

## نقش جمهوری چین در سیستم برتون وودز احیاشده (موضوع هویت گمراه‌کننده)<sup>۲۰۱</sup>

مؤلفان: موریس گلدشتاین و نیکولاس آر. لاردی<sup>۲۰۲</sup>

مترجم: سید وحید احمدی<sup>۵</sup>

### مقدمه

در پی بحثی که توسط سه اقتصاددان دویچه بانک (Garber- Landau و

- 1- China's Role in the Revived Breton Woods System: A Case of Mistaken Identity.  
۲- نگارندگان خلاصه‌ای از مقاله پیش رو را در چهارم مارس ۲۰۰۵، در مجله فاینانشال تایمز با عنوان (A faulty strategy weakens chain's prospects) ارائه نموده‌اند. پیش نویس اولیه این مقاله در حمایتی به عنوان "رواج مجدد سیستم برتون وودز: بینشی نو برای توسعه آسیایی" که در فدرال رزرو سان فرانسیسکو در تاریخ فوریه ۲۰۰۵ برگزار گردید ارائه شد. نویسندگان در تهیه پیش نویس اولیه، این کار را وامدار پیشنهاد‌های مفید John Williamson و Bill Cline و Ted Truman دانسته‌اند. اینک Anna Wong و Thomas Flynn نیز در تحقیق مزبور مشایعت و همکاری قابل تحسین نموده‌اند.
- 3- Morris Goldstein and Nicholas R. Lardy.  
۴- Morris Goldstein از ۱۹۹۷ تا ۱۹۹۴ به عنوان کارمند ارشد صندوق بین المللی پول (در فاصله ۱۹۸۷ تا ۱۹۹۴ در سمت معاون اداره تحقیقات IMF) انجام وظیفه نمود. نامبرده در تحقیقات متعددی که در خصوص کشورهای آسیایی صورت گرفت به عنوان مؤلف و یا همکار طرح مشارکت داشته است. Nicholas R. Lardy در فاصله سالهای ۹۵-۱۹۹۱ در مؤسسه عالی مطالعات بین الملل دانشگاه واشنگتن به عنوان مدیر مؤسسه و در خصوص سالهای ۲۰۰۳-۱۹۹۵ به عنوان همکار عالی در برنامه مطالعات سیاست خارجه در مؤسسه بروکینگ فعالیت نموده است. مشارالیه نیز تحقیقات گسترده‌ای در ارتباط با منطقه آسیا و مسائل جهانی نموده است.
- ۵- محقق اداره بررسیها و سیاستهای اقتصادی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

Dooley, Folkerts که از این پس با حروف اختصاری DFG از آنها یاد می‌شود) مطرح و به آن دامن زده شد، جای‌نگرانی نسبت به تداوم حجم عظیم کسری حساب جاری ایالات متحده یا نرخ‌های ارز کم‌ارزش‌گذاری شده گروهی از کشورهای آسیایی باقی نمی‌ماند. (Dooley, Folkerts-Landau, and Garber 2003, 2004b, 2004c, Folkerts-Landau 2004)

این سه اقتصاددان در بررسی خود به این نتیجه رسیدند که ایالات متحده و اقتصادهای آسیایی به یک قرارداد ضمنی موسوم به "سیستم برتون وودز احیا شده"<sup>۱</sup> قدم گذارده‌اند، که به راحتی برای یک یا دو دهه دیگر، منافع خالصی را برای هر دو طرف (ایالات متحده و اقتصادهای آسیایی) در پی خواهد داشت. بدین ترتیب ایالات متحده به سهم خود از منابع پایدار و در عین حال کم هزینه، جهت تأمین حجم انبوه کسری حساب جاری خود - که برآورد می‌شود همواره در سطح ۶۶۰ میلیارد دلار و یا به تعبیری ۵/۵ درصد از GDP این کشور در سال ۲۰۰۴ برسد (و به باور بسیاری از تحلیل‌گران در سالهای آتی بر حجم کسری مزبور افزوده خواهد شد) - بهره می‌برد (Cline forthcoming Mann 2004).

اگر حجم عظیم خرید اوراق بهادار خزانه داری ایالات متحده توسط کشورهای آسیایی نبود، قطعاً نرخ‌های بهره ایالات متحده بالاتر از حد کنونی و تأمین مالی خارجی کسری توسط این کشور کم‌اطمینان‌تر و به عبارتی تأمین وجوه پرهزینه‌تر و سخت‌تر از شرایط حاضر بود و چه بسا، نهایتاً به نوعی عدم انضباط در ایجاد تراز میان پس‌انداز - سرمایه‌گذاری در این کشور می‌انجامید. بعلاوه وضعیت مناسب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در این کشورهای آسیایی، این امکان را به شرکتهای آمریکایی می‌دهد که با استفاده از نیروی کار ارزان و در عین حال ماهر کشورهای مزبور بتوانند سودهای کلان و ورای معمول برای این سرمایه‌گذارها (کشورهای آسیایی) فراهم آورد.

۱- از این پس به جای این واژه از حروف اختصاری BW2 استفاده می‌کنیم.

از منظر کشورهای آسیایی، دخالت مستمر و همه جانبه این کشورها در بازار ارز، باعث محدودشدن و یا حتی جلوگیری از افزایش ارزش و منع تقویت پول ملی این کشورها در برابر دلار آمریکا می‌شود. کم ارزشگذاری پول ملی به نوبه خود، لازمه پی‌ریزی و بنانهادن استراتژی توسعه مبتنی بر صادرات به منظور تحقق رشد اقتصادی و ایجاد اشتغال در کشورهایی است که از مازاد و تراکم نیروی انسانی برخوردار بوده و برای پیشگیری از بروز هرگونه نارسایی و فشار اجتماعی در اقتصادشان ناچار به توسل به چنین ابزارهایی هستند.

به باور اقتصاددانان مذکور (DFG)، توان فروش محصولات در بازارهای جهانی نشانگر کیفیت سرمایه‌گذاری‌ها و اشتغال ایجاد شده در کشورهای آسیایی می‌باشد. همین‌طور سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در صنایع تولید کالاهای صادراتی، در کنار تلاش سرمایه‌گذاران داخلی جهت راه‌اندازی صنایع مزبور نشانه تحقق موجودی سرمایه (در حد و اندازه جهانی برای تولید) بوده که در فقدان چنین امکانی، هدف مزبور در شرایط ناکارایی و اختلالات در سیستم مالی داخلی محقق نمی‌شد. کشورهای آسیایی متعاقب استقبال چشمگیر سرمایه‌گذاران آمریکایی به سرمایه‌گذاری در این کشورها و تمایل آنها به تداوم دسترسی به این بازارها، حفظ سود و کاستن از منازعات تجاری با کشورهای آسیایی، متفقا بر باز بودن بازارهای ایالات متحده به روی کالاهای صادراتی خود تاکید داشته و برای تحقق این مقصود تلاش می‌کنند.

چین نقشی اساسی در BW2 ایفا می‌کند. این کشور بزرگترین بازار کار مواجه با مازاد تراکم عرضه نیروی کار در دنیا و بزرگترین پذیرای سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی می‌باشد. ضمن اینکه با جای گرفتن در زمره یکی از دو منبع بزرگ رسمی تأمین مالی کسری حساب جاری آمریکا در طی دو سال گذشته، دومین نگهدارنده

رسمی اوراق بهادار خزانه‌داری ایالات متحده محسوب می‌شود. از طرف دیگر ایالات متحده نیز برای مدت یک دهه بزرگترین بازار صادراتی برای کشور چین بوده است. DFG در تحلیل خود به برخی جوانب دیگر اقتصاد کشورهای آسیایی در چارچوب BW2 (بویژه بادر نظر گرفتن کشور چین) پرداخته‌اند از این جمله می‌توان به ۱- سیستم مالی داخلی ضعیف که در تخصیص پس‌اندازهای داخلی در مسیرها و کانالهای کارا تر تولید با مشکل روبه‌رو می‌باشد، ۲- اقتصادی که پیکره صادراتی آن تقریباً کاربر می‌باشد، ۳- کشورهایی که هرگونه ضعف و ناتوانی در ایجاد متناسب شغل موجبات بروز عواقب نابسامان اجتماعی برای رهبران سیاسی را پدید می‌آورد و بسیاری مشکلات دیگر را که از مشخصه‌های این اقتصادها می‌باشد، اشاره کرد. DFG به تناوب از مجموعه آمار کشور چین برای به تصویر کشیدن ویژگی‌های این کشور و ارائه پیش‌بینی نسبت به BW2 استفاده نموده‌اند.

تطبیق دیگر اقتصادهای آسیایی با قالب BW2 بالنسبه مشکل‌تر می‌باشد.

