسبة للبلدان الأخرى في منطقة تستخدم "راند" جنوب أفريقيا، على سبيل المثال، هي نفس القضايا التي قد تواجه بلدان شرق أوروبا، مثلاً، عند النظر في إمكان استخدام اليورو كعملة لها.

- إن معظم البلدان النامية - وكذلك بلدان التحول الاقتصادي على أثر اعتمادها لآليات السوق - تستخدم بالفعل شكلاً محدوداً وغير رسمي من أشكال الدولار. ويمتلك المقيمون بهذه البلدان - بدرجات متفاوتة - عملات أجنبية وودائع بالعملات الأجنبية في البنوك المحلية. وقد ينتشر استخدام الدولار، أو غيره من العملات الصعبة، في المعاملات اليومية إلى جانب العملة المحلية في البلدان التي يرتفع فيها معدل التضخم.

وهذه الدولار غير الرسمية إنما هي رد فعل لعدم الاستقرار الاقتصادي وارتفاع معدل التضخم ورغبة المقيمين في تنوع أصولهم وحمايتهم من مخاطر انخفاض قيمة عملاتهم المحلية. ومن المفيد التمييز بين باعشرين اثنين للطلب على الأصول بالعملات الأجنبية: *استبدال العملة واستبدال الأصول*. ففي حالة *استبدال العملة*، تستخدم الأصول الأجنبية كنقود، وبوجه خاص كوسيلة دفع ووحدة حساب، ويحدث ذلك عادة في ظروف التضخم المرتفع أو

تساؤلات حول نظم ربط العملة

هل يمكن لهذه المزايا أن تعوّض الأعباء التي تتحملها البلدان إذا تخلت عن عملتها الوطنية؟ إن الإجابات على هذا السؤال معقدة، وهي تتوقف في النهاية على الظروف الخاصة بكل بلد. لكن عدداً متزايداً من البلدان يفكر بجديّة في مسألة الدولار الكاملة عند النظر في التغييرات التي شهدتها الاقتصاد العالمي، ولا سيما خلال السنوات العشرين الماضية.

فخلال فترة الثمانينات التي اتسمت بارتفاع معدل التضخم، تركّز جانب كبير من النقاش بشأن نظم الصرف في البلدان النامية على دور "نظم ربط" سعر الصرف ("exchange rate pegs"). فالبلدان عادة ما تختار من بين مجموعة البدائل المتاحة أمامها، بما في ذلك ربط عملتها بسلة من العملات الأخرى

التضخم المفرط حيث يبحث الجمهور عن وسائل بديلة نتيجة لارتفاع تكلفة استخدام العملة المحلية في المعاملات. وقد يصعب التخلي عن العملة الأجنبية بسرعة بعد أن يصبح استخدامها في المعاملات أمرا شائعا. فقد لوحظ استمرار وتسارع الأخذ بنظام الدولار في بعض بلدان أمريكا اللاتينية وآسيا خلال السنوات الأخيرة، حتى بعد النجاح في تحقيق الاستقرار.

أما استبدال الأصول فهو ينتج عن اعتبارات تتعلق بالمخاطر وبالعائد على الأصول المحلية والأجنبية. ومن المعروف تاريخيا أن الأصول المقومة بالعملة الأجنبية تتيح الفرصة للتأمين ضد مخاطر الاقتصاد الكلي، مثل مخاطر عدم استقرار الأسعار والانكماش الذي يمتد لفترات طويلة في كثير من البلدان النامية. بل إنه حتى في ظل ظروف الاستقرار الراهنة فإن الأصول المقومة بالعملة الأجنبية قد تظل تؤدي هذا الغرض إذا كان المقيمون مقتنعين بوجود فرصة ولو بسيطة لحدوث نكسة تضخمية.

وهناك فوارق مهمة بين الدولار غير الرسمية والدولة الكاملة، وهي تثير مشكلات ذات طبيعة انتقالية أمام الحكومات التي تفكر في الأخذ بها. فالديون الحكومية والخاصة تقوم كلها بالدولار في ظل الدولة الكاملة، كما أن الحسابات العامة والخاصة على السواء يجب أن تحول إلى الدولار. ولذلك ينبغي للبلدان أن تحدد السعر الذي يتم به تحويل الديون القديمة والعقود والأصول المالية إلى الدولار.

وأخيرا فإن الاستقرار الذي تبشّر به الدولار هو نفسه استقرار نسبي، إذ أن الدولار الأمريكي - أو أية عملة صعبة أخرى يختار البلد المعني استخدامها - تتذبذب قيمته أمام العملات الأخرى المتداولة على نطاق واسع. وقد بلغت مثل هذه التقلبات درجة شديدة في بعض الأحيان في فترة ما بعد نظام بريتون وودز.

(مثل عملات شركائها التجاريين)، أو ربطها بشكل ما بمؤشر معدلات التضخم السائدة فيها، أو حتى الدخول معا في مجموعات، كما فعلت كثير من البلدان الإفريقية الناطقة بالفرنسية، من خلال الاتحادات النقدية المرتبطة بالفرنك الفرنسي.

وفي التسعينات تناقص معدل التضخم العالمي وازدادت حرية حركة رأس المال وحجم التدفقات الرأسمالية زيادة شديدة. ورغم ترحيب البلدان بالتدفقات الاستثمارية، فقد تعرضت لتهديد جديد مع تزايد معدل التواتر ودرجة الحدة اللذان اتسمت بهما هجمات المضاربة على العملات المعرضة للتخفيض حسب اعتقاد أسواق رأس المال.

وعلى وجه العموم، كان ضحايا أزمات العملة يطبقون نوعا من نظم ربط سعر الصرف. ومن ثم بدأ يظهر الاعتقاد بأن سهولة حركة رؤوس الأموال التي باتت تميز عالم اليوم قد تجعل نظم ربط سعر الصرف ذاتها سببا في اجتذاب

هجمات المضاربة، وأن أشد الخيارات تطرفا مثل التعويم الحر أو نظام مجلس العملة هي وحدها التي باتت صالحة للتطبيق. ويعتبر نظام مجلس العملة، الذي تدعم بموجبه الاحتياطات الدولية العملة المحلية دعما كاملا، أقوى أشكال النظم المتاحة لربط سعر الصرف.

