

הירוק היום שחור מאוד, והשחור היום ירוק מאוד: הדולר, הנפט, ארצות הברית ומדינות המפרץ

ניצן פלדמן

בפגישה שנערכה בשנת 1971 בין ג'ון קונלי, שר האוצר של ממשל ניקסון, ובין כמה מעמיתיו האירופים טבע שר האוצר של ארצות הברית את האמרה: "הדולר הוא המטבע שלנו, אך הוא הבעיה שלכם". אך שעברו יותר מ-37 שנה מאז הוטבעה אמרה זו, נראה כי היא התיאור הקולע ביותר לכמה מהמתחים המרכזיים המלווים את מערכת הכלכלה העולמית גם בימים אלו. אמנם הדולר הוא המטבע של ארצות הברית, אך בשל תפקידיו כאמצעי החליפין שרוב המסחר הבין-לאומי מתבצע באמצעותו, כיחידת המדידה לתמחור הנפט ולתמחור סחורות אחרות וכמטבע הרזרבה הדומיננטי של מרבית הבנקים המרכזיים, הצלילה שחלה בערכו בשנה האחרונה היא בעייתן של כלכלות רבות ברחבי העולם.

ואולם, להבדיל ממה שאפשר להבין מציטוטו של שר האוצר של ארצות הברית לשעבר, השחיקה בערכו של הדולר איננה עוד רק הבעיה "שלכם", אלא היא גם אחד האתגרים הכלכליים המרכזיים שהממשל האמריקאי נאלץ להתמודד עמו בימים אלו, והיא אף עשויה להיות אתגר אסטרטגי מרכזי עבור קובעי מדיניות החוץ של ארצות הברית, אם תמשיך מגמת הירידה בדולר ללוות את המסחר גם בחודשים הקרובים.

עדות לדאגה ממצבו העגום של הדולר בקרב מעצבי המדיניות במישור האסטרטגי אפשר למצוא בדברים אשר השמיע מיקל מקונל, ראש המודיעין הלאומי, בתדריך לוועדת המודיעין של הסנאט בפברואר השנה. בד בבד עם התייחסות לסוגיות הביטחון המוכרות, הפתיע מקונל את חברי הוועדה כאשר קבע כי ירידת הדולר עלולה להשפיע מאוד על הביטחון הלאומי של ארצות הברית.

עשויות לתפוס תאוצה ולגלוש ליצרניות נפט נוספות, אם ימשיך להתערער האמון במטבע האמריקני.¹ בחינת הדיון הכלכלי-פוליטי המתקיים בימים אלו בתוך מדינות המפרץ וכן מעקב שוטף אחר הדיונים בין חברות אופ"ק מלמדת כי אכן, כמה מיצרניות הנפט הגדולות מנסות ליזום מהלכים

אש המודיעין הלאומי ציין כי הירידה שחלה בערכו של הדולר בשנת 2007 הובילה את סוריה, את איראן ואת לוב לדרוש מיבואניות הנפט שלהן לשלם עבורו במטבעות שאינם דולר וכי היא תרמה להחלשתה של כוויית להפסיק להצמיד את המטבע המקומי שלה לדולר. לטענתו, מגמות אלו

ניצן פלדמן, חוקר חבר, תכנית ניובאואר, המכון למחקרי ביטחון לאומי

שיאפשרו להקטין – ואולי אף לבטל – את התלות הישירה הקיימת בין הדולר ובין נפט. ואולם, בעוד איראן וונצואלה מונעות משיקולים פוליטיים ומנסות לקדם את הרעיון של הפסקת תמחור הנפט בדולרים מכיוון שהן סבורות כי המהלך יוכל לפגוע בהגמוניה של ארצות הברית, הדיון המתקיים בערב הסעודית וביתר מדינות המפרץ אשר לצורך להקטין את התלות הקיימת בין ביצועי כלכלתן ובין ביצועיו של הדולר קיבל תאוצה עקב האתגרים הכלכליים שירידת הדולר מציבה בפניהן.