ژاپن بزرگترین نگهدارنده اوراق بهادار خزانه‌داری ایالات متحده در میان کشورهای خارجی بوده، به شدت در بازار ارز مداخله کرده و در اواخر سال ۲۰۰۳ و سه ماهه اول سال ۲۰۰۴ به وضوح در جهت تقویت دلار تلاش نمود. اما این کشور به لحاظ مازاد نیروی کار مشکل خاصی نداشته و در خصوص پذیرش سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی بسیار بسته عمل می‌کند.

هند و بنگلادش با تراکم و مازاد نیروی کار مواجهند، لیکن بنگلادش در تأمین مالی کسری حساب جاری ایالات متحده نقش مهمی ندارد. هند در این خصوص در مقایسه با چین، ژاپن و تایوان از درجه اهمیت کمتری برخوردار می‌باشد. در مجموع تایوان، هنگ‌کنگ، مالزی، سنگاپور، تایلند و فیلیپین ذخایر بین‌المللی خود را در سال

۲۰۰۳ و ۲۰۰۴ به میزان قابل توجهی (۲۴۲ میلیارد دلار) افزایش دادند با این وجود این اقتصادها به طور ملموسی از یکدیگر متفاوت بوده و هیچکدام، تمامی ویژگیهای برشمرده شده برای اقتصادهای آسیایی در BW2 را پوشش نمی‌دهند. بویژه همان‌گونه که ذیلاً نیز اشاره می‌شود تفاوت قابل توجهی میان منافع این کشورهای آسیایی - که شرط اساسی جهت ایجاد اعتبار و مقبولیت BW2 می‌باشد- وجود دارد.

بنابراین BW2 عموماً به قدرت پاسخگویی این سیستم در تبیین انگیزه‌های چین و ایالات متحده در اتفاق و پایبندی به مجموعه‌ای خاص از سیاستهای نرخ ارز، تجارت، سرمایه‌گذاری و جریان سرمایه (برای یک یا دو دهه آینده) بستگی دارد. همان‌گونه که در ادامه نیز اشاره می‌شود، تطبیق چین با ساختار BW2 با برخی از روندها و ویژگیهای اقتصاد این کشور همخوانی ندارد، ضمن اینکه استراتژی آرایه‌بندی شده در BW2 برای توسعه بلند مدت اقتصادی چین کارساز و معقول به نظر نمی‌رسد. در پیوند با اموری چون؛ رفتار نرخ واقعی ارز، هزینه عقیم‌سازی، جریان عظیم ورود سرمایه، نقش سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در تأمین مالی سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت چین، میزان مشارکت بنگاههای خارجی در بخش صادرات چین و یابار مالکیت صنایع تولیدکننده کالاهای صادراتی و تبیین استراتژی اقتصاد سیاسی مبنی بر حمایت تجاری در ایالات متحده، BW2 به هیچ عنوان نمی‌تواند توضیح مناسب و قانع‌کننده‌ای در خصوص نحوه رفتار چین در گذشته و برنامه این کشور برای آینده، ارائه نماید. نگارندگان مقاله حاضر نتیجه گرفته‌اند که در BW2 به هیچ عنوان یک پاسخ متقاعدکننده برای کسری عظیم حساب جاری ایالات متحده و کم‌ارزش‌گذاری شدن نرخ ارز در کشورهای آسیایی و اینکه این روند می‌تواند و یا باید در دهه آینده و یا برای مدتی طولانی ادامه یابد نمی‌توان یافت. در عوض BW2 در خوش بینانه‌ترین

حالت عبارتست از یک توضیح بخردانه و حاکی از بصیرت که برخی از عوامل دخالت کشورهای آسیایی را در بازار ارز در سالهای ۲۰۰۳ و ۲۰۰۴ توجیه نموده و شاید تا حدودی بتواند سیاست مالی ایالات متحده را در دوره مزبور توضیح دهد.

### سیاست نرخ ارز کشور چین

در بطن ساختار BW2 این باور نهفته است که کشورهای بستانکار (اعتباردهنده) آسیایی بویژه چین، دارای یک خواسته عمیق ملی در جهت کم ارزشگذاری نرخ واقعی ارز به منظور تشویق صادرات و تحریک رشد صادرات محور و جلب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی می‌باشند. برای مثال DFG (۲۰۰۴b) به این موضوع اشاره دارند که در یک حساب سر انگشتی یک چهارم از رشد GDP چین از صادرات نشأت گرفته و این بخش با توجه به نسبت پایین‌تر سرمایه به تولید در مقایسه با سایر بخشهای اقتصادی حداقل ۳۰ درصد از رشد اشتغال در کشور را به خود اختصاص می‌دهد.

به هر تقدیر سؤال و نکته اساسی آن است که از میان ارزهای خارجی کدامیک بایستی کمتر ارزشگذاری شود؟

با تفکیک منطقه حساب تجاری (در این مطالعه شامل کشورهای چین، تایوان، هنگ کنگ، سنگاپور، ژاپن، کره و مالزی) از منطقه حساب سرمایه (اروپا و سایر کشورهای در واقع با سیستم نرخهای شناور) DFG بر دلار متمرکز شده است. DFG بر این باورند که کشورهای آسیایی ناچار به کنترل و یا کم ارزشگذاری نرخهای واقعی ارز در برابر دلار می‌باشند. به بیان دیگر صادرات به ایالات متحده برای این کشورها نسبت به صادرات به اروپا ارجح است.

کشورهای آسیایی به هر جایی که امکان تأمین مالی و جبران عدم ترازها را فراهم سازد صادرات انجام می‌دهند اما باید در نظر داشت که ایالات متحده بر خلاف اروپا کشوری باز است. اروپا با توجه به مشکلات ساختاری و پذیرش مشکلات اروپای شرقی توان قبول سیل کالاها را ندارد، بنابراین صادرات کشورهای آسیایی به طور معمول به سوی آمریکا روانه می‌شود مگر آنکه آمریکا به جهت برخی نابسامانی‌های مالی مجبور به اعمال برخی سیاستهای بسته و انقباضی بازرگانی شود.<sup>۱</sup>

به هر شکل ایالات متحده - چه از باب صادرات مستقیم چین به ایالات متحده و چه از منظر صادرات مجدد (صادرات چین به هنگ کنگ و از آنجا به ایالات متحده) - یکی از بازارهای هدف صادراتی کشور چین محسوب می‌شود. ایالات متحده تنها پذیرای یک سوم از حجم صادرات چین می‌باشد و دو سوم مابقی به سایر نقاط دنیا ارسال می‌گردد. DFG در بررسی خود برای اروپا به عنوان بازار هدف اهمیت کمتری قایل شده و کل صادرات چین به اروپا در سال ۲۰۰۳ را ۱۱۰ میلیارد دلار (یک چهارم کل صادرات چین) عنوان نموده‌اند - همانگونه که DFG نیز عنوان می‌نماید. چنانچه کل صادرات چین منجر به تحقق ۳۰ درصد از کل رشد اشتغال در چین گردد - مسلماً صادرات به ایالات متحده نباید بیش از ده درصد از رشد اشتغال چین را موجب گردد - رقم ناچیزی که نمی‌تواند در تصمیم‌گیری و سیاستگذاری نرخ ارز چین تأثیر مهمی داشته باشد. با یک دید کلی‌تر می‌توان به این نتیجه رسید که حجم صادرات چین به کشورهایی که نرخ ارزشان به دلار میخکوب (کاملاً وصل) شده‌اند تنها ۴۰ درصد از کل صادرات چین را تشکیل می‌دهند و به عبارت دیگر ۶۰ درصد از کل صادرات چین به کشورهایی صورت می‌گیرد که نرخ ارزشان نسبت به دلار شناور می‌باشد.

1- Dooley, Folkerts-Landau and Garber 2003-9 .

بنابراین چنانچه چین استراتژی توسعه مبتنی بر کم ارزشگذاری ارز را تعقیب نماید برای مسئولان امر مطلوبتر خواهد بود که به "نرخ ارز واقعی وزنی شده بر اساس تجارت" بیندیشند. این شاخص معیار سنجش رقابت پذیری می باشد که بهترین ملاک برای رشد و عملکرد اشتغال چین محسوب می شود. اما همان گونه که در شکل ۱ مشاهده می شود رفتار "نرخ ارز واقعی وزنی شده بر اساس تجارت" طی ۱۵ سال گذشته نمی تواند این فرضیه را که سیاست کم ارزشگذاری نرخ ارز یکی از اجزای استراتژی توسعه پایدار چین می باشد را به سهولت نشان دهد. نرخ ارز واقعی (وزنی شده بر اساس تجارت) چین در طی دوره اول سال ۱۹۹۴ تا (اول سال) ۲۰۰۲ حدود ۳۰ درصد اضافه ارزش پیدا کرده است. اما همان طور که در شکل ۲ مشاهده می شود در اغلب دوره مزبور، چین حجم انبوه کاهش اشتغال در واحدهای دولتی و بخش صنعت (که تقریباً تمامی صادرات چین توسط این بخش محقق می گردد) را تجربه نمود. بعلاوه چین شاهد حجم انبوهی از مازاد نیروی کار در بخش کشاورزی در دوره مزبور بود.

