

# سیستم‌های مختلف نرخ ارز در فرایند مسائل مالی و توسعه

نویسنده: استلی فیشر

ترجمه: ندا فرحبخش\*

## مقدمه

در سالهای اخیر نرخ‌های ارز تثبیت شده یکی از عوامل مؤثر در ظهور بحران‌های مالی بازار بوده‌است. این بحران در کشورهای نظیر مکزیک در اواخر سال ۱۹۹۴، تایلند و اندونزی و کره در ۱۹۹۷، روسیه و برزیل ۱۹۹۸، آرژانتین و ترکیه در سال ۲۰۰۰ و ۲۰۰۱ روی داد. ولی کشورهایی که نرخ‌های تثبیت شده را اعمال نکردند از جمله آفریقای جنوبی، اسرائیل، مکزیک و ترکیه در سال ۱۹۹۸ دچار بحران نشدند و توانستند از چنین بحران‌هایی دوری کنند.

بنابراین جای تعجب نیست که بسیاری از سیاست‌گذاران در مقابل بکارگیری نرخ‌های تثبیت شده اما قابل تعدیل در کشورهایی که جریان سرمایه به آنها آزاد است، هشدار می‌دهند. این باور که سیاست میانه، بین شناور آزاد و سیاست تثبیت پایدار نمی‌باشد، به عنوان نگرش دو قطبی شناخته شده‌است. آمار نشان می‌دهد، تعداد کشورهای که نگرش دو قطبی را پذیرفته‌اند، رو به افزایش است و در دهه ۱۹۹۰ با

\* - ندا فرحبخش، کارشناس امور پژوهشی - پژوهشکده امور اقتصادی.

افزایش میزان استفاده از سیاست تثبیت تعدیل‌ناپذیر<sup>(۱)</sup> و سیاست تعدیل‌پذیر، سهم کشورهای عضو صندوق بین‌المللی پول که دارای سیاست میانه بودند، کاهش یافته است. (نمودار ۱).

به نظر می‌رسد طرفداران نگرش در قضا در مورد اثر چشمگیر آن مبالغه کرده‌اند. ولی بطور کلی، می‌توان گفت، کشورهای که جریان سرمایه بین‌المللی در آنها آزاد است، دارای طیف وسیعی از سیاست نرخ ارز تعدیل‌پذیر و پایدار می‌باشند و لذا می‌توانند در تصمیم‌گیری‌ها، تغییرات نرخ ارز را لحاظ کنند. به عبارت دیگر، کشورهای باز نسبت به جریانهای سرمایه می‌توانند طیف وسیعی از ترتیبات<sup>(۲)</sup> یعنی از شناور آزاد<sup>(۳)</sup> به تثبیت خزنده<sup>(۴)</sup> را در دامنه وسیعی پیرامون آن بپذیرند و علاوه بر آن، تثبیت تعدیل‌ناپذیر بوسیله تمهیدات سیاسی نظیر شورای پول، دلاری شدن و پذیرش سایر پول‌های خارجی و یا عضو اتحادیه پول شدن، پایدار می‌شود. در واقع، دولت، سیستم‌های نامنه‌محدود و تثبیت تعدیل‌پذیر را بکار می‌گیرد تا از ارزش نرخ ارز حمایت کند و منحصرأ از سیاست پولی جهت حمایت از نرخ ارز استفاده نمی‌کند.

## ظهور و توسعه کشورهای بازار آزاد

ظهور و توسعه اقتصادهای دارای بازار آزاد به جریانهای سرمایه در دوره ۱۹۹۰ از سیستم تثبیت تعدیل‌پذیر<sup>(۵)</sup> به سمت سیستم تثبیت تعدیل‌ناپذیر و به خصوص به سمت سیاستی با انعطاف‌پذیری بیشتر حرکت کرد. (نمودار ۲).