מאמר זה יפרט מה הם אותם תהליכים כלכליים גלובליים שהתרחשותם מחזקת את הקולות במדינות המפרץ אשר קוראים להקטנת התלות בדולר האמריקני. הניתוח שאציג מלמד כי המשך הירידה בדולר עלול להגביר הן את הקולות הקוראים למדינות המפרץ לשנות את משטר שער החליפין ולנתק את הצמדת המטבע המקומי לדולר והן את הקולות המציעים לזנוח את מערכת תמחור הנפט בדולר. הואיל ומעמדו של הדולר הוא מרכיב מרכזי בהבטחת מעמדה של ארצות הברית בזירה הבין-לאומית, אפשר להעריך כי התגברותם של קולות אלו תלווה במאמץ דיפלומטי מצד ארצות הברית, שתנסה להבטיח כי ידידותיה במפרץ לא יפתיעו אותה במהלכים כלכליים חד צדדיים, אשר עלולים לפגוע במעמדו של הדולר.

מדוע דולר נמוך הוא בעיה של מדינות המפרץ?

כל מי שעקב אחרי המגמות במשק הנפט העולמי בשנים האחרונות יודע כי הגידול בביקוש למוצרי אנרגיה, אשר הונע מצמיחתם של השווקים המתעוררים, לצד גידול מתון בלבד בהיצע הנפט העולמי, הם האחראיים המרכזיים למגמת העלייה שנרשמה במחיר הנפט משנת 2002. מרבית יצרניות הנפט הגיעו לקצה גבול יכולת ההפקה שלהן, ולפיכך כל ידיעה על התגברות מתחים פוליטיים שעלולים לפגוע בקצב ההפקה של אחת מהן מקפיצה את מחיר

הנפט. ואולם, מאז פרוץ המשבר בשוק המשכנתאות בארצות הברית בקיץ 2007, חלק נכבד מהשיח הכלכלי על הנעשה במשק האנרגיה עבר מהתמקדות בגורמים ה־אליים והפוליטיים להענקת משקל יתר לגורמים הספקולטיביים. הן כלכלנים רבים והן יצואניות הנפט טוענים כי הזינוק שנרשם במחיר הנפט בשנה האחרונה נובע לא רק ממחסור בהיצע, אלא הוא בעיקר תולדה של חולשת הדולר ושל אי־הוודאות השוררת בשווקים הפיננסיים.

הקשר ההפוך בין ערך הדולר ובין מחיר הנפט נעוץ בעובדה שהשקעה בשוק הסחורות נחשבת דרך מקובלת להתגונן מפני נזקי האינפלציה. חששם של המשקיעים מפני משבר כלכלי שילווה באינפלציה והחשש מפני ירידות נוספות בגובה הריבית בארצות הברית ובערכו של הדולר מזרימים ביקושים לנכסים ממשיים, כגון נפט. מלבד זאת, מכיוון שהנפט מתומחר בדולרים, רווחי חברות הנפט והיצואניות נפגעים כאשר חל פיחות בערכו, ומשום כך עלייה במחיר הנפט היא מנגנון תיקון לשחיקה בערך הדולר. כך נוצר מצב שהסימנים והידיעות על האטה אפשרית בכלכלת ארצות הברית – ידיעות שבדרך כלל מורידות את מחיר הנפט הואיל והן מעידות על ירידה אפשרית בביקוש – לא זו בלבד שאינן פוגעות במחיר הנפט, אלא שהן דווקא דוחפות את הביקוש לחוץ נפט וגוררות זינוק במחירו.²

לכאורה היה אמור תהליך זה לעורר אופטימיות רבה בקרב יצרניות הנפט מהמפרץ שיצוא הנפט הוא המקור למרבית התוצר שלהן, אך לצד תחזיות ורודות בנוגע להמשך הצמיחה המהירה שהתהליך צפוי להעניק למדינות המפרץ, עלייה במחירי הנפט – אשר מונעת מירידת ערכו של הדולר – מציבה אתגרים ודילמות לא פשוטות עבורן. האתגר האקוטי ביותר הנובע מהתהליך המתואר הוא התגברות קצב האינפלציה, אשר שברה בחודשים האחרונים שיאים של עשרות שנים בכל חברות ה־Gulf Cooperation Council (ערב הסעודית, כוויט, איחוד האמירויות הערביות, עומאן, קטאר ובחריין).