هرچند در زمان اوج ارزش دلار در فوریه ۲۰۰۲، نرخ ارز واقعی (وزنی شده بر اساس تجارت) کشور چین حدود ۱۰ درصد کاهش ارزش و سرعت انباشت ذخایر به شدت رشد یافت (۱۶۲ میلیارد دلار در ۲۰۰۳ و ۲۰۷ میلیارد دلار نیز در سال ۲۰۰۴ افزوده شد) (اداره ملی آمار چین ۲۰۰۴، بانک خلق چین ۲۰۰۵)، اما آنچه که در بررسی DFG مغفول مانده است آن است که چراچین بین سالهای ۱۹۹۴ تا ابتدای سال ۲۰۰۲ اجازه داده است چنین افزایشی در ارزش واقعی نرخ ارز رخ دهد و یا چرا متولیان امر از تاریخ مزبور به استراتژی کم ارزشگذاری تغییر موضع داده اند؟ آن گونه که در بالا نیز اشاره شد دغدغه ها و نگرانی ها در خصوص تحقق رشد اشتغال مدتها قبل از سال ۲۰۰۲ نیز وجود داشت. اگر مسئولان دولت چین از بحران مالی آسیایی درس



گرفته و به این نتیجه می‌رسند که ارزشگذاری بالای نرخ ارز تا چه میزان مخاطره آمیز است چرا سمت‌گیری و حرکت به سمت استراتژی کم ارزشگذاری ارز را تا ۲۰۰۲ به تعویق انداختند؟

در مجموع به نظر می‌رسد استراتژی نرخ ارز تبیین شده توسط DFG، برای چین در چار چوب BW2 همخوانی ندارند. در واقع چنانچه بر وضعیت رفتاری نرخ ارز در کشور چین (طی دهه گذشته) مروری داشته باشیم این رفتار بیشتر با این دو فرضیه سازگاری دارد. اول آنکه چین میخکوب شدن به دلار را به عنوان یکی از پایه‌های سیاستهای پولی داخلی خود در گذشته و حال ادامه داده و مد نظر دارد. در نتیجه زمانی که در دوره ۱۹۹۴ تا اوایل سال ۲۰۰۲ دلار با افزایش ارزش در مقابل سایر ارزها مواجه شد، یوان (پول ملی چین) از دلار تبعیت نمود و به همین ترتیب، پس از دوره مزبور تابع کاهش ارزش دلار بود. این فرضیه برای نرخ واقعی ارز در طول دوره مورد نظر با مشاهدات واقعی قابل تطبیق است. دومین فرضیه آن است که چین ابتدا به جهت تحقق سیاست ثبات مالی داخلی، پول خود را نسبت به دلار میخکوب می‌کرد اما بعدها به جهت انفجار اعتبارات داخلی در ۲۰۰۳ و نیمه اول سال ۲۰۰۴ به نوعی ناخواسته هزینه‌های فقدان سیاست پولی مستقل نمایان گردید. قطعاً این سیاست در آینده به یک سیستم منعطف‌تر متمایل است اما شرایط فعلی به گونه‌ای نیست که بتوان از یک سیستم میخکوب به جهت آنکه هرگونه اضافه ارزشگذاری و ایجاد امکان برای تقویت ارزش دلار فرصت جدیدی برای فعالیت سفته بازان ایجاد می‌کند و هم اینکه موجب تسلیم شدن در مقابل فشار خارجی می‌شود دست کشید. بنابراین، این کشور ترجیح می‌دهد رژیم قبلی خود را تا زمانی که مسئولان شرایط لازم را برای خروج مهیا ببینند ادامه دهد. این موضوع با آمار نرخ ارز و اهداف تشریح شده توسط سیاست‌گذاران

مطابقت داشته، ضمن اینکه انتظار می‌رود تغییر سیاست میخکوب کردن نسبت به دلار به مراتب زودتر از آنچه که DFG در سناریوی ترسیمی خود آنرا برای یک یا دو دهه آینده پیشنهاد کرده‌اند به وقوع بپیوندد.

### هزینه‌های عقیم‌سازی

DFG بر این باورند که سیاست کم ارزشگذاری نرخ ارز، تنها در صورتی قادر به دوام برای یک دهه و یا بیشتر در چین و دیگر کشورهای آسیایی است که این کشورها قادر به پایین نگه داشتن هزینه‌های عقیم‌سازی و سرکوبهای مالی باشند در غیر این صورت سیاست پایین ارزشگذاری نرخ با توجه به بالا رفتن جریان سرمایه به داخل و افزایش نرخ تورم داخلی و بعضاً افزایش نرخ واقعی دستمزد بویژه در بخش صادرات بلا اثر می‌گردد. DFG معتقدند که ترکیبی از نرخهای پایین بهره اوراق قرضه در کشورهای آسیایی، کنترل‌های مؤثر بر جریان خروجی سرمایه و موفقیت بانکهای مرکزی در حصول به اهداف نرخهای تورم پایین به مفهوم آن است که کم ارزشگذاری نرخ ارز در آسیا برای مدت مدیدی تداوم خواهد یافت.

همچون سایر انتقادهای انجام شده نسبت به BW2 از جمله روبینی و سستر (۲۰۰۴)<sup>۱</sup>، روبینی (۲۰۰۴)<sup>۲</sup>، ایچن گرین (۲۰۰۴)<sup>۳</sup>، راجان و ساب رمانیان<sup>۴</sup> نگارندگان مقاله حاضر بر این باورند که پایداری و تداوم امکان دخالت در بازار ارز در مقیاس کلان و سیاست عقیم‌سازی در کشور چین و سایر کشورهای آسیایی توسط DFG به سه دلیل ذیل بیش از حد برآورد شده است:

- 1- Setser and Roubini.
- 2- Ronbini.
- 3- Eichengreen.
- 4- Rajan and Subramanian.

اول آنکه با افزایش میزان کسری حساب جاری ایالات متحده (از ۵/۵ درصد GDP به ۷ الی ۸ درصد و بیشتر) و با افزایش نگرانی در میان سرمایه‌گذاران خصوصی خارجی نسبت به مخاطرات سرمایه‌گذاری با نرخهای جاری بهره و ارز تنها راهی که برای حفظ BW2 باقی می‌ماند آن است که بانکهای مرکزی کشورهای آسیایی، سهم بیشتری از کسری ایالات متحده را تأمین مالی کنند. اما این امر مستلزم مواجهه و پذیرش افزایش هزینه‌ها و مخاطرات این عمل توسط بانکهای مرکزی آسیایی می‌باشد.

بر اساس برآورد روبینی و سستر (۲۰۰۴) مبنی بر افزایش خالص بدهی خارجی ایالات متحده، لازم است ذخایر ارزی کشورهای آسیایی از ۲ تریلیون دلار فعلی به حدود ۷ تریلیون دلار تا سال ۲۰۱۰ افزایش یابد. این امر به نوبه خود متضمن افزایش شدید فروش اوراق قرضه داخلی به منظور جذب نقدینگی مترتب بر دخالت شدید در بازار ارز است. برای مثال در کشور چین در سال ۲۰۰۳ و ۲۰۰۴ بانک مرکزی از طریق افزایش ذخیره قانونی و فروش اوراق قرضه کوتاه مدت، بخش قابل ملاحظه‌ای از افزایش پایه پولی در اثر تجمع ذخیره‌های ارزی را خنثی نمود. اما حتی با چنین تلاشهایی برای خنثی‌سازی، در آغاز سه ماهه چهارم ۲۰۰۲ تا نیمه اول سال ۲۰۰۴ شاهد تراکم اعتباری توأم با فشارهای تورمی بودیم. مسئولان چینی تنها با اعمال کنترل‌های شدید و غیر منعطف اداری در خصوص تسهیلات بانکی، مصوبات مربوط به پروژه‌های سرمایه‌گذاری و استفاده از زمین توانستند بر متغیرهای پولی و اعتباری کنترل و نظارت خود را باز یابند این روشها در واقع گامی به عقب و تخطی از سیاست التفات به اهداف بلند مدت تری چون استفاده از نرخهای بهره و سایر ابزارهای سیاست پولی به جای استفاده از ابزار اعمال کنترل‌های مستقیم اداری به مثابه ابزاری جهت مدیریت اقتصاد کلان تلقی می‌شود (Goldstein and Lardy 2004). چنانچه انباشت ذخایر در چهار