از ۳۳ کشور ضربه‌بندی شده در ظهور اقتصادهای بازار توسط سرمایه بین‌المللی استثنای مورگان<sup>(۶)</sup> سهم پیروان سیاست میانه از ۶۴ درصد به ۴۲ درصد طی یک دهه کاهش یافت. در اواخر سال ۱۹۹۹، ۱۶ کشور نرخهای شناور و ۳ کشور تثبیت

1- Hard Pegs Policy

2 Arrangements

3- Free Floating

4- Crawling Pegs

5- Adjustable-Peg Regimes

6 Morgan Stanley

تعدیل ناپذیر نرخ به صورت شورای پولی<sup>(۱)</sup> داشتند. سایر کشورها دارای سیاست میانه و به عبارتی ۵ کشور دامنه خرنده، یک کشور دامنه افقی، یک کشور تثبیت خرنده و ۷ کشور دارای سیستم نرخهای ارز تثبیت شده بودند. (نمودار ۲) از اواخر سال ۱۹۹۹ سایر کشورها از سیاست میانه کناره گرفتند؛ یونان با ادامه افقی به یورو پیوست و ترکیه از سیاست تثبیت خرنده به سمت نرخ ارز شناور حرکت کرد.

همچنین در دهه ۱۹۹۰ شواهدی مبنی بر کنارگیری اقتصادهای توسعه یافته از سیاست میانه وجود دارد. این فرایند بوسیله خلق یورو و مرگ مکانیزم نرخ ارز اروپایی بوجود آمد. مطابق طبقه بندی سرمایه بین المللی استنلی مورگان، در اواخر ۱۹۹۹، نیمی از کشورها دارای سیاست تثبیت تعدیل ناپذیر و نیمی دیگر نرخهای شناور بودند و فقط دانمارک دارای سیاست میانه در دامنه افقی بود.

مضامعات صورت گرفته نشان می دهد که سیاست تثبیت تعدیل پذیر برای کشورهای همگرا و یا کشورهای که با بازارهای سرمایه بین المللی، همگرا نشده اند، کارآمد نمی باشد. این حالت از گذشته های دور به واسطه بحران های بزرگ پولی بوجود آمده و نشان می دهد که یک کشور نمی تواند بظور همزمان، سیاست نرخ ثابت ارز، تحرک سرمایه و سیاست پولی را در جهت اهداف داخلی حفظ نماید.

اما چرا به نظر می رسد سیاستگذاران پولی قادر به جهت دهی و تعیین نوعی سیاست پولی داخلی نیستند که بتواند اهدافی مثل حفظ سیاست نرخ ثابت ارز را دنبال کند؟ علیرغم برخی انتظارات، پاسخ این است که اگر منافع کوتاه مدت سیاست تغییر نرخ ارز بیش از هزینه های آن باشد، احتمال دارد سیاستمداران سیاست نرخ ارز را تغییر دهند که سهامداران بازار مالی نیز از این موضوع مطلع هستند.

شوکه های داخلی و خارجی اقتصاد موجب تغییر سیاست نرخ ارز از نرخ رسمی به نرخ اسمی می شود. پس حمایت از اضافه ارزش گذاری تثبیت نرخ ارز مستلزم سیاست پولی و مالی انقباضی می باشد تا کسری حساب جاری را کاهش دهد

و موجب عدم تشویق خروج سرمایه شود. اگر اضافه ارزش‌گذاری تثبیت نرخ ارز کوچک باشد و اگر سیاست‌های لازم اتخاذ شود، شرایطی بوجود می‌آید که از تثبیت برخوردار است. ولی اگر اضافه ارزش‌گذاری تثبیت نرخ ارز بزرگ باشد، عملکردها توجیه سیاسی و اقتصادی نخواهند داشت و احتمالاً پیامد آن انتقاد از سیاست تثبیت می‌باشد.

ولی چرا کنترل سرمایه جهت حمایت نرخ ارز از تأثیرات مختل‌کننده جریانهای سرمایه اعمال نمی‌شود؟ چین از این کنترل‌ها جهت اجتناب از اثرات بحران‌های آسیا در سالهای ۱۹۹۷ و ۱۹۹۸ استفاده کرد و مالزی نیز در سپتامبر ۱۹۹۸ کنترل سرمایه و تثبیت نرخ ارز را اعمال کرد، هرچند که بررسی اثرات این عمل مشکل بود، ولی از آن به بعد قسمت اول بحران در آن زمان به پایان رسید و بیشتر سرمایه‌هایی که قرار بود از کشور خارج شوند، قبلاً در جریان سرمایه لحاظ نشده بودند.