ويهاجم مؤيدو الدولار الكاملة كلا من هذين الخيارين. فهم يرون أن التعويم الحر غير صالح لكثير من البلدان النامية نظرا لتعرضها لمخاطر التقلبات الشديدة في سعر الصرف. ولم يجرب نظام التعويم حتى الآن إلا في أكبر الاقتصادات النامية ذات النظم المالية المتقدمة نسبيا، مثل كوريا والبرازيل والمكسيك. ورغم أن الخبرة المكتسبة في هذا الصدد لا تزال محدودة، فقد سارت هذه التجارب بدون اضطرابات كبيرة حتى الآن.

وفي الوقت نفسه وقعت مجالس العملة فريسة لهجمات مضاربة باهظة الكلفة. فرغم نجاح الأرجنتين وإقليم هونغ كونغ الإداري الخاص التابع للصين في تطبيق نظام مجلس العملة، نجد أنهما تعرضتا لزيادات حادة في أسعار الفائدة وحالات انحسار في النشاط الاقتصادي خلال السنوات الأخيرة على أثر انتقال هجمات المضاربة إليهما من البلدان الأخرى.



جاذبية الدولار

استنادا إلى هذه الخلفية، اقترح رئيس جمهورية الأرجنتين، كارلوس منعم، في سنة ١٩٩٩ أن تعتمد بلاده الدولار الأمريكي كحل نهائي لمشكلاتها التي طال بقاؤها في مجال السياسة النقدية وسعر الصرف. وفي يناير ٢٠٠٠، وفي سياق أزمة اقتصادية وسياسية عميقة الجذور، اعتمدت الإكوادور الدولار الأمريكي كعملة قانونية.

وقد بدأ عدد من الاقتصاديين المرموقين بالدعوة إلى ضرورة تطبيق نظام الدولار في جميع البلدان النامية من حيث الأساس، بل إنهم حثوا بعض البلدان الصناعية على النظر في تطبيقه أيضا. ولأسباب من بينها

الاسترشاد بالمثل الأوروبي، حيث تخلت البلدان الأوروبية عن عملاتها لصالح اليورو، فقد اقترح البعض أن تتخذ كندا الدولار الأمريكي عملة قانونية في ضوء التطور الذي تشهده اتفاقية التجارة الحرة في أمريكا الشمالية (نافتا).

ويعتبر الترجيح بين مزايا وعيوب الدولار الكاملة أمرا معقدا نظرا لعدم وجود تجارب تاريخية فعلية في هذا المجال. ذلك أن بنما هي البلد الوحيد الكبير نوعا ما الذي مر بتجارب سابقة في مجال استخدام عملة أجنبية - وهي الدولار الأمريكي - كعملة قانونية، وهي بلد صغير نسبيا يرتبط بعلاقات تاريخية وسياسية واقتصادية وثيقة مع الولايات المتحدة. وحتى لو كانت هناك تجارب لبلدان أخرى يمكن تقييمها فلا بد من استمرارها لفترات أطول من المعتاد حتى يتسنى تقييم الخيارات النقدية وخيارات سعر الصرف. والسبب في ذلك أن الدولار نظام يكاد يكون دائما، كما أن بعض مزاياه لا يمكن أن تتحقق إلا على المدى الطويل.

ويفضي بنا تحليل الدولار الكاملة إلى مقارنتها بأقرب منافسيها: نظام مجلس العملة. وتبرز هذه المقارنة الآثار الرئيسية للدولرة وكيف تختلف آثارها عن تلك التي تترتب على مجرد ربط العملة بعملة قوية أخرى. وفضلا عن ذلك، فإذا كانت تكاليف ومنافع مجلس العملة معادلة، على الأقل، لتكاليف ومنافع الدولرة، فإن مجلس العملة يصبح بديلا أبسط وأفضل بالنسبة للبلدان التي تسعى لاعتماد نظام صرف مربوط بقوة.

والاختلافات بين نظامي مجلس العملة والدولرة قليلة ولكنها مهمة. والفرق الأساسي الذي يميز الدولرة هو أنها دائمة أو تكاد. فالرجوع عن الدولرة أصعب بكثير من تعديل نظام مجلس العملة أو التخلي عنه. والواقع أن أكبر المكاسب التي تحققها الدولرة هي المصادقية التي تنطوي عليها لأنها تكاد تكون غير قابلة للإلغاء. ومع ذلك فإن عدم قابلية الإلغاء هذه قد تكون باهظة التكلفة بالنسبة لبعض البلدان ذات الظروف الخاصة.

فالحكومة التي تأخذ بالدولرة الكاملة تتخلى بذلك عن العائد الذي يحققه لها رسم سك العملة "seigniorage" راجع الإطار ٢: ما هو رسم سك العملة؟، وهو ما لا يحدث في نظام مجلس العملة. ولكن البلد الذي يعتمد نظام الدولرة يحصل على أسعار فائدة أقل على قروضه الخارجية، نتيجة لقضائه التام على مخاطر تخفيض قيمة العملة.

ويتناول التحليل التالي هذه القضايا بمزيد من التفصيل. فتقدير حجم الوفورات المحتملة نتيجة لأسعار الفائدة الأدنى مسألة أكثر تعقيدا مما يبدو للوهلة الأولى، ولكن من الممكن وضع تقدير تقريبي للتكلفة المترتبة على خسارة العائد من رسوم سك العملة. وهناك آثار مهمة على الاستقرار الاقتصادي والتكامل المالي العالمي يتعذر وضع تقديرات كمية لها. وقد يكون التخلي التام عن إمكانية تخفيض قيمة العملة باهظ الكلفة بالنسبة لبعض

الإطار ٢: ما هو رسم سك العملة؟

لا يوجد اختلاف جوهري بين المفهوم القديم لرسم سك العملة، وهو الربح الذي تحققه الحكومة من سك عملات معدنية يكلفها سكها أقل من قيمتها الإسمية، وبين نفس المفهوم في حالة العملات الورقية الحديثة؛ فبطرح التكلفة الضئيلة التي يتطلبها طبع النقود الورقية، يصبح رسم سك العملة ببساطة هو الزيادة في حجم العملة المحلية.