الی پنج سال آینده دو یا سه برابر شود اینکه سیستم مالی چین چگونه می‌تواند بدون تحمل فشارهای تورمی و توسل به اعمال قوانین سخت و ابزارهای کنترلی - دستوری از این مخمصه خلاصی یابد، روشن نیست. چنانچه نرخهای رسمی بهره برای سپرده‌ها و تسهیلات سیستم بانکی با وجود افزایش فشارهای تورمی و عدم تمایل بانکهای تجاری که تعداد آنها در حال افزایش است به افزایش سهم اوراق قرضه دولتی در پورتفوی خود، پایین نگه داشته شود، وجوه و سپرده‌های اضافی چه بسا از سیستم بانکی خارج شده و به سمت بازارهای حاشیه‌ای جریان می‌یابد. همچنین مقامات عالیرتبه چینی به این موضوع اشاره دارند که با گردش مالی بخش تجاری بیش از یک تریلیون دلار و گسترش ارتباطات با اقتصاد بین‌الملل، عرصه برای چین جهت اعمال و تداوم محدودسازی جریان خروجی سرمایه تنگ‌تر می‌شود. از سوی دیگر، مسئولان چین پیاپی به این نکته اشاره کرده‌اند که در شرایط افزایش شدید نرخ بهره در حالی که نرخ اسمی ارز همچنان ثابت نگاه داشته می‌شود، قریحه‌ها و تمایلات سفته بازی در جهت جریان سرمایه به داخل افزایش می‌یابد (Yu yang ding). چنانچه عقیم‌سازی تنه‌به صورت جزئی ادامه یابد و انباشت اعتبارات اجازه رشد سریع داشته باشند، هزینه‌های نهایی مالی ناشی از افزایش وامهای اجرانشده<sup>۱</sup> بسیار بالا خواهد بود. افزایش فزاینده اعطای تسهیلات توسط سیستم بانکی از اواخر سال ۲۰۰۲ تا نیمه اول سال ۲۰۰۴ می‌تواند در نهایت هزینه دولت چین را به دلیل افزایش وامهای اجرانشده (NPLs) به میزان ۱۵ درصد GDP کشور و یا بیشتر افزایش دهد. به واقع اگر بانک مرکزی از کنترل اعتبارات بانکی در حالت انباشت ذخایر به میزان دو و یا سه برابر مقیاس کنونی واماند کشور چه هزینه‌ای را خواهد پرداخت؟ شایان ذکر است که بانک مرکزی چین همچنان از دستیابی

1- Non-performing Loans.

به ابزار مستقل فاصله داشته و تضمینی بر اینکه فشارهای سیاسی جهت بالانگه داشتن رشد اقتصادی بر خلاف سیاستهای مورد نظر بانک مرکزی در حالت افزایش انباشت ذخایر نمی‌باشد، وجود ندارد.

دوم آنکه DFG و دیگران که تنها به اندک تفاوت (مثبت و یا حتی منفی) میان نرخ بهره اوراق قرضه داخلی و نرخ بهره مربوط به ذخایر دارایی‌های دلاری توجه می‌کنند، هزینه عقیم‌سازی را در برخی کشورهای آسیایی کم بر آورد می‌نمایند (Dooley, Folkerts, Landau and Garber 2004, Anderson 2004b,5). این تفاوت نرخ ممکن است برای کشوری مانند چین، گمراه‌کننده باشد. به این معنی که بروات<sup>۱</sup> دولتی اساساً به جای آنکه در یک بازار مزایده رقابتی توزیع شوند در بانکهای دولتی جای می‌گیرند. زیرا به نظر نمی‌رسد نرخ بهره تعیین شده برای بروات دولتی بتواند به طور کامل هزینه فرصت قرض دادن پول را پوشش دهد. به نظر می‌رسد تفاوت نرخ بسیار بالا (میان نرخ تسهیلات بانکی که به طور فزاینده‌ای آزادسازی شده است) و نرخ برواتی که دولت به بانکها به منظور تأمین مالی عملیات عقیم‌سازی می‌فروشد به مراتب از آنچه که از طریق بررسی ویژگیهای ریسکی این ابزارها محاسبه می‌شود فاصله زیاد داشته و بالاتر است. هر چه نرخ بهره سایر اوراق قرضه (داخلی) دولت بالاتر باشد هزینه واقعی عقیم‌سازی بالاتر خواهد بود. این موضوع درعایدی پایین تر سیستم بانکی، هزینه بالاتر تشکیل سرمایه توسط بانکهای دولتی و در نتیجه حرکت کندتر فرایند اصلاح ساختار در سیستم بانکی تبلور می‌یابد. در یک بررسی دقیق هزینه‌های عقیم‌سازی لازم است ریسک بلند مدت تغییر نرخ تبدیل پول ملی و دلار را نیز در نظر داشت. زمانیکه ارزش فرضاً<sup>۲</sup> یوان<sup>۲</sup> یا دلار سنگاپور در مقابل دلار آمریکا افزایش می‌یابد

1- Bills.

2- renminbi.

ارزش ذخایردارایی‌های دلاری کشورهای آسیایی به پول ملی کاهش می‌یابد این در حالیست که ارزش بدهیهای به پول ملی همچنان ثابت باقی می‌ماند. با توجه به میزان ذخایر نگه داری شده در آسیا، زیانهای ناشی از کاهش ارزش دلار قابل توجه می‌باشد. با استفاده از آمار اواخر سال ۲۰۰۳ هیگینز و کلیت‌گارد<sup>۱</sup> (۲۰۰۴) برآورد کردند که برای مثال در خصوص کشور سنگاپور هر ۱۰ درصد افزایش ارزش پول ملی در مقابل دلار و دیگر ذخایر ارزی، زیان سرمایه ای بالغ بر بیش از ده درصد GDP، برای کشور تایوان ۸ درصد و برای کشور چین و کره هر کدام تقریباً ۳ درصد GDP در پی خواهد داشت. با به روز نمودن آمار این بررسی برای کشور چین و با توجه به ذخایری که رسماً در اواخر سال ۲۰۰۴ توسط این کشور نگه داری شده است، به فرض رشد ۱۵ درصد ارزش یوان، معادل بیش از ۶ درصد GDP ضرر سرمایه برای کشور چین در پی خواهد داشت (Goldstein and Lardy 2003a, 2003b). با توجه به پیش‌بینی افزایش کسری حساب جاری ایالات متحده، زیانهای سرمایه‌ای (دلاری) به طور مشهودی با افزایش نگه‌داری ذخایر افزایش می‌یابد.

همان‌گونه که ایچن‌گرین (۲۰۰۴)، روبینی (۲۰۰۴) نیز تأکید کرده‌اند نگرانیها در خصوص زیان سرمایه در میان گروهی از کشورهای آسیایی علی‌رغم آنکه میزان وابستگی آنها نسبت به نگه‌دارندگان رسمی دارایی‌های دلاری در عصر برتون وودز (اصلی) کمتر می‌باشد همچنان وجود دارد، بعلاوه به سختی می‌شود ائتلافی پایدار میان کشورهای آسیایی مزبور به وجود آورد که بتواند از دلار برای مدت مدید حمایت و در مقیاس کلان قادر به خرید اوراق خزانه ایالات متحده باشند.

نهایتاً آنکه به نظر می‌رسد تئوری BW2 در تشریح شرایط مبادرت به دخالت

1- Higgins and Klitgard.

وسیع در بازار ارز، به عوامل سیکلی اشاره‌ای بس ناچیز دارد. برای آن دسته از کشورهای آسیایی که از سیستم نرخ ارز شناور مدیریت شده تبعیت می‌کنند و در عین حال نگرانی وجود مازاد تراکم نیروی کار برای بلند مدت را ندارند، زمانیکه تقاضای داخلی ضعیف است تمایل و گرایش به دخالت هر چه بیشتر به منظور جلوگیری از افزایش ارزش پول ملی بیشتر از زمانی است که تقاضای داخلی در سطح بالایی می‌باشد. زمانیکه تقاضای داخلی بهبود می‌یابد انتظار آن است که دخالت کاهش یافته و نرخ ارز اسمی در این دسته از کشورها تقویت شود. به همین ترتیب، تمایل ایالات متحده به حصول به یک پول منعطف در آسیا بی‌ارتباط و مستقل از فرآیند سیکل تجاری در ایالات متحده نمی‌باشد. چنانچه نتیجه کاهش دخالت در بازار آسیایی به منظور حمایت از ارزش دلار، افزایش نرخ‌های بهره ایالات متحده باشد در صورتی که رونق در ایالات متحده حاکم بوده و فدرال رزرو مترصد افزایش نرخ وجوه فدرال باشد در مقایسه با شرایط رکودی به‌طور قطع پذیرش هزینه ناشی از افزایش نرخ بهره سهل‌تر می‌باشد. مجدداً تمایزات میان کشورهای آسیایی در تمایل به دخالت طولانی و در حجم وسیع در بازار و نیز تأثیر عوامل سیکلی در نحوه موضع‌گیری ایالات متحده در مقابل افزایش نرخ‌های بهره، بسیار مهم بوده ضمن اینکه به نظر می‌رسد رژیم مزبور (BW2) بیشتر بقایای کوتاه مدت دارد تا یک دوام یک یا دو دهه‌ای.