نکته قابل توجه دیگر این است که باید بین خروج و ورود سرمایه تفاوت قائل شد. کنترل‌های خروج سرمایه در جهت حفظ نرخ ارز تثبیت شده بکار می‌رود و با سیاست‌های داخلی نیز سازگار می‌باشند. ولی اثرات کنترل‌های جریان سرمایه به کشوری که دارای نرخ ارز تثبیت شده هستند، این امکان را می‌دهد تا سیاست پولی مستقل اجرا کند و این کنترل ممکن است بر ترکیب ورود سرمایه اثر بگذارد. اما اثرات بلندمدت کنترل جریان سرمایه به کشور معلوم نیست.

برای اینکه کنترل‌های خروج سرمایه با موفقیت صورت گیرد، باید یک طرح جامع و وسیع داشته باشیم. اما باید به این مسئله توجه کرد که با توسعه یک کشور، این کنترل‌ها گمراه‌کننده‌تر بوده و کارایی کمتری پیدا می‌کنند و در زمان وقوع بحران نیز کنترل‌های خروج سرمایه ناکارآمد می‌شوند. اگر نرخ ارز تحت فشار نباشد و زیربنای کارآمدی از بازارهای اسعار خارجی و نهادهای قوی مالی وجود داشته باشد، کنترل‌های خروج سرمایه به تدریج از بین می‌روند. همچنین محدودیت‌های اعمال شده بر اسعار خارجی و کنترل سرمایه که توسط نهادهای داخلی وضع شده، نیز از بین می‌رود.

و اما کنترل‌های ورود سرمایه نقش مفیدی ایفا می‌نمایند و صندوق بین‌المللی پول در بعضی مواقع از آنها حمایت می‌کند. کنترل‌هایی از این نوع به یک کشور کمک می‌کند تا از مشکلاتی که برای سیاست داخلی در ورود جریان سرمایه وجود دارد، اجتناب نماید. شیلی نمونه بارز این حالت می‌باشد که اعمال این کنترل‌ها در این کشور موجب موفقیت سیاست پولی مستقل شد. ولی حتی کنترل‌هایی که شیلی اعمال کرد بعد از سال ۱۹۹۸ کارایی خودشان را از دست دادند و اخیراً این کنترل‌ها بطور کل از بین رفته‌اند.

### بیم از شناور بودن

کالوو و رینهارت<sup>۱۱</sup> (۲۰۰۰) و سایرین تأکید کرده‌اند کشورهایایی که ادعای نرخ ارز شناور را دارند عملاً اجازه نمی‌دهند تا نرخ ارز آزادانه شناور باشد و برای تعیین نرخ ارز از سیاست‌های مداخله و نرخ بهره استفاده می‌کنند. بنابراین، آنها توصیه می‌کنند که اولاً درست نیست که ادعا کنیم کشورها از سیستم تثبیت تعدیل‌پذیر خارج می‌شوند و ثانیاً، چون کشورها به دلایل موجهی خواهان سیستمی غیر از سیستم نرخ ارز ثابت هستند، به آنها توصیه خواهد شد که تثبیت تعدیل‌ناپذیر را بپذیرند.

جای تعجب نیست که چرا سیاستگذاران، نگران رفتارهای نرخ ارز اسمی و واقعی هستند. زیرا تغییرات نرخ اسمی ارز بر نرخ تورم و همچنین تغییرات نرخ واقعی بر ثروت شهروندان داخلی و تخصیص منابع اثر می‌گذارد. بنابراین، در کشورهای با سیستم‌های نرخ شناور ارز، سیاست پولی نسبت به تغییرات نرخ ارز حساس می‌باشد. و این حالت اغلب در هنگامه اقتصادهای کوچکتر و بیشتر در گروه‌های هفت کشور صنعتی روی داده‌است.

## ماندگاری تثبیت تعدیل ناپذیر

در اواخر سال ۲۰۰۰، ۴۷ کشور عضو صندوق بین‌المللی پول به جز ۱۱ کشور اقتصاد اروپایی و اتحاد پولی<sup>(۱)</sup> (EMU) دارای سیستم‌های نرخ ارز تثبیت تعدیل ناپذیر، بدون شورای پولی و یا پول قانونی مستقل، بودند و سایر اقتصادها بدون پول قانونی مستقل، چندان وسعتی نداشتند. آرژانتین و هنگ‌کنگ، بزرگترین اقتصادهایی هستند که از شورای پولی برخوردارند. در رابطه با چنین شورایی باید به این نکته اشاره کرد که بررسی منافع و هزینه‌های اولیه محدودیت‌های اعمال شده، توسط شورای پولی چندان آسان نیست.

