

## تداوم معمای دوقطبی<sup>۱</sup>

آندره‌آ بوبولا<sup>۲</sup> و اینچی آنکر-رُپ<sup>۳</sup>

مترجم: لیلا آرمیان

مترجم اداره دبیرخانه شورای پول و اعتبار و هییت عامل بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

با آن که برخی کشورها رژیم‌های میانی<sup>۴</sup> نرخ ارز را کنار گذاشته‌اند، از این گرایش آن گونه که انتظار می‌رفت استقبال نشد.

ناظران در پی وقوع بحران‌های عمده‌ی ارزی طی دهه‌ی گذشته‌ی میلادی، رژیم میخکوب نرخ ارز<sup>۵</sup> (بطور اخص میخکوب ملایم<sup>۶</sup>) را عامل بروز بحران می‌دانند. شایان ذکر است، پیش از وقوع بحران در مکانیسم ارزی اروپا طی سال‌های ۹۳-۱۹۹۲م. تا بحران ارزی مکزیک در سال ۱۹۹۴م. آسیا در سال ۱۹۹۷م. روسیه و برزیل در سال ۱۹۹۸م. اکوادور در سال ۱۹۹۹م. و ترکیه در سال ۲۰۰۰م. برخی انواع رژیم‌های میخکوب یا شدیداً مدیریت‌شده‌ی<sup>۷</sup> نرخ ارز اعمال می‌شد. شدت و وسعت بحران‌های مذکور که در غالب موارد با سقوط سیستم بانکی و تنزل سطح فعالیت‌های اقتصادی همراه می‌گردید، شگفت‌انگیز بود.

<sup>۱</sup> تداوم معمای قطبی (The Continuing Bipolar Conundrum) به دشواری انتخاب رژیم ارزی مناسب از میان دو گزینه‌ی موجود یا به عبارتی "رژیم‌های میخکوب یا شناور نرخ ارز" اشاره دارد. این مقاله از صفحات ۳۳-۳۵ شماره‌ی اول جلد چهارم و یکم فصل‌نامه‌ی Finance & Development منتشره در ماه مارس سال ۲۰۰۴ به آدرس الکترونیکی <http://imf.org/external/pubs/ft/fandd/۲۰۰۴/۰۲/index.htm> اخذ شده است.

<sup>۲</sup> آندره‌آ بوبولا (Andrea Bubula)، مدرس اقتصاد و روابط بین‌الملل در دانشگاه کلمبیا است.

<sup>۳</sup> اینچی آنکر-رُپ (Inci Otker-Robe)، نایب رئیس بخش رژیم‌های پولی و مالی صندوق بین‌المللی پول (IMF) است.

<sup>۴</sup> رژیم‌های میانی (intermediate regimes)، دربرگیرنده‌ی رژیم‌های میخکوب ملایم و شناور شدیداً مدیریت‌شده است.

<sup>۵</sup> pegged exchange rate

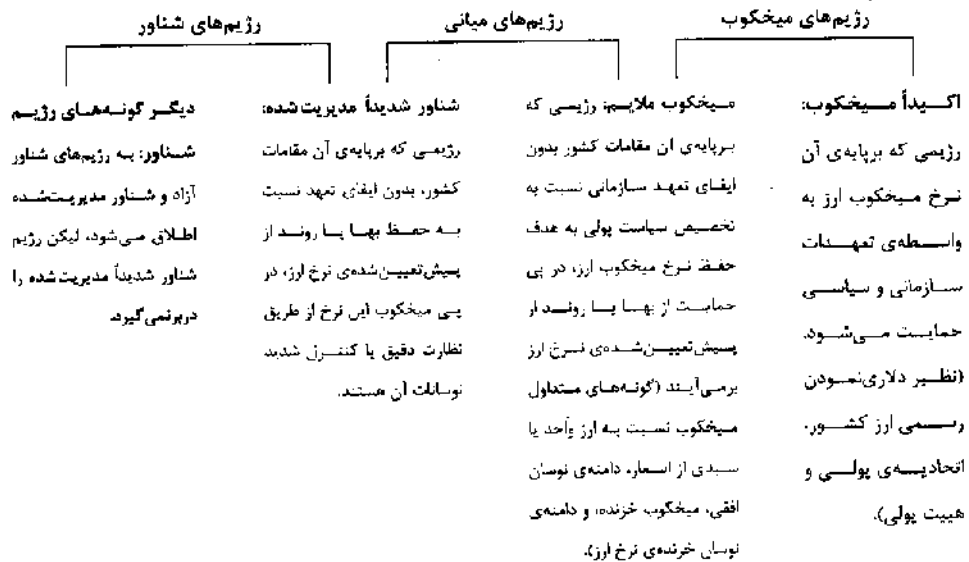
<sup>۶</sup> میخکوب ملایم (soft peg)، دربرگیرنده‌ی رژیم‌های میخکوب‌شده در مقابل یک ارز یا سبده‌ی از اسعار، تونل افقی و میخکوب قابل تعدیل و توأم با تونل نوسان نرخ ارز است.

<sup>۷</sup> tightly managed

لذا کاربرد رژیم‌های میانی - یا به عبارتی رژیم میخکوب ملایم یا شدیداً مدیریت‌شده‌ی نرخ ارز - در درازمدت امکان‌پذیر نیست. این امر به طور اخص در اقتصادهای باز - در برابر جریان‌ات سرمایه‌ی بین‌المللی - با مشکل مواجه است (به نمودار شماره‌ی یک رجوع شود).