ويمكن اعتبار العملة قرضا بدون فوائد، كما يمكن النظر إلى إمكانية إصدارها كمصدر للعائد بالنسبة للسلطات النقدية. فضلا على ذلك فإن الاحتياطات الإلزامية المطبقة على البنوك قد تكون غير مغلّة للفائدة أيضا (أو أن تكون الفوائد التعويضية المقابلة لها أقل بكثير من مستويات الأسعار السائدة في السوق) فتسهم بذلك في تحقيق عائد يماثل رسم سك العملة. ومن ثم فإن التدفق السنوي لرسم سك العملة كثيرا ما يقاس بحسب الزيادة في القاعدة النقدية (أي مجموع العملة بالإضافة إلى احتياطات البنوك).

وفي مقابل إصدار العملة، يكتسب البنك المركزي أصولا بفوائد، مثل احتياطات النقد الأجنبي، والأوراق المالية الحكومية، والقروض للبنوك الخاصة. وفي نظام مجلس العملة مثلا يتعين على البنك المركزي أن يكتسب احتياطات بالعملة الأجنبية تعادل إصداراته من العملة المحلية. ونتيجة لإصدار قروض بلا فوائد (العملة المحلية) والحصول على أصول بفوائد (احتياطات النقد الأجنبي.. الخ) يحقق البنك المركزي ربحا إجماليا

البلدان، بينما يكون غير ذي أثر يذكر بالنسبة لبعضها الآخر. لكن جميع البلدان يجب أن تبحث الآثار المترتبة على تقليص دور الدولة في تقديم تسهيلات المقرض الأخير ومساندة الجهاز المصرفي.

فهل تعتبر الدولار إذن نظاما أفضل لسعر الصرف، لا سيما بالنسبة للبلدان النامية؟ تتوقف إجابة هذا السؤال على السمات التي ينفرد بها كل بلد، ولكن تدقيق النظر في مزايا الدولار وعيوبها قد يوفر بعض الإرشاد العام في هذا الخصوص.



علاوة المخاطر

من المنافع الفورية التي تتحقق بالقضاء على مخاطر تخفيض العملة الحد من علاوة المخاطر على أسعار فائدة القروض الأجنبية ومن ثم حصول الحكومة ومستثمري القطاع الخاص على أسعار فائدة أقل. ويؤدي انخفاض أسعار الفائدة وزيادة الاستقرار في حركات رؤوس الأموال الدولية إلى التقليل من تكلفة خدمة الدين العام وتشجيع زيادة الاستثمارات والنمو الاقتصادي. ومن الصعب تقدير الحجم المحتمل لهذا الكسب. وثمة مثال جيد لبلد يواجه هذه المصاعب هو مثال الأرجنتين، حيث يقضي نظام مجلس العملة بتحديد قيمة البيزو الواحد بدولار واحد. فهناك سعر فائدة أعلى للاقتراض بالبيزو عن سعر الاقتراض بالدولار الأمريكي، مما يدل على أن المقرضين يرون أن التخلي عن ربط سعر الصرف لا يزال خطراً قائماً. ومع ذلك فإن سعر الفائدة على الأوراق المالية الحكومية الأرجنتينية والخاصة المقومة بالدولار يفوق مثيله أسعار الفائدة على ديون البلدان الصناعية، مما يعكس مخاطر توقف البلد المدين عن السداد أو المخاطر السيادية المرتبطة بالأوراق المالية المذكورة.

وفي ظل الدولار تختفي علاوة المخاطر الناتجة عن احتمال تخفيض سعر العملة، ولكن علاوة المخاطر السيادية تظل قائمة. وما دام بإمكان الحكومة والقطاع الخاص في الأرجنتين اختيار الاقتراض بالعملة الأجنبية أو العملة المحلية للبلاد، التي يتسم اقتصادها بدرجة عالية من الدولار، فإنهما يستطيعان بالفعل إلغاء التكلفة التي تترتب على مخاطر تخفيض قيمة العملة من خلال الاقتراض بالدولار. والسؤال الأساسي هو ما إذا كانت الدولار الكاملة، بقضائها على مخاطر العملة، يمكن أن تحدث تخفيضاً ملموساً في علاوة مخاطر التوقف عن سداد الديون المقومة بالدولار؟

ويمكن أن يساعد النظر في عائدات السندات ذات الخصائص المختلفة على توضيح كيفية تمييز الأسواق بين المخاطر السيادية أو مخاطر التوقف عن السداد وبين مخاطر تخفيض قيمة العملة. فالمخاطر السيادية يمكن قياسها بحسب الفرق في العائد على السندات الحكومية التي تصدرها حكومة الأرجنتين مقومة بالدولار الأمريكي بالمقارنة بسندات الخزانة الأمريكية. وقد مال هذا الفرق إلى التناقص مع مرور الزمن ولكنه ظل مع ذلك في حدود ٣,٢٪ في المتوسط خلال الفترة ١٩٩٧-١٩٩٨. ويمكن قياس مخاطر تخفيض قيمة العملة بحسب الفرق في العائد على السندات الأوروبية الدولية (Eurobonds) المقومة بالبيزو والدولار الأمريكي، والذي بلغ ٢,٥٪ في المتوسط خلال نفس الفترة.

وهناك حجج مؤيدة لكل من وجهتي النظر المطروحتين فيما يتعلق بمدى مسؤولية مخاطر تخفيض العملة عن نشأة المخاطر السيادية أو مخاطر التوقف عن السداد. ورغم تحرك هذين النوعين من المخاطر في ترابط وثيق،

إلا أن ذلك لا يعني وجود علاقة سببية بينهما. ومن المعقول في الواقع تفسير معظم الفروق بين البيزو والدولار على أساس عوامل مشتركة. فمثلاً، قد يؤدي "الهروب إلى حيث الجودة" (flight to quality) الذي يميز عالم اليوم إلى زيادة المخاطر المقيسة لكل من التوقف عن السداد وتخفيض قيمة العملة. وفي هذه الحالة، لا تفيد الدولار في تقليل الفروق مع الدولار بدرجة ملموسة.

ففي بنما، على سبيل المثال، وهي بلد يأخذ بنظام الدولار الكاملة، لا يحول انعدام مخاطر العملة دون تعرض البلاد لتقلبات في الشعور السائد في السوق تجاه الأسواق الناشئة بوجه عام. هذا بالإضافة إلى أنه ما دامت التغييرات التي تطرأ على فروق أسعار الفائدة في بنما لا يمكن أن تعكس مخاطر تخفيض قيمة العملة، فإن ذلك ينفي إمكانية تفسير الفروق القائمة في الأرجنتين، في جانب منها على الأقل، من خلال مخاطر العملة وحدها.