گزارش نشان می‌دهد کشوری با سابقه آشفتگی پولی، شورای پولی را روشی سریع‌تر و کم‌هزینه‌تر جهت کسب سیاست پولی معنیر نسبت به سایر روشها می‌داند. سایر کسانی که تثبیت تعدیل ناپذیر را مناسب می‌دانند نظیر کالوو و رینهارت، به بازارهای ارزی و حساب سرمایه توجه می‌کنند و در این حالت یک کشور لزوماً سودی از انعطاف‌پذیری نرخ ارز بدست نمی‌آورد. لذا با این فرض، آنها به شورای پولی یعنی دلاری شدن و شاید در بلندمدت به اتحادهای وسیع‌تر پولی، فکر می‌کنند.

اغلب باورها بر این است که امروزه سیستم تثبیت تعدیل ناپذیر بویژه از دید بازارهای ارزی، جذابتر می‌باشد. اقتصاد کوچکی که معاملات حساب سرمایه و تجارت آن بر اقتصاد بزرگ خاصی وابستگی شدیدی دارد، تمایل به پذیرش پول آن کشور را دارد. اما این کار مستلزم این خواهد بود که قبل از هرگونه تصمیم‌گیری در این مورد، باید توجه خاصی به ماهیت شوک‌هایی که بر پول آن کشور تأثیر گذاشته، داشته باشیم. هر قدر که اتحادیه پولی توسعه می‌یابد و سایر اقتصادها مجدداً به بررسی می‌پردازند که آیا پول ملی را حفظ کنند و یا حفظ نکنند، کاملاً عقلایی است که باور کنیم، اغلب کشورها تثبیت تعدیل ناپذیر را قبول خواهند کرد و در آینده پول ملی

کمتری وجود خواهد داشت.

## لنگر اسمی نرخ ارز

منافع و ریسک‌های استفاده از نرخ ارز به‌عنوان لنگر اسمی در جهت کاهش تورم در کشورهایی دارای تورم سه رقمی بطور گسترده‌ای مورد مطالعه قرار گرفته‌است. مثال‌های زیادی را نمی‌توان در رابطه با کشورهای یافت که بدون استفاده از لنگر نرخ ارز و یا احتمالاً سیاست تثبیت خزانده موفق شده‌باشند، تورم را کاهش دهند. اگر کشوری که دارای سیاست تورم‌زدایی است، سیستم تثبیت تعدیل‌ناپذیر را نپذیرد. به اجبار به استراتژی‌های متفاوتی برای خروج از سیستم تثبیت شده توجه می‌کند و در این حالت بیشتر به سمت سیستم انعطاف‌پذیری حرکت می‌کند. از ۱۲ کشوری که از اواخر دهه ۱۹۸۰ دارای ثبات نرخ ارز بوده‌اند، ۴ کشور بطور موفقیت‌آمیزی وارد سیاست‌های شورای پولی و تورم‌زدایی<sup>(۱)</sup> و ۸ کشور وارد دامنه خزانده یا کاهش ارزش پول شده‌اند. بررسی استراتژی‌های خروج از سیستم تثبیتی توسط (Eichengrem و دیگران ۱۹۹۸) نشان می‌دهد: کشوری که دارای پول قوی می‌باشد، بهتر است که از سیستم تثبیتی خارج نشود. این وضعیت یک حالت باثباتی است که موجب اعتبار و توسعه جریانهای سرمایه می‌شود. در این مورد می‌توان به کشورهای هلند و اسرائیل اشاره نمود. هنگامی که پول قوی است، مقامات دلیلی برای حرکت از تثبیت نرخ ارز نمی‌بینند و هنگامی که پول ضعیف است، آنها می‌پذیرند که کاهش ارزش پول و یا گسترده‌کردن دامنه آن زیان‌بخش خواهد بود. اگر تثبیت طولانی‌مدت شود، خطرات بیشتری در رشد تعدیل‌پذیر وجود خواهد داشت. در بعضی مواقع که پول‌های کشورهای تورم‌زدا با فروپاشی مالی مواجه می‌شوند، تلاش‌های صندوق بین‌المللی پول برای انعطاف‌پذیری بیشتر نرخ ارز مفید واقع نمی‌شود.