نمودار شماره‌ی یک

### گستره‌ی کنونی طبقه‌بندی رژیم‌های ارزی



بنابه عقیده‌ی حامیان دیدگاه دو قطبی رژیم‌های نرخ ارز و آقای استنلی فیشر<sup>۱</sup>، معاون اول اسبق رییس صندوق بین‌المللی پول به‌عنوان پیشگام آنان، با توجه به سطح فعلی یکپارچگی بازارهای مالی، کشورها تنها در صورت پای‌بندی قطعی و برخورداری از آمادگی لازم جهت اخذ سیاست‌ها و اقدامات ضروری خواهند توانست رژیم میخکوب نرخ ارز را (همانند رژیم اکیدا میخکوب<sup>۲</sup>) حفظ کنند. تنها راه کار پیش روی کشورها در جهت پای‌بندی بدین تعهد، شناورسازی نرخ ارز است که به خودمختاری مالی<sup>۳</sup> بیشتر و محدود نمودن جریانات سودجویانه سرمایه‌ای می‌انجامد که اغلب نرخ‌های بسیار قابل پیش‌بینی برابری پول را به دنبال دارد. حامیان دیدگاه دو قطبی از سوی دیگر ادعا کرده‌اند که کشورها از رژیم‌های بحران‌زای میانی اجتناب می‌کنند.

به رغم این وضعیت، دیدگاه دو قطبی با چالش‌های چندی مواجه شده است. نخست، سیاست ارزی قانونی<sup>۴</sup> کشورها در اکثر موارد با رژیم بالفعل<sup>۵</sup> آن‌ها متفاوت بوده و منجر به بروز تردیدهایی در زمینه‌ی روند مشهود برکناری رژیم‌های میانی ارز گشته است (کالوو<sup>۶</sup> و راینهارت،<sup>۷</sup> ۲۰۰۰م). به علاوه، رژیم‌های واقع در دو حد نهایی طیف نیز (در مقایسه با

<sup>۱</sup> Stanley Fischer

<sup>۲</sup> اکیدا میخکوب (hard peg) در برگیرنده‌ی ترتیباتی چون رواج قانونی ارز خارجی (دلاریزه شدن)، اتحادیه پولی و هیئت پولی (Cuttency Board) است.م

<sup>۳</sup> monetary autonomy

<sup>۴</sup> de jure

<sup>۵</sup> de facto

<sup>۶</sup> گیلرمو ای. کالوو (Guillermo A. Calvo)، پروفیسور برجسته‌ی دانشکده‌ی اقتصاد و مدیر مرکز اقتصاد بین‌المللی دانشگاه مرلند است. وی مشاور ارشد صندوق بین‌المللی پول و پروفیسور اقتصاد دانشگاه‌های پنسیلوانیا و کلمبیا در شهر نیویورک بوده است.م

<sup>۷</sup> کارمن ام. راینهارت (Carmen M. Reinhart)، پروفیسور دانشکده‌ی امور عمومی و گروه اقتصاد دانشگاه مرلند، عضو پیوسته‌ی مرکز ملی تحقیقات اقتصادی (NBER)، عضو هیئت تحریریه‌ی نشریه‌ی (American Economic Review) و عضو کمیته‌ی اجرایی انجمن اقتصادی آمریکای لاین و منطقه‌ی کاراییب (LACEA) است.م

رژیم‌های میانی) تحت فشار بازار بوده‌اند. سقوط هییت پولی<sup>۱</sup> کشور آرژانتین در خاتمه‌ی سال ۲۰۰۱م. یا نگرانی‌های بازار ارزی شناور کشور برزیل طی همان سال، مبین فشارهای بازار بر دیگر رژیم‌های ارزی بوده است. علاوه بر آن، مستندات محکمی که کنارگذاشته شدن رژیم‌های میانی ارز در بلندمدت را تأیید نماید، در دست نیست (میسون،<sup>۲</sup> ۲۰۰۱م.). برخی ناظران باتوجه به نبود رژیم واحدی که همواره مناسب کلیه کشورهای باشد، به بحث درباره‌ی نقش دایمی رژیم‌های میانی ارز می‌پردازند (به عنوان مثال، فرانکل،<sup>۳</sup> ۱۹۹۹م.).

با وجود این، اگر رژیم‌های ارزی کشورها براساس رژیم واقعی آن‌ها (و نه سیاست‌های رسمی اعلام‌شده) تبیین گردد، آیا دیدگاه دوقطبی همچنان تأیید خواهد شد؟ تحقیق حاضر موارد بروز بحران ارزی در رژیم‌های گوناگون ارزی طی سال‌های ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۱م. را مطالعه و این نکته که آیا کشورها به طرف رژیم‌هایی با مخاطرات کمتر روی آورده‌اند را تحلیل می‌کند. این تحلیل براساس مجموعه‌ی اطلاعات حاصل از رژیم‌های بالفعل تعداد کثیری از کشورهای عضو صندوق بین‌المللی پول (به ضمیمه‌ی شماره‌ی یک رجوع شود) و برپایه‌ی ضرورت‌ارایه‌ی توصیفی مناسب درباره‌ی رژیم‌های واقعی ارز برای ارزیابی دقیق سیر تکاملی و آسیب‌پذیری آن‌ها در قبال بحران‌ها، انجام شده است. شکست در شناسایی این‌که کشوری ممکن است به طور غیررسمی نرخ ارز خویش را میخکوب کرده باشد، در حالی که سیاست

<sup>۱</sup> عرضه‌ی پول ملی براساس حجم ذخایر ارزی یکی از وظایف currency board (به عنوان هییت پولی) است. خواهشمند است، جهت کسب اطلاعات بیشتر در این زمینه به منابع مورد استفاده‌ی مترجم - مندرج در فهرست منابع - رجوع شود.

<sup>۲</sup> پال آر. میسون (Paul R. Masson)، متخصص اقتصاد بین‌الملل و کارشناس بازارهای نوظهور و عضو غیردائم بخش مطالعات اقتصادی مؤسسه‌ی بروکینگز (The Brookings Institution) است. وی در ماه ژوئن سال ۲۰۰۲ میلادی از صندوق بین‌المللی پول بازنشسته شد.

<sup>۳</sup> جفری ای. فرانکل (Jeffrey A. Frankel)، پروفسور دانشگاه کینی و مدیر برنامه‌ی مالی بین‌الملل و اقتصاد کلان مرکز ملی تحقیقات اقتصادی NBER است. م.