وقد تؤدي مخاطر تخفيض العملة إلى زيادة المخاطر السيادية لأسباب متعددة. فمثلاً، قد تتسبب الحكومات في زيادة مخاطر التوقف عن السداد وهي تسعى لتفادي أزمات العملة. وقد حدث ذلك في المكسيك عام ١٩٩٤ حين أصدرت الحكومة قدراً مفرطاً من السندات المقومة بالدولار أو السندات المؤشرة بالدولار من أجل الدفاع عن عملتها (البيزو). أو قد تفرض الحكومة ضوابط على رؤوس الأموال، فتتسبب في توقف المدينين الآخرين عن سداد الديون المقومة بالدولار، كما حدث في روسيا عام ١٩٩٨، بما يحول دون حصول المدينين من القطاع الخاص على العملات الأجنبية ومنعهم بذلك من خدمة ديونهم والتزاماتهم بهذه العملات. وعلى العكس، يمكن أن يؤدي تخفيض قيمة العملة إلى التقليل من احتمالات التوقف عن السداد من خلال تحسين الاقتصاد المحلي ومركز المالية العامة، كما كان الحال في النظام النقدي الأوروبي. بل إن تخفيض قيمة العملة الذي يؤدي في البداية إلى التباطؤ الاقتصادي قد يؤدي إلى تحسن الآفاق على المدى الأبعد، ومن ثم الحد من المخاطر السيادية أو احتمالات توقف البلد المدين عن السداد.

إن التحليل التاريخي لبيانات أسعار الفائدة في كل بلد هو وحده الذي يمكن أن يوضح مدى الانخفاض الذي يمكن أن يطرأ على علاوة مخاطر العملة في حالة اعتماد الدولار، كما يسمح بالاستدلال على تقييم الأسواق لاحتمالات التوقف عن سداد الديون الخارجية في غياب مخاطر أزمات العملة.



رسم سك العملة

يضحي البلد الذي يعتمد عملة أجنبية كعملة قانونية له بما يمكن أن يجنيه من رسوم سك العملة (Seigniorage)، وهي الأرباح التي تحققها السلطات النقدية نظير حق إصدار العملة الوطنية. وقد تكون التكلفة الفورية لإصدار العملة كبيرة في البداية، ثم تستمر بعد ذلك على أساس سنوي.

وتنطوي الدولار على نوعين من الخسارة فيما يتعلق بأرباح سك العملة: الأول هو التكلفة الفورية "للرصيد" القائم؛ فمع استحداث نظام الدولار وسحب العملة المحلية من التداول، يتعين أن تقوم السلطات النقدية بإعادة شراء رصيد العملة المحلية المتداول لدى الجمهور والبنوك، مما يعني عملياً أنها تعيد إليهم رسوم الإصدار التي كانت قد تجمعت لديها بمرور الزمن؛ أما النوع الثاني من الخسارة فهو ما يتعين على السلطات النقدية أن تتخلى عنه من عائدات رسوم الإصدار في المستقبل التي كان يمكن أن تحصل عليها من تدفق العملات الجديدة التي تطبع سنوياً للوفاء بزيادة الطلب على النقود.

وفي حالة الأرجنتين نجد أن التكلفة الأولى للدولرة، أي تكلفة الرصيد القائم، تتمثل في استرداد ما يعادل ١٥ بليون دولار من العملة المحلية خارج البنك المركزي، أي حوالي ٤٪ من إجمالي الناتج المحلي. وفضلاً على ذلك فإن خسارة رسوم إصدار العملة التي تنشأ عن زيادة الطلب عليها تبلغ حوالي بليون دولار سنوياً، أي حوالي ٠.٣٪ من إجمالي الناتج المحلي.

وبالنسبة للبلدان التي لا تملك بالفعل ما يكفي من احتياطات النقد الأجنبي لاسترداد عملتها المحلية بالكامل واعتماد الدولار، يمكن أن يتسبب شراؤها لرصيد العملة المحلية القائم في تحميلها تكاليف إضافية غير مباشرة. فإذا كان البلد ينقصه الائتمان اللازم لاقتراض الاحتياطات، فسوف يضطر لتعبئة هذه الاحتياطات من خلال فوائض الحساب الجاري. وقد يكلفه ذلك الكثير من حيث فرص الاستثمار الضائعة إذا كانت السياسة الأفضل هي الإبقاء على قدر من عجز الحساب الجاري عند مستوى يمكن تحمله، مثلما هو معتاد في البلدان النامية.

وتستطيع الولايات المتحدة الأمريكية أن تحصل على المزيد من رسوم الإصدار بسبب الدولار في البلدان الأخرى. لذلك فإن هناك حجة معقولة تؤيد اقتسام عائدات رسوم الإصدار الإضافية سالفة الذكر كلها أو بعضها بين السلطات الأمريكية والبلدان الأخرى التي تعتمد الدولار الأمريكي كعملة قانونية. وثمة سابقة في هذا الصدد تتمثل في الترتيبات التي تمت بين جنوب أفريقيا وثلاث دول أخرى تستخدم الراند (ليسوتو وناميبيا وسوازيلند). ورغم عدم وجود ترتيبات لاقتسام الرسوم بين الولايات المتحدة وبنما أو أي اقتصاد

آخر يطبق الدولار بصفة قانونية، فقد ظهرت بعض المبادرات في مجلس الشيوخ الأمريكي للنظر في سن تشريع يسمح برد رسوم سك العملة.



الاستقرار

رغم الأهمية التي تتسم بها فروق المخاطر ورسوم الإصدار، فمن شأن الدولار أن تحقق مكاسب أكبر على المدى الطويل، وإن كان من المتعذر ملاحظتها على الفور. فآزمات العملة تتسبب في إشاعة الفوضى في الاقتصاد المحلي، بالإضافة إلى ما تجره على البلدان النامية من زيادة في تكلفة الاقتراض. وقد انخفض إجمالي الناتج المحلي في المكسيك بمعدل ٧٪ في عام ١٩٩٥، كما شهدت البلدان الآسيوية المتضررة من آزمات العملة حالات كساد تراوحت نسبتها بين ٧ و ١٥٪ من إجمالي الناتج المحلي في عام ١٩٩٨. وقد قام معظم البلدان شديدة التضرر من الآزمات الأخيرة بتخفيض قيمة العملة الوطنية وتعويم سعر الصرف. وحتى البلدان التي تأخذ بنظام مجلس العملة، مثل إقليم هونغ كونغ الإداري الخاص التابع للصين والأرجنتين، تعرضت لهجمات مضاربة شرسة أصابتها بنكسات اقتصادية خطيرة، رغم النجاح في التصدي لها.