### نقش تأمین مالی خارجی سرمایه‌گذاری ثابت در کشور چین

بر خلاف ادعای DFG، سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در چین نقش مؤثری در کمک به تشکیل سرمایه داخلی (در سطح کلان و در سطح جهانی) ایفا نکرده و نخواهد کرد تا بدین ترتیب چین بتواند نسبت به عواقب یک سیستم ضعیف تأمین مالی داخلی آسودگی خاطر و اطمینان یابد. دواستدلال این قضاوت را تأیید می‌کند:

اول آنکه همان‌گونه که در شکل (۳) نیز ملاحظه می‌شود تامین مالی خارجی در هیچ برهه‌ای به آن میزان کلان نبوده است تا بتواند نقش مزبور را ایفا نماید. از سال ۱۹۸۱، منابع خارجی به طور متوسط تنها ۶ درصد از سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت چین را پوشش داده است. سهم تأمین مالی خارجی در اوج خود برای چند سال در اواسط دهه ۱۹۹۰ به سطح ۱۰ تا ۱۲ درصد بالغ گردید، لیکن پس از آن به طور پیوسته کاهش یافت. هر چند که چین در سال ۲۰۰۳ بزرگترین پذیرای سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در جهان بود اما سرمایه‌گذاری خارجی تنها ۴/۴ درصد از سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت را تشکیل داد. میزان مطلق جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در چین در سال ۲۰۰۴ به رکورد جدید ۶۱ میلیارد دلار بالغ گردید لکن سهم تأمین مالی خارجی برای سرمایه‌گذاریها به سطح ۴ درصد کل سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت تنزل یافت، لذا این موضوع به سختی می‌تواند اساس بنیان تشکیل سرمایه داخلی قابل رقابت در بازارهای بین‌المللی قرار گیرد.<sup>۱</sup>

دوم آنکه DFG فرض می‌کنند که در چین تمامی تولید بنگاههایی که بر اساس سرمایه‌گذاری خارجی اقدام به تولید نموده‌اند، صادر شده و بنا براین قابلیت رقابت در عرصه جهانی را دارند. اما واقعیت به مراتب پیچیده‌تر می‌باشد. برای مثال در بخش صنعت تنها کمی کمتر از یک دوم تولید شرکتهای مزبور صادر شده و مابقی در بازار داخلی چین به فروش می‌رسد. بخشی از سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در بخش صنعت به جهت وجود و ابقای موانع تعرفه‌ای ورود (بوئژه در بخش خودرو) جهت صدور کالا به این کشور)) می‌باشد. این در شرایطی است که کشور چین تعرفه‌های گمرکی را از اواسط دهه ۱۹۸۰ به شدت کاهش داد به نحوی که تعرفه واردات خودرو را از ۲۲۰

1- Dooley, Folkerts-Landau, and Garber 2003-4.



درصد در دهه مزبور به ۳۸ یا ۵۸ درصد در سال ۲۰۰۴ بسته به قدرت موتور تنزل داد. پس از آنکه کاهشهای تعرفه ای تا اول جولای سال ۲۰۰۶ کاملاً به اجرا گذاشته شد، تعرفه واردات خودرو برای تمامی انواع خودرو در سطح ۲۵ درصد باقی خواهد ماند. به همین خاطر تمامی شرکتهای خودرو ساز مهم در دنیا اقدام به سرمایه‌گذاری عمده در کشور چین برای پوشش تقاضای داخلی روبه افزایش در این کشور نموده‌اند. با این وجود از منظر مؤسسه استاندارد اند پورز (۲۰۰۴ و ۱۶)<sup>۱</sup> مادامی‌که کارآیی تولید به حد مطلوب نرسد، برای شرکتهای خودرو ساز استفاده از کشور چین به عنوان مبدأ صادرات خودرو به کشورهای همسایه دشوار خواهد بود.

بعلاوه در حالی‌که دو سوم مجموع سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در کالاهای قابل مبادله (از باب مثال صنعت) صورت می‌گیرد یک سوم مابقی در بخش غیر قابل مبادله شامل ساختمان، توسعه مستغلات و انواع مختلف خدمات صورت می‌گیرد. از این میان سهم بخش "توسعه مستغلات" بیشتر بوده و حدود ده درصد از مجموع سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در سالهای اخیر را شامل می‌شود (اداره آمار ملی چین ۲۰۰۴، ۷۳۶).

به‌طور خلاصه نه تنها میزان موجودی سرمایه تأمین مالی شده از خارج اندک و ناچیز است بلکه تمامی این سرمایه‌گذاری اندک نیز در مسیر تولید کالاهایی که در بازارهای بین‌المللی رقابت‌پذیر باشند قرار نمی‌گیرد. حدوداً یک سوم سرمایه‌های خارجی در مسیر تولید کالاهای غیر قابل مبادله و حدود نیمی از سرمایه‌گذاری خارجی در کالاهای قابل مبادله جهت تولید کالاهایی قرار می‌گیرد که به مصرف بازار داخلی رسیده و برخی از این دست کالاها به هیچ عنوان ماهیت رقابت‌پذیری در عرصه بین‌المللی را ندارند.

بر خلاف نظر DFG، چین بدون اعمال اصلاحاتی در سیستم تأمین مالی داخلی خود بویژه سیستم بانکی قادر به تشکیل سرمایه در سطح و رده جهانی نخواهد بود. اصلاح ساختار سیستم بانکی داخلی در جهت کاهش ناکارآمدی‌ها در واسطه‌گری وجوه بین سپرده‌گذاران و سرمایه‌گذاران، به منظور توسعه بازار اوراق قرضه و سهام، به جهت استفاده فاعلتر از سیاست نرخ بهره در مقاصد تثبیت کلان و همچنین جهت فراهم نمودن شرایط تبدیل پذیری در مبادلات حساب سرمایه، یک الزام می‌باشد. این امر اجتناب‌ناپذیر بوده و کوچک بودن نسبی موجودی سرمایه تأمین مالی شده توسط خارج که در شرایط عدم انجام این اصلاحات جایگزین کاملی نمی‌تواند باشد، لزوم حصول به سیستم اصلاح شده بیش از پیش احساس می‌شود.

### مشارکت بنگاه‌های خارجی در بخش صادرات چین

DFG این‌گونه استدلال می‌کنند که انباشت حجم فراوانی ذخایر دلاری توسط کشورهای آسیایی به منظور حفظ و حصول به نرخهای ارز کم ارزشگذاری شده زمانی معقول است که این سیاست بخشی از استراتژی توسعه مبتنی بر هدایت سرمایه‌گذاری به جانب صنایع تولید محصولات صادراتی باشد. در حالی که این کشورها به دنبال تقویت پول ملی، بخشی از ذخایر دلاری خود را از دست می‌دهند این زیان بیش از میزان جبران شده توسط موجودی ممتاز سرمایه داخلی که جزمهمی در پورتفوی دارایی آنها محسوب می‌شود، می‌باشد. (Dooley, Folkerts-Landau, and Garber 2004a, 2)، تفوق و برتری موجودی سرمایه به موجب توانایی فروش کالاها در بازارهای رقابتی بین‌المللی تضمین و به اثبات می‌رسد.

البته این تحلیل در مورد کشور چین با نواقصی همراه است. سهم نامتناسب و عظیمی از اندک موجودی سرمایه‌ای که به منظور استفاده در فرآیند ساخت برای

صادرات به کار می‌رود منشأ و ماهیت خارجی داشته و در تملک خارجی‌ها می‌باشد. بنابراین به عنوان بخشی از پرتفوی دارایی چین محسوب نمی‌گردد. سهم آن بخش صادرات چین که توسط شرکتهای سرمایه‌گذاری خارجی ایجاد شده است به تدریج طی سالهای مختلف افزایش یافته و به رقم ۵۵ درصد در سال ۲۰۰۳ بالغ گردیده است. (اداره ملی آمار چین ۲۰۰۴/۷۱۳/۷۳۰).

DFG معتقدند نرخ ارز کم ارزشگذاری شده باعث می‌شود تشکیل سرمایه داخلی به نفع صنایع تولیدکننده کالاهای صادراتی اریب گردد. ایشان ضمناً دلیل می‌آورند که این امر منجر به تشکیل موجودی سرمایه در سطح جهانی خواهد شد. با استفاده از مجموعه اخیر الذکر، امکان برآورد اندازه و حجم موجودی سرمایه داخلی اختصاص یافته به تولیدات صادراتی وجود دارد. برای برآورد مزبور لازم است چند مرحله طی شود. اول آنکه می‌دانیم به‌طور متوسط طی دو دهه گذشته منابع خارجی ۶ درصد از کل سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت چین را به خود اختصاص داده‌اند (شکل ۳). با توجه به ترکیب در حال تغییر سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در چین به دو روش سرمایه‌گذاری مشترک<sup>۱</sup> و کاملاً یا مالکیت خارجی، برآورد می‌کنیم نیمی از ۶ درصد ذکرشده به صورت سرمایه‌گذاری مشترک یا سهم ۵۰ - ۵۰ باشد. لذا موجودی سرمایه‌گذاری در دارایی ثابت که با مشارکت سرمایه‌گذاران خارجی صورت گرفته است ۹ درصد کل موجودی دارایی ثابت را شامل می‌شود. از این میزان دو سوم و یا به عبارتی از رقم مزبور ۶ درصد سرمایه‌گذاری در کالاهای قابل مبادله می‌باشد. بدون توجه به تفاوت در سرمایه‌بری کالاها، از آنجایی که نیمی از تولید که از طریق موجودی سرمایه مزبور حاصل می‌شود. در بازار داخلی به فروش می‌رسند می‌توان برآورد نمود که ۳ درصد

1- Joint venture.