הגידול בביקוש למוצרי אנרגיה, אשר הונע מצמיחתם של השווקים המתעוררים, לצד גידול מתון בלבד בהיצע הנפט העולמי, הם האחראיים המרכזיים למגמת העלייה שנרשמה במחיר הנפט משנת 2002

של מוצרי מזון בסיסיים. במילים אחרות, מדינות המפרץ מנהיגות מדיניות מחזורית, וזו יכולה לתרום להאצה נוספת בקצב האינפלציה.

האינפלציה בערב הסעודית שברה בפברואר 2008 שיא של 27 שנים, בהגיעה ל-8.7 אחוזים, והבנק המרכזי במדינה מעריך כי קצב האינפלציה השנתי עלול להגיע ב-2008 לעשרה אחוזים. תמונה חמורה עוד יותר מצטיירת בקטאר ובאיחוד האמירויות הערביות, שקצב האינפלציה השנתי בהן הגיע ב-2007 לכ-14 אחוזים וכ-11 אחוזים (שיא של 19 שנים) בהתאמה. גם בחריין ועומאן, יצרניות הנפט אשר אינן חברות באופ"ק, סובלות משיעורי אינפלציה גבוהים.⁵ ראוי לציין כי גם כווית, אשר החליפה במאי 2007 את הצמדת המטבע המקומי לדולר בהצמדה לסל מטבעות, סובלת משיעורי אינפלציה גבוהים. חלקו היחסי של הדולר בסל המטבעות שהדינר הכוויתי מוצמד אליו גבוה, ומשום כך גם כווית נאלצת לעקוב אחרי המדיניות המוניטרית של ארצות הברית ולהוריד ריבית.

הבנת ההשפעה של נתונים אלו על המצב הכלכלי-פוליטי במדינות המפרץ מתחדדת כאשר מפלחים את עליית המחירים על פי חלוקה למגזרים הכלכליים השונים. חלק נכבד מקצב האינפלציה בערב הסעודית מונע מהעלייה במחירי השכירות (18 אחוזים) ומהעלייה במחירי המזון (13 אחוזים). קצב עליית מחירי המזון ביתר חברות ה-GCC גבוה אף יותר מכיוון שהיקף יבוא המזון שלהן גבוה מזה של ערב הסעודית.

מהומות המזון שפקדו אזורים רבים בעולם לא פסחו גם על ערב הסעודית, על איחוד האמירויות ועל כווית. ראוי לציין כי העלייה במחיר הנפט וכן מרבית הגורמים שמניעים עלייה זו הם אותם הגורמים שהביאו לזינוק של עשרות אחוזים במחיר מוצרי המזון ברחבי העולם. צמיחתן של סין ושל הודו הגדילה בעשרות אחוזים לא רק את הביקוש לנפט, אלא גם את הביקוש העולמי למוצרי מזון בסיסיים. הזינוק במחירי הנפט מאיץ את הניסיונות להרחיב

הזינוק המתמיד במחיר הנפט מניע תנופה כלכלית חסרת תקדים במדינות ה-GCC, וזו יוצרת בטבעיות גידול חד בביקוש למוצרי ההשקעה ולמגוון מוצרי צריכה. אך העלייה החדה בקצב האינפלציה במדינות המפרץ נובעת לא רק מהגידול בביקושים הנרשם במרבית המגזרים הכלכליים, אלא היא גם תולדה של ירידת ערך הדולר.

הקשר ההדוק בין מצבו של הדולר ובין עליית המחירים במדינות המפרץ נובע ממשטר שער החליפין שהן מנהיגות. למעט כווית, כל חברות ה-GCC מנהיגות משטר שער חליפין קבוע (PEG), שבו המטבע המקומי מוצמד לדולר. כלומר, ערכו הנומינלי של שער החליפין מקובע לדולר, והוא אינו מושפע מתנאי ההיצע והביקוש בשוק מטבע החוץ. לפיכך מיליארדי הדולרים הזורמים למפרץ בשל העלייה במחירי הנפט אינם מחזקים את ערכו של שער החליפין המקומי, והירידה בערכו של הדולר לעומת המטבעות המרכזיים ברחבי העולם מביאה לשחיקה נאלצת גם בערכם של המטבעות המקומיים במפרץ. מרבית היבוא של חברות ה-GCC מגיע לא מארצות הברית אלא מהמזרח ומגוש האירו, ולפיכך השחיקה בערך הדולר מקפיצה את המחיר שהן נאלצות לשלם עבור הסחורות וחומרי הגלם המיובאים.