اعلام شده شناوری<sup>۱</sup> است، می‌تواند به نتیجه‌گیری نادرستی درباره‌ی انعطاف‌پذیری بالاتر رژیم‌های ارزی یا آسیب‌پذیری یکسان رژیم‌های میخکوب و شناور در قبال فشارهای سوداگرانه‌ی ارزی منجر شود.

### بحران خیز بودن<sup>۲</sup> رژیم‌ها

کدامیک از رژیم‌های ارزی بیشتر مستعد بحران است؟ بنا به تحقیق حاضر که به بررسی رژیم‌های بالفعل کنونی در بیش از ۱۵۰ کشور جهان پرداخته است، رژیم‌های میخکوب ارزی (گروه اکیداً میخکوب و میخکوب ملایم) بیش از رژیم‌های شناور ارزی (اعم از نرخ‌های شناور آزاد و مدیریت‌شده)<sup>۳</sup> مستعد بحران ارزی است. این امر در کشورهایی که از یکپارچگی بالاتری با بازارهای بین‌المللی برخوردارند، شدیدتر است. به طور متوسط، حدود سه چهارم بحران‌های رخ داده در کلیه‌ی کشورها طی دوره‌ی ۱۲ ساله‌ی مورد بررسی، تحت رژیم‌های میخکوب ارزی به وقوع پیوسته است. میزان بروز بحران تحت این رژیم نیز بیش از رژیم‌های شناور بوده است (به ضمیمه‌ی شماره‌ی یک رجوع شود). این رژیم‌ها (میخکوب و شناور) در کشورهای درحال توسعه‌ی محروم از دسترسی به بازارهای سرمایه (یا به عبارتی بازارهای غیرنوظهور)، از آسیب‌پذیری یکسانی در قبال بحران ارزی برخوردارند.

شایان ذکر است، رژیم‌های میانی در کلیه‌ی کشورهای مورد بررسی، بیش از حد افراطی، مستعد پذیرش بحران طی همان دوره بوده‌اند (به ضمیمه‌ی شماره‌ی یک و نمودار شماره‌ی دو رجوع شود). در واقع، احتمال بروز بحران تحت رژیم‌های میانی به ترتیب ۳ و ۵ برابر بیش از رژیم‌های اکیداً

<sup>۱</sup> رژیم شناور (floating regime) دربرگیرنده‌ی رژیم‌های شناور آزاد یا مستقل، شناور مدیریت‌شده بدون مسیر از قبل تعیین‌شده، به استثنای شناور شدیداً مدیریت‌شده است.

<sup>۲</sup> Crisis Proneness

<sup>۳</sup> freely floating

میخکوب در "کلیه‌ی کشورها و بازارهای غیر نوظهور"<sup>۱</sup> و "کشورهای پیشرفته و بازارهای نوظهور"<sup>۲</sup> است رژیم‌های میانی در کلیه‌ی کشورهای مورد بررسی، از آسیب‌پذیری بیشتری نسبت به رژیم‌های ارزی شناور برخوردارند. بررسی مقایسه‌ای رژیم‌های متقابل ارزی - دو دیدگاه مطرح موجود - از میزان کمتر وقوع بحران تحت رژیم اکیندا میخکوب حکایت دارد. با وجود این، رژیم‌های مزبور در کشورهای پیشرفته و بازارهای نوظهور از آسیب‌پذیری یکسانی در قبال بحران برخوردارند.

آیا نتایج تحقیق حاضر محصول طبقه‌بندی صورت‌گرفته در زمینه‌ی رژیم‌های بالفعل ارزی توسط مؤلفین آن است؟ نتایج حاصله پیرامون آسیب‌پذیری رژیم‌های میخکوب و میانی تقارن آشکاری با تحقیق دیگری که توسط راگاف<sup>۳</sup> و دیگران بر پایه‌ی اطلاعات حاصل از یک رژیم بالفعل نمونه در سال ۲۰۰۳م. صورت گرفت (راین‌هارت و راگاف، ۲۰۰۴م.) دارد. براساس این تحقیق، گروه خاصی از رژیم‌های ارزی صرف‌نظر از چارچوب پولی رایج، در معرض فشارهای شدید اقتصاد کلان قرار می‌گیرد و باتوجه به تحرکات نرخ ارز در بازارهای رسمی و موازی<sup>۴</sup> (خواه این بازار به رسمیت شناخته شده باشد یا خیر) طبقه‌بندی می‌گردد. این تحقیق از ریسک‌پذیری بالاتر رژیم‌های ارزی میخکوب و با انعطاف‌پذیری محدود در بازارهای نوظهور طی دهه‌ی ۱۹۹۰م. حکایت دارد.

<sup>۱</sup> non-emerging markets

<sup>۲</sup> emerging market countries

<sup>۳</sup> کنت اس. راگاف (Kenneth S. Rogoff)، پروفیسور دانشکده‌ی اقتصاد دانشگاه هاروارد است.

<sup>۴</sup> مترجم "بازار موازی ارز" را معادل عبارت انگلیسی (parallel market) قرار داده است.