از موجودی سرمایه قادر به تولید کالاهایی است که در واقع صادر می‌شوند. در مجموع، دارایی‌های ثابتی که برای تولید کالاهای صادراتی به کار گرفته می‌شوند ۶ درصد از کل موجودی دارایی‌های ثابت چین بوده که حدوداً نیمی از آن در انحصار و مالکیت شرکتهای داخلی و نیم دیگر در اختیار شرکتهای خارجی و بعضاً با مشارکت شرکای داخلی تولید می‌شوند. اجمالاً آنکه، درحالی که دارایی‌های ثابتی که برای تولید کالاهای صادراتی به خدمت گرفته می‌شوند بعضاً در رده و سطح جهانی می‌باشند، سهم این دارایی‌ها از کل موجودی دارایی‌های ثابت کاملاً پایین می‌باشد. بنابراین این‌گونه به نظر می‌رسد که در واقع سیاستهای نرخ ارز چین منجر به یک آریبی شدید به نفع سرمایه‌گذاری در صنایع تولیدکننده کالاهای صادراتی نمی‌شود.

به همین ترتیب، تحلیل DFG به سهم بالا و رو به رشد صادرات چین که شامل کالاهایی که از مونتاژکردن اجزا و قسمتهای وارداتی به دست می‌آید، توجه نکرده است. این قسم فعالیتها بالنسبه از حساسیت کمتری نسبت به ارزش پول ملی چین برخوردارند. چرا که اجزا و قسمتهای وارداتی سهم بالایی از ارزش نهایی کالای صادراتی را به خود اختصاص می‌دهند. کم ارزشگذاری نرخ ارز به طور قابل ملاحظه‌ای هزینه‌های این اجزای وارداتی را افزایش می‌دهد و به شدت عواید حاصله به پول ملی را وقتی که درآمد ارز خارجی حاصل از صادرات کالاهای نهایی به یوآن از بین می‌برد. این موضوع بویژه در خصوص صادرات کالاهای الکترونیکی، مخابراتی و فن‌آوری اطلاعات که در زمره کالاهایی قرار می‌گیرند که بیشتر از اجزای و قطعات وارداتی تشکیل شده‌اند صدق می‌کند. صادرات این‌گونه کالا از ۳۹ میلیارد دلار در سال ۱۹۹۹ به ۱۴۲ میلیارد دلار در سال ۲۰۰۳ افزایش یافت تا بدین ترتیب سهم کالاهای مزبور از یک پنجم در سال ۱۹۹۹ به یک سوم افزایش یابد. با این وجود ارزش افزوده داخلی کالاهای مزبور تنها ۱۵

درصد ارزش افزوده کالاهای الکترونیکی و فن‌آوری اطلاعات بوده و مابقی اجزای وارداتی محسوب می‌شود (Lardy 2005). در سال ۲۰۰۱، زمانی که پول چین مشخصاً فرا ارزشگذاری گردید صادرات فرآیندی افزایش یافت تا بدین ترتیب نیمی از کل صادرات چین را به خود اختصاص دهد. در سالهای بعد، صادرات کالاهای فرآیندی به لحاظ عدد مطلق افزایش یافت، اما از ۲۰۰۳ سهم کالاهای مزبور از کل صادرات از ۵۵ درصد به دست آمده در سال ۲۰۰۱ فراتر نرفته است. بنابراین به نظر نمی‌رسد نرخ ارز چین تعیین‌گر اصلی سرمایه‌گذاری (چه داخلی و چه خارجی) برای کالاهای صادراتی فرآیندی باشد.

#### اقتصاد سیاسی حمایت‌های تجاری در ایالات متحده

باید اذعان نمود که بحث DFG مبنی بر اینکه BW2 برای سرمایه‌گذاران خارجی اضافه سود به ارمغان می‌آورد و این اضافه سود منابع مورد نیاز برای سرمایه‌گذاری مجدد جهت باز نگه داشتن بازارهای وارداتی را به دنبال دارد (Dooley, Folkerts-landou and Garber 2004) چندان قابل دفاع نمی‌باشد.

شواهد محدودی وجود دارد که سرمایه‌گذاران خارجی در چین اضافه سود به دست می‌آورند. در واقع متوسط بازدهی سرمایه در این کشور پایین‌تر از آن میزانی است که بنگاه مزبور در کشور خود می‌توانست با اقدام به سرمایه‌گذاری کسب نماید. بازدهی سرمایه سرمایه‌گذاری خارجی در بخش صنعت از سال ۱۹۹۸ بهبود یافته است با این وجود این بازدهی در سال ۲۰۰۳ تنها اندکی بیش از ۸ درصد بود. با عنایت به اینکه مالیات بر درآمد شرکتها (برای سرمایه‌گذاران خارجی) در حال حاضر ۱۵ درصد می‌باشد بازدهی سرمایه پس از کسر مالیات به ۷ درصد کاهش می‌یابد.

دوم آنکه، کشور مبدأ سرمایه‌گذار مستقیم خارجی در چین و الگوی جغرافیایی فروش توسط این شرکتها با داستان BW2 در خصوص اینکه سرمایه‌گذاران آمریکایی در چین، اتحاد مهمی را جهت سست کردن مقررات حمایتگری تجاری در ایالات متحده در مقابل کالاهای چینی به کار می‌بندند و یا فشار ایالات متحده جهت وادار کردن چین برای ارزشگذاری مجدد یوآن را سست می‌کنند قابل دفاع نمی‌باشد. چرا که سرمایه‌گذاران ایالات متحده در سالهای اخیر تنها کمتر از ده درصد سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در چین را به خود اختصاص داده‌اند (اداره ملی آمار کشور چین ۲۰۰۴، ۲۴-۷۳۲). مهمتر آنکه اغلب شرکتهای آمریکایی که اقدام به سرمایه‌گذاری در چین می‌نمایند فروش کالاهای خود را در بازار چین (و نه صادرات به اروپا و ایالات متحده) هدف‌گذاری نموده‌اند. سرمایه‌گذاران بزرگ ایالات متحده‌ای در چین از جمله مک‌دونالد، پروکتر و کمیل<sup>۱</sup>، جنرال موتورز هیچگونه تمابلی نسبت به بررسی، تغییر موضع و یا سیاستگذاری با توجه به سیاستهای نرخ ارز، موضعگیری تجاری ایالات متحده در مقابل چین و بررسی تأثیر این سیاستها بر توانایی این شرکتها بر صادرات مجدد به ایالات متحده ندارند. در عوض عمدتاً این سرمایه‌گذاران آسیایی هستند که در سرمایه‌گذاری مستقیم در چین تفوق داشته و این کشور را به عنوان سکو و جایگاهی برای صادرات به ایالات متحده و اروپا بر می‌گزینند. برای مثال، در سال ۲۰۰۳ کامپیوترهای نوت بوک (۴۰۲ میلیارد دلار)، نمایشگر DVD (۲۰۵ میلیارد دلار) و تلفنهای همراه (۲ میلیارد دلار) از جمله صادرات عمده به لحاظ ارزش از مبدأ چین به مقصد ایالات متحده بودند. اما این تولیدات در شرکتهای آمریکایی ساخته نشده‌اند، بلکه عمدتاً توسط شرکتهای تایوانی که عملیات مونتاژ را به کشور چین منتقل کرده‌اند صورت گرفته است. هر چند شرکتهای تایوانی که در چین مشغول فعالیت می‌باشند بدون تردید ترجیح می‌دهند

بزرگترین بازار صادراتی آنها باز باقی بماند اما هیچگونه گزارش و سندی مبنی بر ائتلاف و تشکیل لابی‌های فعال در این خصوص توسط این شرکتها در ایالات متحده وجود ندارد. اجمالاً<sup>۱</sup> آنکه نظر DFG در خصوص اینکه چین از طریق محدود کردن ورود سرمایه‌گذاران خارجی، یک رانت اقتصادی ایجاد می‌کند و بدین ترتیب سرمایه‌گذاران خارجی تبدیل به یک لابی فعال و تأثیرگذار در جهت بی‌اثر کردن مقاومت در برابر سازماندهی مجدد نیروی کار ایالات متحده به جانب جایگزین‌های وارداتی شده‌اند کم اهمیت است.<sup>۱</sup>

به‌استثنای برخی از بخشهای حساس، سرمایه‌گذاری در چین عقلایی نمی‌باشد، برخلاف نماگرهایی که براساس آنها چین بزرگترین پذیرای سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در سال ۲۰۰۳ بوده است. هیچگونه مدرکی دال بر اینکه سرمایه‌گذاران خارجی بازدهی اضافه کسب می‌کنند تا بدین ترتیب آنها در مجرای تأمین مالی لابی‌ها در ایالات متحده صرف نمایند وجود ندارد. به هر تقدیر شرکت‌هایی که به لحاظ صادرات از چین به ایالات متحده جزء سودآورترین و موفقترین شرکتها محسوب می‌شوند شرکت‌های آسیایی و بویژه هنگ کنگ کنگی و تایوانی می‌باشند تا شرکت‌های ایالات متحده. ضمن اینکه مشاهداتی وجود ندارد که این بنگاههای آسیایی نقش مشهود و ملموسی در تأثیرگذاری بر سیاست تجاری ایالات متحده داشته باشند.