מדינות ה-GCC חייבות – כדי לשמור על משטר שער החליפין שלהן – לאמץ את המדיניות המוניטרית של ה"פדראל ריזרב", אשר מנסה בימים אלו לחלץ את ארצות הברית ממיתון באמצעות הורדת ריבית אגרסיבית.³ כלומר, מדינות המפרץ אינן יכולות לצנן את הכלכלה באמצעות העלאת ריבית, אלא הן נאלצות לשמור על רמת ריבית נמוכה דווקא בתקופה שכלכלתן צומחת בקצב מהיר. הואיל והיכולת לרסן את קצב האינפלציה באמצעות מדיניות מוניטרית כמעט אינה קיימת⁴ הממשלות נאלצות לפצות על שחיקת השכר הֶרְאֵלִי באמצעות העלאת השכר במגזר הציבורי, באמצעות הרחבת הסובסידיות שהממשלה נותנת על שורה של מוצרים וכן באמצעות הגברת הפיקוח על מחיריהם

**היצע היתר של
אופ"ק, שרובו
ככולו מצוי בערב
הסעודית, הוא
כשני מיליון
חביות נפט ביום
בלבד**

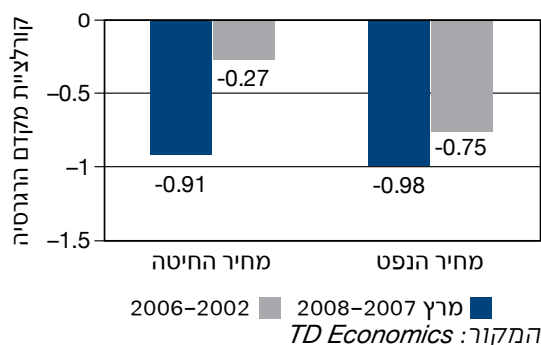
על כל פנים, לעת עתה מדינות המפרץ חוששות שמא גלישה אפשרית למיתון עולמי תביא לירידה בביקוש העולמי לנפט ולירידה במחירו, ומשום כך הן אינן מעוניינות להגביר את קצב ההפקה ולהוביל וולונטרית מהלך שיפגע בהכנסותיהן בהווה. קרטל אופ"ק סירב בפגישתו האחרונה בחודש מארס להיענות לדרישתה של ארצות הברית להגדיל את קצב הפקת הנפט. שכיב חליל, נשיא אופ"ק, הצהיר כי אין בכוונת הקרטל לעסוק בשינוי מדיניות המכסות עד פגישתו הבאה, שתיערך בספטמבר, משום שהעלייה במחיר הנפט נובעת מ"ניהולה הכושל" של כלכלת ארצות הברית וממצבו של הדולר, והיא אינה מבטאת חוסר בהיצע.

רצונן של מדינות המפרץ להמשיך וליהנות מהתנופה הכלכלית שהגאות בשוק הנפט מעניקה להן מצד אחד והחשש שנזקי האינפלציה יקוּו את הישגי הצמיחה וייצרו מתחים פוליטיים מצד אחר העלו לסדר היום את הקריאה לשנות את משטר שער החליפין ולזנוח את ההצמדה הקבועה לדולר. פרסום נתוני האינפלציה של חודש פברואר והתגברות התחזיות הצופות עלייה נוספת במחירי המזון העולמי הניעו גל של ספקולציות שלפיו אחת או כמה מחברות ה-GCC עשויות להודיע בפתאומיות על הפסקת ההצמדה לדולר כדי לבלום את עליית המחירים.⁷ בתחילת אפריל נראה היה כי ספקולציות אלו עומדות לרדת מסדר היום, זאת לאחר שאיחוד האמירויות הודיע כי אין בכוונתו לשנות את משטר שער החליפין. גם ההתקדמות שנרשמה במשא ומתן בין נגידי הבנקים המרכזיים – משא ומתן שתכליתו לכונן איחוד מוניטרי בין חברות ה-GCC עד שנת 2010 – הרגיעה לפרק זמן את ההערכות שמא תודיע אחת ממדינות המפרץ בפתאומיות על נטישת הדולר. נגיד הבנק המרכזי של ערב הסעודית דאג לציין בדיונים כי המטבע של האיחוד המוניטרי המתוכנן יהיה צמוד לדולר. לטענתו, במשך שנים הייתה ההצמדה לדולר גורם מייצב שעזר למדינות המפרץ למשוך השקעות ישירות מצד זרים ולעודד