إن الدولار لن تقضي على خطر الآزمات الخارجية مادام احتمال هروب المستثمرين قائماً بسبب مشكلات ضعف مركز الميزانية أو سلامة النظام المالي. وقد يكون لهذا النوع من آزمات المديونية أضرار لا تقل في حدتها عن أضرار أية أزمة أخرى؛ وقد مرت بنما بالعديد من مثل هذه الآزمات. ومع ذلك، فإن الدولار تبشر بدرجة أكبر من الثبات في شعور السوق السائد، إذ يؤدي القضاء على مخاطر سعر الصرف إلى الحد من تواتر وجسامه الآزمات وحالات العدوى الناتجة عنها. كذلك فإن التقلبات الكبيرة في تدفقات رأس المال الدولية تحدث بدورها تقلبات حادة في الدورة الاقتصادية لدى الاقتصادات الناشئة، حتى وإن لم تنطو على آزمات في موازين المدفوعات.

الأثر على التجارة والعلاقات المالية

هناك حجة قوية أخرى مساندة للدولرة، وإن كانت تتعلق بالمدى الأبعد، وهي أن الدولرة القانونية الكاملة تجعل تحقيق التكامل الاقتصادي مع بقية العالم أكثر سهولة، ومن ثم تزداد صعوبة انعزال النظام المالي المحلي عن بقية العالم. فالدولرة قد تسمح بإقامة أساس قوي لقطاع مالي سليم يساعد على تحقيق نمو اقتصادي قوي ومطرد. وتعتمد هذه الحجة على أن الدولرة تعتبر تغييرا مؤسسيا لا رجعة فيه للوصول إلى معدل تضخم منخفض وإرساء المسؤولية عن المالية العامة، وتحقيق الشفافية.

وبالإضافة إلى ذلك فإن الدولرة قد تسهم أكثر مما يستطيع أي نظام آخر في تحقيق مزيد من التكامل الاقتصادي مع الولايات المتحدة الأمريكية - أو مع أي بلد آخر تستخدم عملته كعملة قانونية. وقد أثبت عدد من الدراسات أن المقاطعات الكندية أكثر ميلا للتكامل فيما بينها من حيث حجم التجارة ومستويات فروق الأسعار عنها مع ولايات أمريكية أكثر قربا منها جغرافيا، كما أن حجم التجارة فيما بينها يزيد على حجم تجارتها مع الولايات الأمريكية الأقرب بأكثر من عشرين ضعفا. ولذا فإن استخدام عملة مشتركة قد يكون عنصرا حيويا في تكامل الأسواق بالنظر إلى تكلفة المعاملات المنخفضة إلى حد ما والقيود البسيطة نسبيا على التجارة عبر الحدود الأمريكية الكندية. كذلك يمكن أن تؤدي الدولرة إلى زيادة الاندماج فيما بين الأسواق المالية. فمن أعمق الآثار التي أحدثتها الدولرة في بنما تحقيق الاندماج الوثيق بين جهازها المصرفي ومثيله في الولايات المتحدة، بل وفي بقية العالم، لا سيما بعد عملية التحرير الكبيرة التي شهدتها عامي ١٩٦٩ و ١٩٧٠ .



خيار الخروج

مع تطبيق الدولار الكاملة، يتخلى البلد المعني تخليا تاما عن سيطرته على السياسة النقدية وسياسة سعر الصرف. وقد يبدو ذلك مطابقا للوضع في ظل ترتيبات مجلس العملة، لأن البلد الذي يطبق نظاما لمجلس العملة لا يستطيع تخفيض قيمة عملته. غير أن هناك مجالا للعدول عن ربط سعر الصرف في ظل نظام مجلس العملة، وإن كان ذلك لا يتم إلا في ظروف استثنائية. أما نظام الدولار الكاملة فالهدف الأساسي منه هو القضاء على هذا الخطر المتمثل في تخفيض قيمة العملة.

الاستفادة من تخفيض قيمة العملة: قد تضطر البلدان إلى تخفيض قيم عملاتها إذا ما أصيبت بصدمات كبيرة، مثل حدوث طفرة هائلة في أسعار النفط العالمية أو انخفاض أسعار إحدى سلع التصدير المهمة. أما البديل الآخر فهو امتصاص هذه الصدمات عن طريق تخفيض الأجور الإسمية وإجراء تعديلات في الأسعار المحلية. وفي هذه الحالة، قد يكون الكساد الكبير عاقبة لا سبيل إلى اجتنابها، لا سيما في الاقتصادات التي تتسم أسواق العمل فيها بالجمود.

وقد دلت التجارب السابقة، مثل تجربة التخلي عن قاعدة الذهب وتجربة تخفيض قيمة الفرنك الإفريقي عام ١٩٩٤، على أن توافر خيار الخروج قد يكتسب أهمية بالغة في حالة الصدمات الحادة غير المتوقعة. فخلال فترة "الكساد الكبير" (Great Depression) مثلا، كانت البلدان الصناعية التي تفوقت على غيرها في تجاوز الأزمة هي البلدان التي سبقت بالخروج من نظام سعر الصرف الثابت آنذاك - أي قاعدة الذهب. وكانت الأرجنتين من هذه البلدان، حيث اقتصرت الأضرار فيها على نكسة اقتصادية بسيطة نسبيا حين بكرت بالتخلي عن قابلية تحويل العملة، ثم عملت على تنشيط الاقتصاد على نحو فعال من خلال السياسة النقدية لتعويض الأثر الانكماشى الذي أحدثته تدفقات رؤوس الأموال نحو الخارج.