### نتیجه‌گیری

BW2 توجهات زیادی را به خود معطوف ساخته است. این موضوع از آنجا نشأت می‌گیرد که BW2 تفاسیر نسبتاً تنگ نظرانه‌ای را در خصوص سیاستهای اخیر نرخ ارز در برخی از کشورهای آسیایی و رفتارهای اخیر ارز و نرخ بهره در ایالات متحده ارائه

1- Dooley, Folkerts-Landau, and Gaber 2004b, 13.

می‌دهد. مع الوصف، مدل BW2 از جوانب متعددی با آنچه در عمل در چین پیاده می‌شود مغایرت دارد.

❖ بر اساس این مدل بایستی چین منحصراً بر کم‌ارزشگذاری نرخ ارز در برابر دلار متمرکز شود حال آنکه بیش از نیمی از صادرات چین به دیگر کشورها (و نه ایالات متحده) و یا کشورهایی که پول خود را نسبت به دلار می‌خکوب نکرده‌اند روانه می‌شود.

❖ نرخ ارزی که از اهمیت بیشتری برای رقابت‌پذیری چین و اشتغال در بخش صادرات مطرح است (نرخ ارز واقعی وزنی شده بر اساس تجارت) طی سالهای ۱۹۹۴ لغایت اوایل سال ۲۰۰۲ حدود ۳۰ درصد رشد داشت این موضوع با سیاست کم‌ارزشگذاری کردن نرخ ارز واقعی شده که جزیی لاینفک و جدایی‌ناپذیر از استراتژی توسعه چین است همخوانی ندارد.

❖ بر اساس BW2، پول چین طی یک دهه به طور محسوسی کم‌ارزش شده است در حالی که کم‌ارزش شدن یوان (به باور نگارنده) پدیده‌ای است که تاریخ آن به اوایل سال ۲۰۰۳ برمی‌گردد.

❖ بایستی توجه داشت که بحث BW2 مبنی بر اینکه؛ "فایده مهم کم‌ارزشگذاری کردن، تحصیل حجم بالا و کار آمد موجودی سرمایه تأمین مالی شده توسط FDI می‌باشد" این حقیقت را که سرمایه‌گذاری خارجی در چین طی چند سال اخیر کمتر از ۵ درصد کل سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت بوده نادیده گرفته شده است. سهم مزبور به منظور جبران ناکارایی‌های سرمایه‌گذاری، بویژه با توجه به ضعف سیستم بانکی داخلی چین بسیار ناچیز می‌باشد.

❖ این‌گونه به نظر می‌رسد که فروض DFG، مبنی بر تأثیر کم‌ارزشگذاری، بر اریبی



سرمایه‌گذاری درونزای داخلی به نفع کالاهای قابل مبادله و مآلاً افزوده شدن بر تفوق موجودی سرمایه تأمین مالی شده توسط خارجیها قابل تصدیق نمی‌باشد. کالاهایی که از چین صادر شده‌اند و به نوعی به نظر DFG تست کارآیی را داده‌اند، تنها ۶ درصد از موجودی دارایی‌های ثابت را شامل شده و از این میان تنها نیمی از رقم مزبور مالکیت داخلی داشته‌اند. باید اذعان داشت که بدون توجه به بحث موجودی سرمایه، BW2 می‌تواند تنها یکی از مصادیق اشتغال محور بحث کم ارزشگذاری نرخ ارز محسوب شود.

❖ BW2 هزینه‌های عقیم‌سازی را بویژه در شرایط رکود مالی کم بر آورد می‌نماید. توجه به نرخ بهره پایین اوراق بانک مرکزی گمراه‌کننده است چرا که این ابزارها صرفاً در اختیار چهار بانک بزرگ دولتی قرار داده‌شده و در یک بازار رقابتی و مزایده‌ای وارد معامله نشده‌اند. همچنین نرخ بهره اوراق قرضه خنثی‌ساز و اوراق خزانه (bills) بایستی در برگیرنده حجم انبوه زیانهای بالقوه سرمایه مربوط به ذخایر چین در قبال ارزشگذاری مجدد یوآن در برابر ارزهای ذخیره شده باشد. بعلاوه همه چیز حاکی از آن است که در نبود عملیات<sup>۱</sup> نرخ ارز، در صورتی که کسری حساب جاری ایالات متحده و انباشت ذخایر چین در آینده افزایش یابند هزینه‌های عقیم‌سازی بیشتر خواهد شد.

❖ این بحث که سودهای فراتر از معمول شرکتهای خارجی ای که اقدام به صادرات از چین می‌نمایند برای این شرکتهای انگیزه و منابع مالی جهت تغذیه و بسیج لابی‌ها به منظور تداوم بخشیدن به حفظ باز بودن تجارت در ایالات متحده را فراهم می‌سازد به نظر بدون در نظر گرفتن و فهم چند واقعیت در چین عنوان

شده است. سود سرمایه‌گذاران (مستقیم) در چین در بهترین حالت از یک سطح معتدلی برخوردار است و سرمایه‌گذاری بنگاه‌های آمریکایی در چین در اغلب موارد با رغبت نسبت به فروش محصول در بازار داخلی صورت گرفته و کمتر به صادرات مجدد به ایالات متحده ختم می‌شود. لذا تلاش برای باز نگهداشتن درهای ایالات متحده به سوی محصولات وارداتی بی‌مفهوم است. برعکس، شرکت‌های تولیدکننده تایوانی و هنگ‌کنگی در چین، که تا حدودی از سودهای بالاتر برخوردارند، وابستگی بیشتری به بازار آمریکا دارند. با این وجود این‌گونه به نظر می‌رسد این شرکتها نیز تلاشی برای تأثیرگذاری بر سیاست تجاری ایالات متحده ندارند.

❖ نهایتاً آنکه، BW2 یک استراتژی غلط توسعه را برای چین در دهه پیش رو ترسیم نموده است. چین به جای تلاش برای بهبود اقتصاد بر اساس نرخ ارز کم ارزشگذاری شده و در یک محیط مالی سرکوب شده، بیشتر نیازمند شتاب بخشی به اصلاح سیستم مالی بویژه در بخش بانکداری از جمله آزادسازی نرخ بهره، کاهش وابستگی و اتکا به کنترل‌های اداری می‌باشد و لازم است طی یک برنامه میان‌مدت حرکت به سوی انعطاف‌پذیری نرخ ارز شامل یک افزایش ۱۵ تا ۲۵ درصدی ارزش پول ملی نسبت سبب ارزی را در پیش بگیرد.<sup>۱</sup>

این همان چیزی است که نگارنده از آن تحت عنوان اصلاح ساختار دو مرحله‌ای یاد می‌کند.<sup>۲</sup>

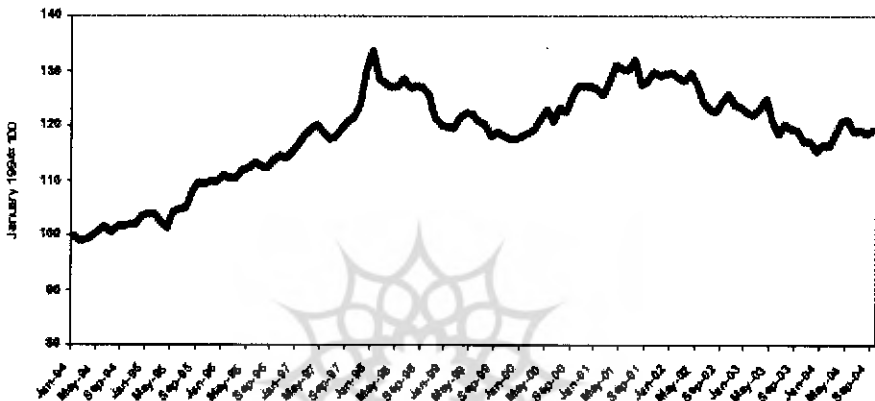
تمهید این‌گونه سیاستها موجب افزایش ثبات مالی داخلی، بهبود تخصیص پس‌اندازهای کشور چین به مبادی کارآمدتر، تمهید ابزارهای سیاستی مورد نیاز برای

1- Lardy 1998, Goldstein 2004.