את השימוש בתחליפי אנרגיה המופקים מקני סוכר ומתירס, והממשלות המעודדות את החקלאים לגדל גידולים אלו לצורכי הפקת אתנול גורמות עלייה במחירים. מלבד זה, גם מחירי המזון מושפעים מהמסחר הספקולטיבי, והחשש מאינפלציה ומירידת הדולר מרחיב את היקף המסחר האלקטרוני בחוזים על מוצרי מזון כשם שהוא מגדיל את הביקוש להשקעה בחוזי הנפט.

הקשר ההדוק בין מחיר הנפט למחיר מוצרי המזון מלמד כי מדינות המפרץ יכולות למתן במידה מסוימת את המתחים הפוליטיים שעליית מחירי המזון גוררת במדינתם ובמדינות נוספות בעולם הערבי. החלטה על הגברת קצב הפקת הנפט תוריד את מחירו, ולפיכך היא עשויה להוריד גם את מחירי מוצרי המזון, ואף ייתכן שהיא תתרום להתחזקות הדולר. עם זאת, יש לזכור כי היצע היתר של אופ"ק, שרובו ככולו מצוי בערב הסעודית, הוא כשני מיליון חביות נפט ביום בלבד, ועל כן מידת ההשפעה הטמונה בהגברת קצב שאיבת הנפט על ירידת מחירי המזון אינה ברורה.⁶

המתאם בין ערך הדולר ומחיר החיטה



כפי שניתן לראות בתרשים, המתאם השלילי בין ערך הדולר ובין מחיר הסחורות התחזקה בשנה וחצי האחרונות לעומת השנים 2006-2002. כלומר, ירידה של הדולר באחוז גוררת עלייה חדה יותר במחיר הסחורות כיום, לעומת ההשפעה שגררה ירידה של אחוז בערך הדולר בין השנים 2006-2002.

תמחור הנפט בדולרים. אחמניג'אד וצ'אבס טוענים שאחד הגורמים המשמרים את מוכנותן של כלכלות העולם ושל גופים פיננסיים לצבור דולרים נובע מביטחונם באפשרות להמיר את הדולרים לנפט. ונצואלה ואיראן – אשר מנסה מתחילת השנה להנהיג מסחר אלקטרוני בחוזי נפט שצמודים למטבע האיראני – רואות בירידת הדולר הזדמנות מצוינת "לנגח" את ארצות הברית ולהוביל מהלכים שיערערו את הקשר ההיסטורי הקיים בין הנפט לדולר. ירידה פתאומית של אחת מחברות ה-GCC מהצמדת המטבע המקומי לדולר עשויה להעניק רוח גבית למהלכים אלו.

עם זאת, חשוב לציין כי שבירת מערכת ה-Petrodollar אינה מהלך פשוט שיכול להתרחש בן-לילה. ראשית, אפשר להטיל ספק ביכולת של האירו או של מטבעות אחרים להחליף את מערכת ה-Petrodollar. אך מעבר לכך ירידת ערכו של הדולר אינה מלמדת בהכרח על ירידה בחשיבתו. אחמדינג'אד יכול להצהיר מעל כל בימה כי הדולר הוא "פיסת נייר חסר ערך", אך נייר זה מרכיב יותר מ-65 אחוזים מכלל העתודות של הבנקים המרכזיים ברחבי העולם. זוהי הסיבה שרבים סבורים כי ארצות הברית תמשיך ליהנות עוד זמן רב מהיתרונות שהדולר מעניק לה. לדעת רבים, העובדה שמדינות רבות צברו מיליארדי דולרים מבטיחה את מעמדו של הדולר הואיל ואותן מדינות יחששו לפגוע בערך נכסיהן ומשום כך הן לא ימהרו לגוון בקיצוניות את יתרות מטבע החוץ שלהן ולהקטין את הביקוש לנכסים דולריים.⁸

על פי השקפה זו, למדינות המפריץ אין אינטרס להוביל מהלך חד צדדי שעלול לגרום לשחיקה מהירה בערך הדולר, ולפיכך הן לא ירדו מההצמדה לדולר אם תהיה להם סיבה להאמין שמהלך שכזה יגרום לנטישת הדולר מצד מדינות וגופים פיננסיים נוספים.