وتعتبر بلدان منطقة الفرنك الإفريقية في غرب ووسط إفريقيا أمثلة حديثة لدول لجأت إلى ربط عملتها ربطا قويا بعملة بلد آخر ولكنها نجحت مع ذلك في تخفيض قيمة العملة لمواجهة الصدمات الخارجية الحادة وتباطؤ النمو. ومنطقة الفرنك الإفريقية التي تضم ١٤ بلدا أقرب ما تكون إلى ترتيب لمجلس العملة تم بمقتضاه تثبيت سعر صرف العملة، وهي قابلة للتحويل بصورة كاملة، عند مستوى التعادل مع الفرنك الفرنسي منذ عام ١٩٤٨ وحتى ١٩٩٤. ومنذ النصف الثاني من الثمانينات حتى أوائل التسعينات ظل الناتج في منطقة الفرنك الإفريقية ثابتا في الوقت الذي استمر فيه ارتفاع قيمة الفرنك الفرنسي أمام الدولار الأمريكي، وتزايدت قيمة الفرنك الإفريقي، وتدهورت معدلات التبادل التجاري وارتفعت تكاليف العمالة ارتفاعا حادا. وفي عام ١٩٩٤ لجأت البلدان الأربعة عشر إلى تخفيض قيمة عملتها بنسبة ٥٠٪، مما حقق لها نتائج أفضل من حيث زيادة الناتج والصادرات والاستثمار. وأخيرا فإن البلدان التي يتمتع واضعو السياسات فيها بمصداقية كبيرة يمكنها تحقيق نتائج إيجابية بتخفيض قيمة عملتها الوطنية، لأن المرجح في

هذه الحالة هو أن تكون توقعات تضخم فيها أقل منها في البلدان التي تتسم بضعف سجل أدائها في مجال سياسات المالية العامة والسياسات النقدية. فعلى سبيل المثال، لم يحدث تخفيض قيمة الفرنك الإفريقي إلا نسبة بسيطة من التضخم بسبب تاريخها الطويل في الاعتماد على التعديلات الداخلية فحسب لمواجهة الصدمات الاقتصادية.

تخفيض قيمة العملة المرتبط بتكاليف مرتفعة: يستفاد من هذه الأمثلة أن البلدان قد تدفع ثمنا باهظا لإضعافها فرص الاستفادة من خيار الخروج من ترتيب سعر الصرف الثابت. والعكس صحيح أيضا إذا ما كانت إدارة السياسة النقدية ضعيفة وتوقعات التضخم شديدة الحساسية لتقلبات سعر الصرف. فمن الممكن أن يؤدي تخفيض قيمة العملة في هذه البلدان إلى ارتفاع الأسعار المحلية ارتفاعا شديدا بحيث يصبح من الصعب إحداث تغيير في سعر الصرف الحقيقي. وبالمثل، ففي البلدان التي يعتمد اقتصادها على الدولار اعتمادا تاما حتى أن الدولار أصبح في معظم الأحيان هو وحدة الحساب المستخدمة واقعيا، يؤدي تخفيض قيمة العملة إلى التعجيل بارتفاع الأسعار المحلية، مما يحد مرة أخرى من فعالية هذا التخفيض. وفي الواقع إن هذه الأسباب كانت الدافع الأساسي الذي حدا بالأرجنتين إلى الأخذ بنظام مجلس العملة.

أما البلدان التي تشجع فيها دلورة الأصول المالية فليدونها مبرر آخر لتجنب تخفيض قيمة العملة. فإذا كانت البنوك أو الشركات في هذه البلدان تحصل على قروض كبيرة مقومة بالدولار الأمريكي، فمن شأن التخفيض أن يلحق ضررا بليغا بميزانياتها العمومية. وحتى إذا كانت البنوك تقوم بإقراض المبالغ المقرضة (on-lending) إلى شركات محلية بالدولار الأمريكي، مع مراعاة توازن مخاطر العملة في دفاترها المحاسبية، فهي ستظل معرضة لمخاطر كبيرة من هذا النوع. ذلك أن الانخفاض الحاد في قيمة العملة المحلية يؤدي إلى انخفاض كبير مقابل في إيرادات عملاء البنوك بالدولار، مما يحد من قدرتهم على خدمة ديونهم المحررة بالدولار.

وكما أوضحت أزمات العملة في المكسيك عام ١٩٩٤ وفي بلدان شرق آسيا عام ١٩٩٧، فإن ضعف النظم المصرفية واعتماد القطاع الخاص اعتمادا شديدا في معاملاته على النقد الأجنبي، يؤدي إلى تعريض السلامة المالية للبنوك والشركات لمخاطر جسيمة في أعقاب تخفيض العملة تصل إلى حد إحداث اضطراب شديد في النشاط الاقتصادي. لذا فإن تخفيض قيمة العملة كخيار على صعيد السياسة قد يسفر عن تكاليف مفرطة في الارتفاع بالنسبة للاقتصادات شديدة الاعتماد على الدولار، ولن يكون الانتقال إلى الدولار الكاملة في هذه الحالة سببا في فقدان أداة مهمة من أدوات السياسة النقدية.



وظيفة المقرض الأخير واستقرار النظام المالي

رغم ما تحقّقه الدولار الكاملة من إبعاد النظام المصرفي عن مخاطر تخفيض قيمة العملة، فهي لا تستأصل أسباب الأزمات المصرفية من جذورها. وعند وقوع هذه الأزمات، من المرجح أن تقف الدولار الكاملة عقبة أمام أداء البلد المعني لوظيفة المقرض الأخير ومن ثم تعوق البنك المركزي عن إصدار رد الفعل المطلوب تجاه الطوارئ التي يتعرض لها النظام المالي. ويتعين هنا التفرقة بين دور البنك المركزي في تشغيل نافذة خصم لتوفير السيولة على المدى القصير وبين دوره كضامن نهائي لاستقرار النظم المالية ونظم المدفوعات في حالة التدافع على سحب الأرصدة المصرفية من النظام ككل. وينبغي ألا تكون الدولار معوقا كبيرا لقدرة السلطات على توفير السيولة للنظام على المدى القصير أو مساعدة فرادى البنوك التي تمر بضائقة مالية. ومثل هذه التسهيلات تكون متوفرة إذا قام البنك المركزي (أو ما في حكمه) بتجنيب الأرصدة اللازمة مقدما أو ربما إذا كانت لديه خطوط ائتمان لدى البنوك الدولية.