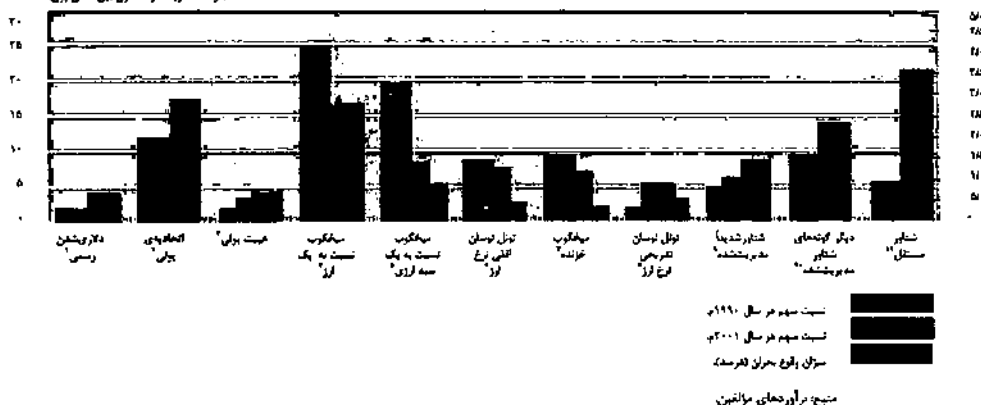
لیندو (Lindauer) ۱۹۸۹م. بازار موازی ارز را ساختاری می‌داند که در پاسخ به تقاضای فزاینده‌ی ارز و کنترل‌های دولتی بر روند تخصیص ارز پدید می‌آید. باگاچوا (Bagachwa) و ناهو (Naho) - ۱۹۹۴م. نیز بازار موازی را در ارتباط با تولید و تجارت غیرقانونی کالاها و خدماتی پنداشتند که به نوبه‌ی خود قانونی بوده و در بازار قانونی نیز قابل معامله است. ژانویه دی. نکورونزیزا (Janvier D. Nkurunziza) - ۲۰۰۲م، ظهور بازار موازی ارز را ناشی از ناتوانی دولت در تأمین تقاضای ارزی و مداخلات آن در عملیات بازار ارزی می‌داند. مشخصات مقاله‌ی ایشان تحت عنوان "سیاست ارزی و بازار موازی ارز در کشور برونزی" در فهرست منابع مترجم قید شده است.

نمودار شماری دو

حرکت به سوی رژیم‌های میخکوب و شناور ارزی

کشورها انعطاف‌پذیری بیشتر یا ثبات بالاتر نرخ ارز را برگزیده و از اتخاذ رژیم‌های بحران‌زا اجتناب می‌ورزند.

درصد ثبوت هر صندوق بین‌المللی پول



<sup>۱</sup> formal dollarization

<sup>۲</sup> currency union

<sup>۳</sup> currency board

<sup>۴</sup> fixed peg to a currency

<sup>۵</sup> fixed peg to a basket

<sup>۶</sup> horizontal band

بانک مرکزی در راستای نوسان نرخ ارز تحت دامنه‌ی از پیش اعلام‌شده، به مداخله در بازار ارز می‌پردازد.

<sup>۷</sup> طریق دستیابی به تعدیلات دلخواه نرخ ارز با افزایش یا کاهش اندک آن (برحسب درصد) طی یک دوره‌ی معین، به جای افزایش یا کاهش عمده‌ی ارزش آن ارز را میخکوب خزنده (crawling peg) می‌گویند. برخی کشورها با به‌کارگیری فرمولی که تغییرات نرخ ارز تحت شرایط معین را به دنبال دارد، بدین هدف نایل آمده و برخی دیگر با تغییر مداوم نرخ ارز، امکان پیش‌بینی روند آن و بروز رفتارهای سوداگرانه را خنثی می‌کنند.

<sup>۸</sup> crawling band

<sup>۹</sup> tightly managed float

<sup>۱۰</sup> other managed float

<sup>۱۱</sup> independent float

آیا حرکت به سوی رژیم‌های میانی ارز، احتمال بروز بحران را نشان می‌دهد؟ شایان‌ذکر است، هرگونه تلاش در جهت مقایسه‌ی عملکرد رژیم‌های ارزی به "اظهارات جانب‌گرایانه‌ای"<sup>۱</sup> می‌انجامد که به نوبه‌ی خود از پایه و اساس محکمی برخوردار نیست. چنان‌که، در میان ۱۴۳ بحران ارزی که در پی به کارگیری رژیم‌های میانی به وقوع پیوسته، دو بحران به فاصله‌ی کمتر از یک سال و دوازده مورد نیز بلافاصله کمتر از دو سال از شروع اجرای سیاست ارزی مذکور، نمودار شده است.

به رغم حمایت کلی یافته‌های اخیر از دیدگاه دوقطبی، این حمایت‌ها خالی از ابهام نیست. البته، میزان بروز بحران تحت رژیم‌های میانی ارز بیش از رژیم‌های میخکوب و شناور بوده است، لیکن این رژیم‌ها نیز از بحران مصون نمانده‌اند. دوره‌های پیاپی فشارهای بازار بر واحد پول ملی برخی کشورها تحت رژیم‌های شناور ارزی نظیر راند<sup>۲</sup> آفریقای جنوبی (سال‌های ۱۹۹۸ و ۲۰۰۱ م.)، لیر ایتالیا (۱۹۹۵ م.) و دلار کانادا (۱۹۹۲ م.) به همراه بحران‌های مشابهی تحت رژیم‌های میخکوب نظیر سقوط هییت پولی کشور آرژانتین (۲۰۰۱ م.) فشارهای سوداگرانه بر هییت پولی هنگ کنگ (منطقه‌ی ویژه‌ی تحت مدیریت جمهوری خلق چین)<sup>۳</sup> (۱۹۹۸ م.) و تنزل ارزش فرانک (واحد پول جامعه‌ی مالی آفریقا)<sup>۴</sup> به وقوع پیوسته است. شایان‌ذکر است، میزان وقوع بحران تحت گونه‌های انعطاف‌ناپذیر رژیم‌های

<sup>۱</sup> endogeneity bias

<sup>۲</sup> Rand

<sup>۳</sup> Special Administrative Region of the People's Republic of China (Hong Kong 'SAR')

<sup>۴</sup> Communauté Financière d'Afrique (franc of the African Financial Community 'CFA franc')

جامعه‌ی مالی آفریقا مشتمل بر دو گروه مجزا از کشورهای جنوب صحرای آفریقا است. گروه اول متشکل از هفت عضو اتحادیه‌ی اقتصادی و پولی آفریقای غربی (WAEMU): کشورهای بنین، بوركینافاسو، ساحل عاج، مالی، نیجر، سنگال و توگو؛ و گروه دوم متشکل از شش عضو اتحادیه‌ی اقتصادی و پولی آفریقای مرکزی (CAEMC): کشورهای کامرون، جمهوری آفریقای مرکزی (C.A.R)، چاد، کنگو، گینه استوایی و گابن است. فرانک، واحد پولی مشترک این کشورها و CFA نیز نماینده‌ی جامعه‌ی مالی آفریقا (Communauté Financière Africaine) در WAEMU و همکاری مالی آفریقای

مرکزی (Cooperation Financière en Afrique Centrale) در CAEMC است. م.