2- Goldstein and Lardy 2003a , 2003b.

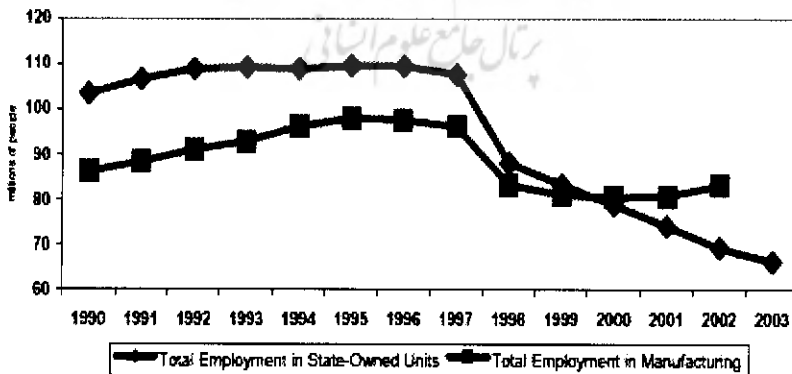
مدیریت کلان، تضمین رشد اشتغال در بخشهای قابل مبادله و غیر قابل مبادله و فراهم شدن شرایط مناسب برای دسترسی هر چه بیشتر کالاهای صادراتی چین به بازارهای جهانی می‌گردد.

نمودار شماره یک: نرخ واقعی ارز وزنی شده براساس تجارت (ژانویه ۱۹۹۴ - جولای ۲۰۰۴)

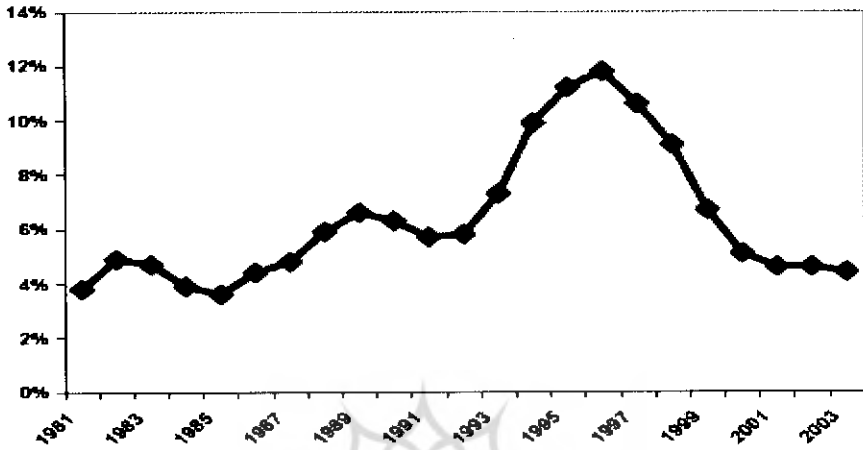


Source: JP Morgan Real Broad Effective Exchange Rate Indices.

نمودار شماره دو: کل اشتغال در واحدهای دولتی و صنعت ۱۹۹۰-۲۰۰۳



نمودار شماره سه: سهم سرمایه‌گذاری تامین مالی خارجی از کل سرمایه‌گذاری  
در دارایی‌های ثابت (۱۹۸۱-۲۰۰۳)



Source: China Statistical Yearbook 2004, 189.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

## فهرست منابع و مآخذ

- 1- Anderson, Jon. 2004a. *The Asian Liquidity Primer*. UBS Investment Research. March 29.
- 2- Anderson, Jon. 2004b. *The New RMB Handbook*. UBS Investment Research. September 15.
- 3- Cline, William R. Forthcoming. *The United States as a Debtor Nation: Problems, Prospects, and Policies*. Washington: Institute for International Economics.
- 4- Dooley, Michael P., David Folkerts-Landau, and Peter Garber. 2003. *An Essay on the Revived Bretton Woods System*. NBER Working Paper 9971 (September). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- 5- Dooley, Michael P., David Folkerts-Landau, and Peter Garber. 2004a. *The Revived Bretton Woods System: The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates and Exchange Rates Center Countries*. NBER Working Paper 10332 (March). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- 6- Dooley, Michael P., David Folkerts-Landau, and Peter Garber. 2004b. *Direct Investment, Rising Real Wages and the Absorption of Excess Labor in the Periphery*. NBER Working Paper 10626 (July). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- 7- Dooley, Michael P., David Folkerts-Landau, and Peter Garber. 2004c. *The US Current Account Deficit and Economic Development Collateral for a Total Return Swap*. NBER Working Paper 10727 (August). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

- 8- Eichengreen, Barry. 2004. *Global Imbalances and the Lessons of Breton Woods*. NBER Working Paper 10497 (May). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- 9- Folkerts-Landau, David. 2004. "A Small Price to Pay for Growth in Asia." *Financial Times*, October 27.
- 10- Goldstein, Morris, 2004. *Adjusting China's Exchange Rate Policies*. Working Paper 04-1 (June). Washington: Institute for International Economics.
- 11- Goldstein, Morris, and Nicholas Lardy. 2003a. A Modest Proposal for China's Currency. *Financial Times*, August 26.
- 12- Goldstein, Morris, and Nicholas Lardy. 2003b. Two-Stage Currency Reform for China. *Asian Wall Street Journal*, September 12.
- 13- Goldstein, Morris, and Nicholas Lardy. 2004. *What Kind of Landing for the Chinese Economy?* International Economics Policy Brief 04-7 (November). Washington: Institute for International Economics.
- 14- Higgins, Matthew, and Thomas Klitgaard. 2004. Reserve Accumulation: Implications for Global Capital Flows and Financial Markets. *Current Issues in Economics and Finance* 10, no. 10 (September/October). New York: Federal Reserve Bank of New York.
- 15- JP Morgan. 2004. JP Morgan Real Broad Effective Exchange Rate Indices.  
<http://www2.jpmorgan.com/MarketDataInd/Forex/REXB.xls>  
(accessed January 18, 2005).
- 16- Lardy, Nicholas R. 1998. *China's Unfinished Economic Revolution*. Washington: Brookings Institution.
- 17- Lardy, Nicholas R. 2002. *Integrating China into the Global Economy*. Washington: Brookings Institution Press.

- 18- Lardy, Nicholas. 2005. China: The Great New Economic Challenge. In *The United States and the World Economy: Foreign Economic Policy for the Next Decade*, ed., C. Fred Bergsten. Washington: Institute for International Economics.
- 19- Mann, Catherine. 2004. Managing Exchange Rates: Achievement of Global Re-balancing or Evidence of Global Co-dependency? *Business Economics*. July. National Bureau of Statistics of China. 2004. *China Statistical Yearbook 2004*. Beijing: China Statistics Press.
- 20- People's Bank of China. 2004. Report on the Implementation of Monetary Policy in 2004Q3. [www.pbc.gov.cn](http://www.pbc.gov.cn) (accessed November 16, 2004).
- 21- People's Bank of China. 2005. Table of the Exchange Rate and Gold and Foreign Exchange Reserves. [www.pbc.gov.cn](http://www.pbc.gov.cn) (accessed January 13, 2005).
- 22- Rajan, Raghuram, and Arvind Subramanian. 2004. Exchange Rate Flexibility Is in Asia's Interest. *Financial Times*, September 26.
- 23- Roubini, Nouriel. 2004. BW2: Are We Back to a New Stable Bretton Woods Regime of Global Fixed Exchange Rates? Nouriel Roubini's Global Economics Blog, October 8. [www.roubiniglobal.com/archives/2004/10/are\\_we\\_back\\_to.html](http://www.roubiniglobal.com/archives/2004/10/are_we_back_to.html) (accessed December 15, 2004).
- 24- Roubini, Nouriel, and Brad Setser. 2004. The US as a Net Debtor: The Sustainability of the US External Imbalances. Photocopy (September).
- 25- Standard & Poor's. 2004. *China's Top 100 Corporates: Economic Growth Propels Earnings*. October.
- 26- State Statistical Bureau. 1995. *China Statistical Yearbook 1995*. Beijing: China Statistical Publishing House.

- 27- Truman, Edward. 2005. A Revived Bretton Woods System: Implications for Europe and the United States. Paper presented at a conference on "Revived Bretton Woods System: A New Paradigm for Asian Development?" Federal Reserve Bank of San Francisco, February 4.
- 28- Yu Yongding. 2004. China's Macroeconomic Situation Since 2003. *China and the World Economy* 12, no. 4.