חשוב לציין שבשל ירידת הדולר היצוא של ארצות הברית תחרותי יותר, ולפיכך יש הרואים

את התחרותיות של המגזרים שאינם שייכים למגזר האנרגיה.

ואולם, הצהרות אלו לא הצליחו להפסיק את העיסוק של התקשורת המקומית, של גורמים רשמיים ושל גופים פיננסיים בין-לאומיים בסוגיה לאורך זמן. גופים פיננסיים רבים מעריכים שהתגברות האינפלציה והתעצמות מהומות המזון תגרום לאחת מחברות ה-GCC לבחון ברצינות את האפשרות לרדת מההצמדה לדולר כבר במהלך החודשים הקרובים.

האם התהליך צריך להדאיג את ארצות הברית, ומדוע?

כמו שהוצג במבוא, האפשרות כי אחת ממדינות המפריץ תודיע באופן פתאומי על שינוי משטר שער החליפין שלה מעוררת דאגה בארצות הברית. צעד כזה עשוי לאותת על ירידה פרמננטית בביקוש לנכסים דולריים מצד המדינה שנתשוש את ההצמדה, ומלבד זה, הוא עלול להעיד על איבוד אמון נוסף בכלכלת ארצות הברית ובמטבע שלה.

רבים רואים באיבוד אמון בדולר איום על האינטרס הלאומי של ארצות הברית הואיל ולדעתם מעמדו הוא אחד ממקורות העצמה של ארצות הברית. עצם הדבר שארצות הברית משלמת עבור מוצרי היבוא שלה במטבע שהיא עצמה מדפיסה מעניק לה מעמד ייחודי במערכת הכלכלית, ומעמד זה מאפשר לה לממן בקלות את פעילותה הפנימית והבין-לאומית. נכונותן של מדינות כמו סין וערב הסעודית, לקבל עבור תוצרתן דולרים וכן נכונותן לקנות בדולרים אלו איגרות חוב שממשלת ארצות הברית מפיקה מאפשרות לארצות הברית לשמור על ריביות נמוכות ולחסוך בהוצאות על "הגירעון הכפול" שלה (גירעון בתקציב לצד גירעון במאזן התשלומים). מלבד זה, נכונותן של כלכלות העולם לצבור דולרים מעניקה לארצות הברית את היכולת להגביר את קצב הדפסתם בלי ליצור לחצים אינפלציוניים פנימיים. אם כן, אין זה מפתיע שאויבותיה של ארצות הברית באופ"ק מנסות לקדם את הרעיון של הפסקת

שבירת מערכת ה-Petrodollar אינה מהלך פשוט שיכול להתרחש בן-לילה. אפשר להטיל ספק ביכולת של האירו או של מטבעות אחרים להחליף את מערכת ה-Petrodollar



משמעויות

קשה לקבוע חד-משמעית איזו משתי ההערכות שהוצגו בפרק הקודם נתמכת על ידי התהליכים המתרחשים במפרץ בחודשים האחרונים. מצד אחד בהחלט אפשר להצביע על עלייה ברצונן של יצרניות הנפט לגוון את יתרות המט"ח שלהן ולחפש באמצעות קרנות ההון הממשלתיות השקעות חלופיות לאיגרות החוב האמריקניות, ומצד אחר התמיכה הלא מסויגת שערב הסעודית העניקה למשטר שער החליפין שלה – למרות הלחצים האינפלציוניים שהוא יוצר – היא דוגמה מצוינת לקושי שלה ושל מדינות נוספות להוביל מהלך שיפגע בנכסיהם הדולריים.