میخکوب ملایم (نمونه‌ی متداول میخکوب نسبت به یک ارز واحد) بیش از میخکوب‌هایی با الزامات شدید (هییت پولی) است.

### سیر تکاملی رژیم‌های ارزی

آیا کشورها خواستار آن هستند که رژیم‌هایی را با آسیب‌پذیری کمتری اتخاذ نمایند؟ سیر تکاملی رژیم‌های بالفعل ارزی طی سال‌های ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۱م. تقارن آشکاری با ویژگی‌های برخی رژیم‌ها دارد. چنان‌که، کشورها تمایل به اتخاذ رژیم‌هایی با آسیب‌پذیری کمتر دارند.

به رغم پیروی نیمی از کشورهای جهان از گونه‌های متعدد رژیم میخکوب در پایان سال ۲۰۰۱م. کاهش سهم این رژیم قابل مقایسه با سهم ۸۰ درصدی آن در سال ۱۹۹۰م. بوده و تغییر ترکیب آن از گونه‌ی میخکوب ملایم به اکیداً میخکوب مشهود است. شایان ذکر است، گونه‌ی اخیر از آسیب‌پذیری کمتری برخوردار بوده و سهم آن به دو برابر افزایش یافته است. به عبارتی دیگر، کشورها رژیم‌های آسیب‌پذیر میانی را در جهت انعطاف‌پذیری یا ثبات بالاتر کنار می‌گذارند. لذا، سهم این رژیم در کلیه‌ی کشورهای جهان طی دهه‌ی گذشته‌ی میلادی به میزان ۳۰ درصد کاهش یافته است (به ضمیمه‌ی شماره‌ی یک رجوع شود). کاهش سهم این رژیم در سطح کشورهای پیشرفته و بازارهای نوظهور، شایان توجه و در حد ۵۰ درصد بوده که قابل مقایسه با بقای آن در کشورهای در حال توسعه‌ی دارای بازارهای غیرنوظهور است.

به کارگیری رژیم‌هایی با انعطاف‌پذیری بالاتر از سوی برخی کشورها نظیر برزیل، اندونزی، کره، مکزیک، روسیه، تایلند و ترکیه؛ برخلاف دیگر کشورها (همچون شیلی و لهستان)، نه در جهت کسب خودمختاری مالی بیشتر در مدیریت جریانات سرمایه و تعیین هدف‌گذاری تورمی به عنوان تنها مقصود سیاست‌گذاری پولی، بلکه از روی جبر و فشار بوده

است. تعدادی دیگر از کشورها نظیر بلغارستان، اکوادور و السالوادور نیز در جهت افزایش اعتبار سیاست‌گذاری‌ها و برخی دیگر به عنوان بخشی از تلاش بلندمدت در جهت کسب یکپارچگی سیاسی و اقتصادی (همچون حوزه‌ی یورو)، در جهت مخالف حرکت نموده و خودمختاری مالی خویش را کنار گذاردند.

البته، تمام گونه‌های رژیم‌های میانی به یک سرعت از دور خارج نگشته‌اند. چنان‌که، برخی کشورها در جهت کمینه‌سازی بدیل‌های<sup>۱</sup> اهداف سیاستی رقیب هم، در جهان کنونی سرشار از تحرکات وافر سرمایه، به رژیم‌هایی با انعطاف‌پذیری بالاتر روی آوردند. نوسان خزنده‌ی (تدریجی) نرخ ارز در دامنه‌ی محدود<sup>۲</sup>، یکی از قوی‌ترین گونه‌های رژیم‌های میانی در مواجهه با بحران‌های ارزی بوده و موجب انعطاف‌پذیری بالاتر کشورها در مقابله با جریان‌ات سرمایه و کنترل نوسان نامناسب نرخ ارز و نیز تثبیت محدوده‌های معینی

<sup>۱</sup> trade-off

<sup>۲</sup> تونل نوسان تدریجی نرخ ارز 'crawling band' به (محدوده‌ی وسیع نوسان نرخ ارز که در جهت هماهنگی آن با بنیان‌های اقتصادی، بطور جزئی تعدیل گشته و به طریق سنتی حمایت می‌گردد) یا به عبارتی تونل نوسان نظارت‌شده‌ی نرخ ارز 'monitoring band' (محدوده‌ی وسیع نوسان نرخ ارز که از خصوصیات مشابه مورد قبلی برخوردار است، لیکن فقط در صورت تجاوز نرخ ارز از محدوده‌ی تعیین‌شده، مناخله صورت می‌گیرد) اطلاق می‌شود. کمیته‌ی تاراپور (The Tarapore Committee) که در اوایل سال ۱۹۹۷م توسط دولت هندوستان تشکیل شد، این مفاهیم را برای نخستین بار مطرح نمود. این کمیته که به ریاست اس.اس. تاراپور (S.S. Tarapore)، معاون اسبق بانک مرکزی هند (The Reserve Bank of India) و باشکرت سورجیت بالا (Surjit Bhalla)، ام. جی. باید (M.G. Bhide)، کیریت پاریک (Kirit Parikh)، ای. وی. راجواد (A.V. Rajwade) تشکیل گردید، گزارش کاری خویش را در ماه مه همان‌سال ارائه نموده و محدوده‌ی زمانی سه‌ساله‌ای را جهت دستیابی هندوستان به تبدیل‌پذیری حسابهای سرمایه تعیین نموده و به بحث درباره‌ی ضرورت ایجاد انضباط مالی و نظام بانکی پاسخگو، رقابت‌پذیر و کنترل‌شده جهت دستیابی به تبدیل‌پذیری حسابهای سرمایه پرداخته و تونل نوسان نظارت‌شده‌ی نرخ ارز 'monitoring band' را برای این کشور توصیه نمود. این نظریه در مقاله‌ی جان ویلیامسون (John Williamson) از بانک جهانی نقد و مشخصات مقاله‌ی ایشان تحت عنوان "تونلهای نوسان تدریجی یا نظارت‌شده‌ی نرخ ارز: نحوه‌ی مدیریت نرخ‌های ارز در جهانی سرشار از تحرکات سرمایه" در فهرست منابع مترجم قید شده است.