وعلى العكس فإن الحكومة تفقد بعض قدرتها على مواجهة التدافع المفاجئ على ودائع البنوك في الجهاز المصرفي كله. فحين يعم فقدان الثقة، تعجز السلطات عن توفير الضمان اللازم لنظام المدفوعات برمته أو دعم الودائع المصرفية بالكامل. ذلك أن قدرة البنك المركزي على طبع النقود حسب الحاجة تعتبر في نهاية المطاف الميزة التي تسمح له بضمان تسديد كافة الاستحقاقات (بالعملة المحلية) دون أدنى شك وتحت أي الظروف. وما إن يفقد البنك المركزي قدرته على طبع النقود حتى تبدأ القيود على دوره كمقرض أخير في الظهور. والاحتمال كبير ألا يتوفر للبلدان ما يكفي من الموارد لمواجهة مثل هذه الحالة، إذا كانت قد تحولت إلى الدولار الكاملة وأنفقت احتياطاتها من النقد الأجنبي في استرداد رصيد عملتها المحلية.

أداة وقائية لمجالس العملة: لا تستطيع مجالس العملة تكوين القاعدة النقدية إلا بقدر ما يتراكم لديها من احتياطات، الأمر الذي يجعلها أشبه ما تكون، من حيث القيود المفروضة عليها، بالسلطات النقدية في أي اقتصاد قائم على الدولار. غير أن السلطات قد سمحت لنفسها في بعض الحالات المهمة في ظل مجالس العملة بشيء من المرونة في خلق نقود غير مدعومة بالكامل بهامش مقابل، وذلك لأسباب متعددة من بينها اكتساب القدرة على التصدي للأزمات المصرفية. فمثلا، عند حدوث حركة المضاربة ضد البيزو الأرجنتيني أثناء أزمة "كيلا" في عام ١٩٩٥، تمكنت السلطات الأرجنتينية

من تلبية جزء من احتياجات تحويل الودائع المحررة بالبيزو إلى ودائع بالدولار يحتفظ بها في الخارج وكذلك إلى نقد بالدولار. ومن خلال التخفيض المؤقت للاحتياطيات المستخدمة كغطاء للقاعدة النقدية، تمكنت السلطات من زيادة السيولة بالدولار وتوفير الائتمان الدولارى اللازم للبنوك حتى تستطيع البقاء. وفي أعقاب الهجمة التي تعرض لها دولار هونغ كونغ في عام ١٩٩٧، استحدثت السلطة النقدية بهونغ كونغ في سبتمبر ١٩٩٨ "نافذة خصم" لتوفير السيولة قصيرة الأجل للبنوك بطريقة أكثر مرونة وبتكلفة أقل مما كان عليه الحال في ظل الترتيبات السابقة. ومن المتوقع أن يؤدي النظام الجديد إلى الحد من التقلب في أسعار الفائدة المحلية قصيرة الأجل. ولكن الحد الأقصى لعمليات إعادة الخصم محدود والسلطة النقدية بهونغ كونغ توفر لها تغطية كاملة بالنقد الأجنبي. إن إمكانية التكيف مع ظروف السحب المكثف للودائع المصرفية في ظل مجلس العملة محدودة بالضرورة. والواقع أنه حتى بغير القيود التي يفرضها نظام مجلس العملة فإن قدرة البنك المركزي محدودة أيضا على إيجاد مخرج من الأزمة المالية باللجوء إلى طبع النقود فقط. فعملية حقن الجهاز المصرفي بالسيولة حتى لا يتوقف عن دفع الودائع المطلوبة قد لا يؤدي إلا إلى مزيد من الضغوط على الاحتياطيات الأجنبية أو على سعر الصرف.



النتائج الختامية

خلاصة القول أن للدولرة مزايا وعيوب تتلخص أهمها فيما يلي:

المزايا

- تتفادي الدولرة أزمات العملة وميزان المدفوعات. فبغير عملة محلية لا يمكن أن يحدث انخفاض حاد في قيمتها أو تدفق مفاجئ لرووس الأموال نحو الخارج نتيجة للمخاوف من تخفيض قيمة العملة.
- تستتبع الدولرة مزيدا من الاندماج في الاقتصاد العالمي والأمريكي نتيجة لتناقص تكلفة المعاملات وضمان استقرار الأسعار بالدولار.
- بعد القضاء نهائيا على إمكانية التمويل التضخمي من خلال اعتماد الدولرة، تستطيع البلدان أيضا تقوية مؤسساتها المالية وبث شعور إيجابي تجاه الاستثمار المحلي والدولي على حد سواء.

العيوب

- من المرجح أن تتردد البلدان في التخلي عن عملتها الوطنية باعتبارها رمزا قوميا، لا سيما إذا كان ذلك لصالح عملات بلدان أخرى. ومن الناحية العملية، تعتبر المقاومة السياسية رد فعل شبه مؤكد، بل ويرجح أن تكون شديدة.
 - ومن وجهة النظر الاقتصادية، فإن حق البلد في إصدار عملته الوطنية يدر عليه عائدات من رسوم الإصدار التي تعد بمثابة أرباح للبنك المركزي يقوم بتحويلها إلى الحكومة. وتعتبر هذه خسارة للبلدان المنفذة للدولرة وكسبا للولايات المتحدة ما لم توافق على اقتسام الرسوم معها.
 - يتخلى البلد المنفذ للدولرة عن كل إمكانات تطبيق سياسة مستقلة على الصعيد النقدي أو على صعيد أسعار الصرف، بما في ذلك استخدام ائتمان البنك المركزي لتوفير السيولة اللازمة لدعم الجهاز المصرفي في حالات الطوارئ.
- فهل ترجح كفة التكاليف أم المنافع في ميزان الدولرة؟ قد تبدو الإجابات متساوية في الترجيح إلى حد يصيب المرء بالإحباط، وهي نتيجة لا مفر منها بالنظر إلى تعقد الموضوع والافتقار إلى المعرفة الكاملة به. ولكن من الممكن، على الأقل، تقدير المنافع المحتملة لانخفاض أسعار الفائدة وتكلفة إيرادات سك العملة الضائعة. أما الكثير من الاعتبارات الأساسية الأخرى، مثل أهمية الاحتفاظ بخيار الخروج وبسبل الحماية التي يوفرها المقرض الأخير، فيستحيل وضع تقديرات كمية لها.