עם זאת, שני התהליכים מלמדים כי כאשר מחירי הנפט עולים וכאשר הכלכלה של ארצות הברית נכנסת לקשיים, התלות של ארצות הברית בידידותיה במפרץ מעמיקה. תלות זו אינה טמונה עוד רק בהחלטותיהן של מדינות המפרץ על קצב הפקת הנפט, אלא היא התרחבה גם למדיניות ההשקעה הבין-לאומית ולהחלטות המוניטריות שלהן.

ניתן להעריך כי ירידה נוספת בערכו של הדולר לצד התגברות קצב האינפלציה והמשך העלייה במחירי המזון ברחבי העולם יגבירו את הלחץ על מדינות המפרץ לוותר על הצמדת המטבע המקומי לדולר. ארצות הברית עשויה להגיב לתרחיש זה בשני

בשינוי משטר החליפין במדינות המפרץ דווקא מהלך מבורך שיוכל לשפר את האיזון המסחרי במערכת הבין-לאומית.⁹

ואולם, לצד הערכות אלו אפשר להצביע על גל של מחקרים שמציגים תמונה שונה בתכלית. מחקרים רבים אשר פורסמו בשנתיים האחרונות קובעים כי העלייה ב"גירעון הכפול" של ארצות הברית תקטין בסופו של דבר את נכונותן של מדינות רבות לצבור איגרות חוב אמריקניות, ותהליך זה יביא בסופו של דבר לשחיקה במעמדו של הדולר כמטבע הרזרבה העיקרי בעולם ויפגע בהגמוניה של ארצות הברית. אמנם המדינות שצברו נכסים במיליארדי דולרים חוששות לפגוע בערך נכסיהן, אך בריחה של גורם גדול אחד מהדולר עלולה ליצור גל שיסחף מדינות רבות אשר יבקשו להיפטר במהירות מנכסיהם הדולריים כדי למזער נזקים.¹⁰

ניתן ליישם היגיון זה גם כלפי סוגיית שער החליפין במדינות המפרץ: למדינות המפרץ אין אינטרס בהפלת הדולר, אך יתכן שנוקי האינפלציה שהצמדה למטבע האמריקאי מסבה להן תדחוף אותן לבצע מהלך שעשוי לפגוע בסופו של דבר בערך נכסיהם הדולריים.

תופעה נוספת שמחזקת את החשש מפני ירידה במעמדו של הדולר היא התרחבות פעילותן של קרנות ההשקעה הממשלתיות (Sovereign Wealth Fund). סין ויצרניות הנפט צברו בשנים האחרונות איגרות חוב אמריקניות במאות מיליארדי דולרים, ולפיכך הן אינן חוששות לחפש נתיבי השקעה מסוכנים יותר שיעניקו להן תשואות גבוהות מן התשואות של אגרות החוב האמריקניות. התרחבות ההשקעות בנתיבים חלופיים ברחבי העולם באמצעות קרנות ההון הממשלתיות צפויה להתגבר אם ימשיך להיחלש הדולר והריבית בארצות הברית תישאר נמוכה, ולפיכך הביקוש לאיגרות חוב אמריקניות ולנכסים דולריים עשוי לרדת.¹¹

**ירידה נוספת
בערכו של הדולר
לצד התגברות
קצב האינפלציה
והמשך העלייה
במחירי המזון
ברחבי העולם
יגבירו את הלחץ
על מדינות
המפרץ לוותר על
הצמדת המטבע
המקומי לדולר**