برای کاهش آن گردیده است. شایان ذکر است، سهم رژیم شناور شدیداً مدیریت شده نیز هم‌زمان با تلاش مقامات در جهت حفظ نقش لنگری نرخ ارز بدون الزام نسبت به تعیین مسیر هدف معینی، افزایش یافته است.

### دلالت‌های سیاستی<sup>۱</sup>

نتایج تحقیق حاضر مؤید صحت دیدگاه دوقطبی است و از حرکت کشورها به سوی خروج از رژیم‌های آسیب‌پذیر میانی به سوی رژیم‌هایی که از آسیب‌پذیری کمتری برخوردارند، حکایت دارد. آیا این امر نهایتاً به رد کامل رژیم‌های میانی می‌انجامد؟ بطور قطع، پاسخ منفی است.

تجزیه و تحلیل احتمالات تخمین شده (پیش‌بینی شده) پیرامون جابجایی بین رژیم‌های تثبیت شده‌ی انعطاف‌ناپذیر، میانی و شناور طی دوره‌ی ۱۹۹۰-۲۰۰۱ م. شواهد مطمئنی دال بر اینکه رژیم‌های میانی در نهایت کنار گذاشته می‌شوند، ارائه نمی‌کند. با فرض ثبات ساختارهای رژیم کنونی، رژیم میانی را می‌توان بخشی از پراکنش<sup>۲</sup> بلندمدت رژیم‌های ارزی [میان دو حد افراطی] پنداشت. هم‌زمان، شواهدی مبنی بر تغییر نمونه‌ی موردنظر موجود است که از بروز قطب‌بندی<sup>۳</sup> مشهود در پی عدم تمایل کشورها به خروج از دو حد افراطی به هنگام کنارگذاشته شدن رژیم‌های میانی در سال‌های واپسین دهه‌ی مورد بررسی حکایت دارد. با وجود این، تأیید غلبه‌ی دیدگاه دوقطبی مستلزم وجود شواهدی درباره‌ی سیر تکامل آتی رژیم‌ها است.

<sup>۱</sup> Policy implications

<sup>۲</sup> distribution

<sup>۳</sup> polarization

علاوه بر این، رژیم‌های میخکوب و شناور نیز از فشارها کاملاً مصون نبودند، لیکن در غالب موارد بر آن‌ها چیره شدند (نظیر هییت پولی هنگ کنگ "منطقه‌ی ویژه‌ی تحت مدیریت جمهوری خلق چین" در سال ۱۹۹۸ م). کشورها در شرایط غیرعادی به جایگزینی یکی از دو رژیم مطرح ارزی با دیگری مبادرت ورزیدند (نظیر آرژانتین که به جایگزینی هییت پولی با رژیم شناور ارزی یا اکوادور که به دلاری نمودن اقتصاد کشور پس از شناوری پول ملی تحت تونل نوسان محدود نرخ ارز روی آورد). این کشورها در زمانی که مقامات، دیگر قادر به نادیده‌انگاشتن نوسانات نرخ ارز نبودند، به رژیم‌های میانی متوسل شدند (نظیر مالزی که پس از شناورسازی نرخ ارز در سال ۱۹۹۷ م. یک سال بعد نرخ میخکوب ارز را برگزید).

اساساً، وقوع بحران و سیر تکاملی رژیم‌های ارزی را نمی‌توان کاملاً منطبق بر رژیم ارزی موجود دانست. البته، خصایص رژیم‌های ارزی موجود به وقوع بحران‌های دهه‌ی گذشته انجامیده است (نظیر انتخاب نرخ میخکوب "نادرستی" که الگوهای تجاری را به خوبی لحاظ ننموده و یا بی‌توجهی به آثار روند قابل پیش‌بینی نرخ ارز بر جریان‌های سرمایه‌ی ناپایداری<sup>۱</sup> که به همان سرعت ورود خویش، در صورت لزوم خارج می‌شوند). استحکام رژیم‌ها نیز به طور کلی به عدم تجانس رژیم ارزی با سیاست‌های کلان اقتصادی کشور بستگی دارد. چنان‌که، سیاست‌های اقتصادی مناسب به همراه اصلاحات ساختاری، آثار

<sup>۱</sup> hot capital flows

جریان‌های بلندمدت و کوتاه‌مدت سرمایه از یکدیگر تفاوت دارند. جریان‌های کوتاه‌مدت سرمایه (short-term capital flow) به وجوهی که در پی بهره‌برداری از اختلاف نرخ‌های بهره، در ورای مرزها حرکت نموده و در نبود رجحانات اولیه جابه‌جا می‌شوند یا به عبارت دیگر (unstable hot money)، اطلاق می‌گردد. جریان‌های بلندمدت سرمایه (long-term capital flows) با به عبارتی (stable cold money) نیز برعکس روند قبلی عمل می‌کند.

صافی رژیم‌های میخکوب ارزی را مرتفع ساخته و کماکان، بهترین راه‌کار مقابله با خروج جریانات سرمایه‌ی ناشی از بحران‌های ارزی است.