ما هي البلدان التي يرجح أن تستفيد من الدولار؟ تأتي في المقدمة تلك البلدان التي تتسم اقتصاداتها بدرجة عالية من الاندماج مع الولايات المتحدة من حيث العلاقات التجارية والمالية. ومع ذلك فإن معظم بلدان أمريكا اللاتينية تختلف تمام الاختلاف عن الولايات المتحدة من حيث هيكلها الاقتصادي، ومن ثم فقد لا تستفيد كثيرا من نظام الدولار ما لم يصحبه اندماج عميق مع السوق الأمريكي، كما هو الحال في الاتحاد الأوروبي. وقد ركزنا في هذا التحليل على مجموعة أخرى من البلدان المرشحة لتطبيق الدولار، وهي اقتصادات السوق الناشئة المعرضة لتدفقات رؤوس الأموال المتقلبة ولكنها ليست بالضرورة وثيقة الصلة بالولايات المتحدة بالمفهوم الاقتصادي. وبالنسبة لهذه المجموعة، كلما انتشر استخدام الدولار الأمريكي في أسواق السلع المحلية والأسواق المالية، تناقصت ميزة الاستمرار في استخدام العملة الوطنية. ففي أي اقتصاد يعتمد اعتمادا شديدا على الدولار، تكون رسوم سك العملة قليلة (وتكون تكلفة شراء الرصيد المتبقي من العملة المحلية قليلة أيضا)، كما أن حجم انكشاف البنوك وقطاعات الأعمال سيجعل تخفيض العملة المحلية أمرا خطيرا من المنظور المالي، كما أن سعر الصرف لن يعمل كأداة للسياسة النقدية نظرا لعدم مرونة الأسعار بالدولار الأمريكي. وفي مثل هذه الأحوال، قد يكون للدولرة مزايا أكبر مما ترتبه من تكاليف.



يمكن الاطلاع على النص الكامل لورقة العمل الأصلية، وكذلك الجداول والأشكال البيانية ذات الصلة، في موقع صندوق النقد الدولي على شبكة الإنترنت وعنوانه : <http://www.imf.org/EXTERNAL/PUBS/CAT/shorters.cfm>

سلسلة قضايا اقتصادية

1. *Growth in East Asia: What We Can and What We Cannot Infer*. Michael Sarel. 1996.
2. *Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth?* Atish R. Ghosh, Anne-Marie Gulde, Jonathan D. Ostry, and Holger Wolf. 1996.
3. *Confronting Budget Deficits*. 1996.
4. *Fiscal Reforms That Work*. C. John McDermott and Robert F. Wescott. 1996.
5. *Transformations to Open Market Operations: Developing Economies and Emerging Markets*. Stephen H. Axilrod. 1996.
6. *Why Worry About Corruption?* Paolo Mauro. 1997.
7. *Sterilizing Capital Inflows*. Jang-Yung Lee. 1997.
8. *Why Is China Growing So Fast?* Zulu Hu and Mohsin S. Khan. 1997.
9. *Protecting Bank Deposits*. Gillian G. Garcia. 1997.
10. *Deindustrialization—Its Causes and Implications*. Robert Rowthorn and Ramana Ramaswamy. 1997.
11. *Does Globalization Lower Wages and Export Jobs?* Matthew J. Slaughter and Phillip Swagel. 1997.
12. *Roads to Nowhere: How Corruption in Public Investment Hurts Growth*. Vito Tanzi and Hamid Davoodi. 1998.
13. *Fixed or Flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990s*. Francesco Caramazza and Jahangir Aziz. 1998.
14. *Lessons from Systemic Bank Restructuring*. Claudia Dziobek and Ceyla Pazarbasog˘lu. 1998.
15. *Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy*. Guy Debelle, Paul Masson, Miguel Savastano, and Sunil Sharma. 1998.
16. *Should Equity Be a Goal of Economic Policy?* IMF Fiscal Affairs Department. 1998.

-
17. *Liberalizing Capital Movements: Some Analytical Issues*. Barry Eichengreen, Michael Mussa, Giovanni Dell'Ariccia, Enrica Detragiache, Gian Maria Milesi-Ferretti, and Andrew Tweedie. 1999.
 18. *Privatization in Transition Countries: Lessons of the First Decade*. Oleh Havrylyshyn and Donal McGettigan. 1999.
 19. *Hedge Funds: What Do We Really Know?* Barry Eichengreen and Donald Mathieson. 1999.
 20. *Job Creation: Why Some Countries Do Better*. Pietro Garibaldi and Paolo Mauro. 2000.
 21. *Improving Governance and Fighting Corruption in the Baltic and CIS Countries: The Role of the IMF*. Thomas Wolf and Emine Gürgen. 2000.
 22. *The Challenge of Predicting Economic Crises*. Andrew Berg and Catherine Pattillo. 2000.
 23. *Promoting Growth in Sub-Saharan Africa: Learning What Works*. Anupam Basu, Evangelos A. Calamitsis, and Dhaneshwar Ghura. 2000.
 24. *Full Dollarization: The Pros and Cons*. Andrew Berg and Eduardo Borensztein. 2000.



أندرو بيرغ يعمل نائب الوزير المساعد لشؤون أمريكا اللاتينية وشرق آسيا بوزارة الخزانة الأمريكية. وفي فترة إعداده للبحث المنشور في هذا الكتيب كان يعمل في إدارة البحوث بصندوق النقد الدولي. وقد حصل على درجة الدكتوراه في الاقتصاد من معهد ماساتشوستس للتكنولوجيا، وكان اقتصاديا رئيسا وقائدا لفرقة العمل المعنية بالمكسيك في الخزانة الأمريكية خلال أزمة البيزو المكسيكي.



إدوارد بورينزتين يعمل رئيسا لقسم دراسات البلدان النامية بإدارة البحوث في صندوق النقد الدولي، حيث قاد دراسات متنوعة عن الدولار. وقد حصل على درجة الدكتوراه في الاقتصاد من معهد ماساتشوستس للتكنولوجيا، وانضم إلى صندوق النقد الدولي في عام ١٩٨٤ حيث عمل بالإدارتين الآسيوية والإفريقية، بالإضافة إلى دراسة البحوث. وقبل انضمامه إلى الصندوق كان يعمل في البنك المركزي بالأرجنتين، وكان اقتصاديا أولا بمؤسسة الدراسات

**Full Dollarization
The Pros and Cons
(EI 24 - Arabic)**

ISBN 1-55775-996-0