## سه نرخ قوی ارز

بی ثباتی نرخ‌های ارز در میان پول‌های قوی یک بحث همیشگی است و تغییرات نرخ‌های سه پول قوی (دلار، یورو و یین) برای سایر کشورها، بویژه کشورهای بی ثباتی را به یکی از این سه پول تثبیت کرده‌اند، مشکلاتی را بوجود می‌آورد. مثلاً افزایش ارزش دلار که از سال ۱۹۹۵ آغاز شده بود اثرات معکوسی بر صادرات کشورهای آسیای شرقی گذاشت در حالی که قوی بودن دلار به مشکلاتی که آرژانتین و ترکیه در سال ۲۰۰۰ داشتند، کمک‌های چشمگیری نمود.

اهداف متعددی برای بازارهای هدف<sup>(۱)</sup> سه پول قوی وجود دارد. در عمل، چنین سیستمی بطور غیررسمی و آزادانه فعالیت می‌کند. هنگامی که نرخ‌های ارز از حالت عادی خارج می‌شوند، نرخ‌های قوی ارز در بازارهای پولی مداخله می‌کنند. این مسئله در اواسط سال ۱۹۹۵ اتفاق افتاد. در آن زمان ارزش یین افزایش پیدا کرد و در سال ۲۰۰۰ کاهش یافت و ارزش یورو نیز بطور قابل ملاحظه‌ای کاهش پیدا نمود.

سیستم غیررسمی به سه روش متفاوت از بازار هدف رسمی می‌باشد. اولاً، از قبل بازارهای هدف معرفی نشده‌اند و در نتیجه لزومی جهت مداخله کردن در سطح خاصی وجود ندارد. ثانیاً، سیستم غیررسمی از طریق هماهنگ کردن مداخلات بازار ارز اداره می‌شود و از عملکردهای سیاست هماهنگ پولی استفاده نمی‌کند. ثالثاً، چنین مداخلاتی به ندرت پیش می‌آید. با این همه، سیستم غیررسمی و آزاد محدوددهای گسترده‌ای را بوجود می‌آورد که باعث می‌شود نرخ‌های ارز در میان سه نرخ قوی ارز از نقطه تعادل دور شوند.

## رژیم ارزی سایر کشورها

در این مقاله فقط به رژیم‌های نرخ ارز ۵۵ کشور با اقتصادهای بازار و توسعه یافته اشاره شد ولی باید گفت که الگو بطور قابل ملاحظه‌ای برای سایر اعضای صندوق

1- Target Zones



بین‌المللی پول و حتی کشورهای که به بازارهای بین‌المللی سرمایه دسترسی ندارند، مشابه است. زیرا از یک سو کشورها از رژیم تثبیت تعدیل‌پذیر به تثبیت تعدیل‌ناپذیر و از سوی دیگر از تثبیت تعدیل‌پذیر به سمت رژیمی با انعطاف‌پذیری بیشتر حرکت می‌کنند (نمودار ۴).

این کشورها نسبت به کشورهای دارای اقتصاد بازار آزاد از سیستم‌های ارزی با تثبیت تعدیل‌ناپذیر بیشتری برخوردار هستند و کمتر از سیستم تثبیت تعدیل‌پذیر و نرخهای شناور ارز استفاده می‌کنند.

بنابراین به تحقیقات بیشتری در مورد ویژگی‌های سیستم‌های نرخ ارز و سیاست‌های بخش مالی نیاز می‌باشد تا مناسب کشورهای باشد که هنوز به سمت سیستم مالی جهانی همگرا نشده‌اند.

## نتیجه‌گیری

به نظر می‌رسد روند جدایی از نظام‌های تثبیت تعدیل‌پذیر نرخ ارز به سوی نظام‌های شناور و نظام تعدیل‌ناپذیر برای کشورهایی که به سمت بازارهای بین‌المللی سرمایه همگرا شده‌اند و یا حتی آنهایی که به این سمت همگرا نشده‌اند، به خوبی مورد حمایت و تأیید سیاستگذاران پولی قرار گرفته است و همچنین به نظر می‌رسد که چنین روندی ادامه یابد.