شایان ذکر است، تفاوت میان رژیم‌ها در زمینه‌ی بحران‌خیزی ارزی، در سطحی نیست که به نادیده‌انگاشتن دیگر ملاحظات ناظر بر انتخاب رژیم ارزی بیانجامد. بطور کلی، عوامل چندی نظیر خصوصیات ساختاری یک کشور به همراه ملاحظات عملیاتی یا کوتاه‌مدت آن، در انتخاب رژیم ارزی وارد می‌گردد. به رغم آسیب‌پذیری رژیم میخکوب ارزی در قبال بحران‌ها، این رژیم بهترین گزینه‌ی پیش روی کشورهای نیازمند به کاهش سریع تورم یا دارای ارتباط اقتصادی، سیاسی و مالی نزدیک با کشور دارنده‌ی ارز مرجع است. از سوی دیگر، فقدان بازارهای مالی توسعه‌یافته به همراه توان اجرایی محدود، قابلیت اجرا و به کارگیری رژیم شناور ارزی را در بسیاری از کشورهای در حال توسعه محدود می‌سازد.

این مقاله براساس تحقیقات اخیر مؤلفین تحت عنوان "سیر تکامل رژیم‌های ارزی از سال ۱۹۹۰ میلادی بدین سو، براساس شواهد حاصل از رژیم‌های بالفعل"<sup>۱</sup>، گزارش کاری شماره‌ی ۰۵/۱۵۵ صندوق بین‌المللی پول (واشنگتن) و "آیا رژیم‌های تثبیت‌شده و مبنای آن آسیب‌پذیری بالاتری برخوردارند؟"<sup>۲</sup> گزارش کاری شماره‌ی ۰۲/۲۲۳ صندوق بین‌المللی پول (واشنگتن) تهیه شده است.

<sup>۱</sup> The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence from de Facto Policies

<sup>۲</sup> Are Pegged and Intermediate Exchange Rate Regimes More Crisis Prone?

(ضمیمه‌ی شماره‌ی ۱)

## میزان بروز بحران

رژیم‌های ارزی میخکوب بیش از رژیم‌های شناور و رژیم‌های میانی نیز بیش از موارد مذکور، مستعد بروز بحران است.<sup>۱</sup>

نسبت بروز بحران در کلیه‌ی رژیم‌های ارزی		نسبت بروز بحران تحت رژیم‌های ارزی گوناگون (درصدی از کل)	
سال ۱۹۹۰-۲۰۰۱	سال ۲۰۰۱-۲۰۰۶	میزان بروز بحران	
<b>کلیه‌ی کشورها</b>			
۵۵/۹	۷۹/۹	۱/۰۹	۷۳/۰
۴۴/۱	۲۰/۱	-۷۹	۲۷/۰
۲۵/۸	۱۵/۷	-۷۴/۱	۷/۱
۳۸/۷	۶۹/۲	۱/۳۰	۷۳/۰
۳۵/۵	۱۵/۱	-۷/۲	۱۹/۹
<b>کشورهای توسعه‌یافته و بازارهای نوظهور</b>			
۴۸/۲	۷۱/۷	۱/۱۰	۷۳/۵
۵۱/۸	۲۸/۳	-۴/۱	۲۶/۵
۲۲/۱	۳/۸	-۲/۸	۲/۹
۲۱/۴	۷۵/۵	۱/۳۱	۷۹/۴
۴۶/۴	۲۰/۸	-۱/۵۲	۱۷/۶
<b>کشورهای در حال توسعه‌ی فاقد بازارهای نوظهور</b>			
۵۹/۳	۸۴/۰	۱/۰۹	۷۲/۷
۴۰/۷	۱۶/۰	-۷/۲	۲۷/۳
۲۳/۱	۲۱/۷	-۴/۴	۹/۴
۴۶/۲	۶۶/۰	۱/۳۶	۶۹/۵
۳۰/۸	۱۲/۳	-۱/۸۸	۲۱/۱

منبع: این جدول براساس برآوردهای مؤلفین مقاله تهیه شده است.

<sup>۱</sup> تعاریف کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه یا متن مندرج در نشریه‌ی آمارهای مالی بین‌المللی (International Financial Statistics) که از سوی صندوق بین‌المللی پول منتشر می‌گردد، مطابقت دارد. فهرست کشورهای دارای بازارهای نوظهور با استثنائاتی جزئی که در ادامه ذکر می‌گردد، کشورهای موجود در شاخص ایران قرصی بازارهای نوظهور (EMBI+) و شاخص سرمایه‌ی بین‌المللی مورگان استیونز (MSCI) Index (منطقه‌ی ویژه‌ی زیر مدیریت جمهوری خلق چین) نیز در گروه کشورهای دارای بازار نوظهور قید گشته‌اند. جهت ملاحظه تعاریف رژیم‌های ارزی گوناگون به نمودار شماره‌ی یک رجوع شود.

<sup>۲</sup> میزان بروز بحران در کلیه‌ی رژیم‌های ارزی بر پایه‌ی تعداد بحران‌های روی داده<sup>۳</sup> به عنوان نسبتی از کل موارد مشاهده‌شده در کل دوره محاسبه می‌شود. موارد بحران براساس محاسبه‌ی شاخص فشار بازار ارزی هر کشور<sup>۴</sup> به عنوان متوسط موزون درصد تغییرات ملعانه نرخ‌های اسمی ارز در برابر ارز پایه (anchor currency) و درصد تغییرات ماهانه نرخ‌های بهره‌ی کوتاه‌مدت محاسبه می‌شود. دوره‌ای که شاخص موزون بیش از سه انحراف معیار از میانگی گروه کشوری نمونه فراتر رود، دوره‌ی فشار نامیده می‌شود. متوسط موزون در راستای یکسان‌سازی میزان انحراف نمونه‌ی هر یک از اجزای شاخص تعیین شده است.