- הכלי המוניטרי העיקרי שמדינות המפרץ יכולות להפעיל הוא העלאת יחס הרזרבה לבנקים המסחריים.
- 4 אופנים: יתכן שהממשל האמריקאי ישיק מאמץ דיפלומטי שתכליתו להבטיח כי מדינות המפרץ לא יתפתו לשנות את משטר שער החליפין שלהן; אך לחילופין, אם ארצות הברית תשוכנע כי אחת או יותר מחברות ה-GCC אכן מתכוונות לרדת מהצמדה לדולר בשל הלחצים הכלכליים והפוליטיים שהאינפלציה גוררת, היא עשויה להעניק גיבוי למהלך, על מנת להבהיר כי נטישת הדולר אינה מתרחשת על רקע משבר בינה ובין ידידותיה במפרץ.
- 5 "Saudi inflation could top 10 pct before easing — cbank", *Guardian*, April 23, 2008.
- 6 יש ויכוח אשר לגודל היצע היתר העולמי. כך למשל ה-Oil Market Intelligence טוען כי היצע היתר של ערב הסעודית גבוה ביותר ממיליון חביות ליום מהכמות שהיא מצהירה עליה.
- 7 אפשר למצוא מאות כתבות שפורסמו בנושא הן בעיתונים המתמקדים בכלכלת המפרץ והן בעיתוני הכלכלה האמריקניים. ראו למשל: Chip Cummis, "Inflation Challenge Persian Growth", *The Wall Street Journal*, March 13, 2007.
- 8 כך למשל עמדה המושתתת על היגיון זה מציג נגיד הבנק הפדרלי, בן ברננקי. סקירת ספרות שמציגה את הטענות להישמרות מעמדו של הדולר אפשר למצוא ב: Craig K. Elwell, "Dollar Crisis: Prospect and Implication", *CSR Report for Congress* RL34311, January 8, 2008.
- 9 ראו למשל: Brad Setser, "The Case for Exchange Flexibility in Oil-Exporting Economies", *Peterson Institute for International Economist*, Policy Brief, November 2007. <http://www.petersoninstitute.org/publications/pb/pb07-8.pdf>
- 10 טענות אלו עולות בכתיבתו של ג'פרי פרנקל; לדבריו, האירו עשוי לעקוף את הדולר כמטבע הרזרבה של העולם בתוך 15 שנים. Jeffrey Frankel and C. Menzie, "The Euro May Over the Next 15 Years Surpass the Dollar as Leading International Currency. אפשר למצוא *International Finance (Forthcoming)*. ב: [http://ksghome.harvard.edu/~jfrankel/EuroVs\\$-IFdebateFeb2008.pdf](http://ksghome.harvard.edu/~jfrankel/EuroVs$-IFdebateFeb2008.pdf)
- 11 מסקנות ברוח זו אפשר למצוא ב: Flynt Leverett, "Black is the New Green", *The National Interest*, (January 2008). עם זאת, אפשר למצוא ספרות מקיפה שאינה רואה בהתפשטות התופעה איום על היציבות הפיננסית של ארצות הברית. ראו Robert Kimmitt, "Public Footprints in Private Markets: Sovereign Wealth Fund and the World Economy", *Foreign Affairs* (January/February 2008), pp. 119-130.
- ישנו הבדל באופן שבו יפרשו השווקים הכרזה חד צדדית על ביטול ההצמדה לדולר לעומת החלטה זהה שתתקבל באישור ארצות הברית. אך מעבר לכך, החלטה חד צדדית על שינוי משטר שער החליפין מצד מדינות המפרץ טומנת בחובה גם השלכות כלכליות ופוליטיות ארוכות טווח, שכן היא עשויה להיות שלב משמעותי ראשון בבחינה מחודשת של מערכת תמחור הנפט בדולרים.
- למרות שעדיין קשה להעריך באילו משתי הדרכים המתוארות תנקוט ארצות הברית, ניתן לקבוע בוודאות גבוהה שקצב הביקורים של גורמים אמריקאים רמי דרג במפרץ ילך ויגבר כל עוד הדולר ימשיך לרדת.

הערות

- 1 Judy Shelton, "Security and the Falling Dollar", *The Wall Street Journal*, February 15, 2008
- 2 קיימות סקירות רבות של אנליסטים אשר חוזות כי תהליך זה ישתנה בקרוב וכי התגברות הסימנים למיתון בארצות הברית תוביל בסופו של דבר לחששות לירידה של ממש בביקוש לנפט, ותהליך זה יניע ירידה במחיר הנפט. כך למשל בית ההשקעות "לימן ברדרס" טוען כי כבר היום אפשר להבחין בהתרופפות הקורלציה ההפוכה בין ערך הדולר למחיר הנפט.
- 3 אם לא יאמצו מדינות המפרץ את המדיניות המוניטרית של ארצות הברית, הן עלולות לחוות מתקפה ספקולטיבית על המטבע שלהן.