(ضمیمه‌ی شماره‌ی ۲)

## طبقه‌بندی رژیم‌های ارزی

طبقه‌بندی مناسب رژیم‌های واقعی ارزی، از اهمیت والایی برخوردار است. طرح‌صندوق بین‌المللی پول (در دوره‌ی ۲۵ ۱۹۹۸ م.) در زمینه‌ی طبقه‌بندی کشورها براساس اظهارات رسمی آن‌ها، طی سال‌های متمادی پایه‌ی مطالعات تجربی صورت‌گرفته پیرامون نرخ ارز بود.

طبقه‌بندی رسمی نرخ ارز نقایص فراوانی داشته و مغایرت رژیم‌های بالفعل و رسمی کشورها یا به عبارتی تفاوت آن‌چه که کشورها مدعی انجام آن هستند با اقدام عملی آن‌ها، از مشکلات عمده این نظام بود. برخی کشورها به رغم اعلام نظام میخکوب به کاهش نرخ ارز در جهت حفظ توان رقابتی‌شان پرداخته و در جهت رژیم شناور ارزی حرکت می‌کردند. برخی دیگر نیز با اعلام نظام شناوری به میخکوب یا مدیریت نرخ ارز در محدوده‌ی از پیش تعیین‌شده‌ای پرداختند. مغایرت حاصله بین رژیم‌های رسمی و بالفعل از شفافیت سیاست‌های ارزی کاسته، نظارت بر سیاست‌های اعضا را دشوار نموده و دستیابی به انعطاف‌پذیری بالاتر را در حاله‌ای از ابهام قرار داده است.

صندوق بین‌المللی پول در جهت رفع مشکلات مذکور، نظام رسمی را در سال ۱۹۹۹ م. کنار گذاشته و رژیم‌های ارزی کشورها را برحسب سیاست‌های بالفعل آن‌ها طبقه‌بندی نموده است (صندوق بین‌المللی پول، ۱۹۹۹ م.). در این جهت، ترکیبی از تحلیل‌های کمی و کیفی توأم با اطلاعات موجود پیرامون چارچوب سیاست‌های پولی و ارزی کشورها به همراه تحلیلی از تحرکات مشهود ذخایر ارزی و نرخ ارز در بازارهای قانونی و ثانویه به کار رفته است. تحلیل اخیر، تنها در صورت اعتبار و تأثیرگذاری این بازارها، در نظر گرفته می‌شود. طبقه‌بندی مذکور، گونه‌های متفاوت رژیم‌های میخکوب ارزی مشتمل بر انواع مختلف میخکوب ملایم و اکیداً میخکوب را تفکیک نموده است. مؤلفین تحقیق حاضر، اطلاعات مربوط به سال‌های پس از ۱۹۹۹ م. (سال تنظیم نظام مذکور) را برپایه‌ی اطلاعات اضافی اصلاح نموده و براساس روش‌شناسی مشابه، داده‌های مربوط به سال‌های ۱۹۹۰ تا ۱۹۹۹ م. را به طور ماهانه وارد نمودند.

## فهرست منابع

## الف - مؤلفین:

- Calvo, Guillermo, and Carmen Reinhart, 2000, "*Fear of Floating*," NBER Working Paper 7993 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of economic Research).
- Fischer, Stanley, 2001, "*Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?*" Distinguished Lecture on Economics in Government, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15 (Spring), pp. 3-24.
- Frankel, Jeffrey, 1999, "*No Single Currency Regime Is Right for All Countries or at All Times*," *Essays in International Finance*, No. 215 (Princeton: Princeton University Press).
- International Monetary Fund, 1999, "*Exchange Rate Arrangements and Currency Convertibility: Developments and Issues*," *World Economic and Financial Surveys* (Washington: International Monetary Fund).
- Masson, Paul R., 2001, "*Exchange Rate Regime Transitions*," *Journal of Development Economics*, Vol. 64 (April), pp. 571-86.
- Reinhart, Carmen, and Kenneth Rogoff, forthcoming, "*The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation*," *Quarterly Journal of Economics*.
- Rogoff, Kenneth and others, 2003, "*Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes*," IMF Working Paper 03/243 (Washington: International Monetary Fund).

## ب - مترجم:

- Bubula, Andrea and Otker-Robe Inci, 2002, "*The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence from de Facto Policies*," IMF Working Paper 02/155 (Washington: International Monetary Fund), available at <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02155.pdf>



- Calvo, A. Guillermo. Department of Economics, University of Maryland.  
Available at <http://ksghome.harvard.edu/~jfrankel.academic.ksg/TESTIMNY.HBC.PDF>
- Currency Board Homepage, Para Kurulu Web Sayafas. Retrieved 20 July 2004 from <http://dialup.ankara.edu.tr/~kibritci/curboard.html>
- Frankel, A. Jeffrey. Home page. Kennedy School of Government. Retrieved 20 July 2004 from <http://ksghome.harvard.edu/~jfrankel.academic.ksg>
- Frankel, Jeffrey; Schmukler, Sergio and Servén, Luis, 2000, "Verifiability and the Vanishing Intermediate Exchange Rate Regime," Delivered at the Brookings Trade Forum, Brookings Institution, Washington DC, available at <http://ksghome.harvard.edu/~jfrankel.academic.ksg/vervan.pdf>
- Ghosh, Atish; Gulde, Anne-Marie and Wolf, Holger, 2002, "Exchange Rate Regimes: Classification and Consequences," BMW Center for German and European Studies, Georgetown University, available at <http://cep.lse.ac.uk/events/conferences/dollarization/Wolf.pdf>
- International Monetary Fund (IMF). "Classification of Exchange Rate Arrangements and Monetary Policy Frameworks," data as of December 31, 2003. Last Updated: 6/2/2004. Retrieved 28 July 2004 from <http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2003/eng/1203.htm>
- INTRODUCTION TO CURRENCY BOARDS Homepage. Retrieved 20 July 2004 from <http://users.erols.com/kurrency/intro.htm>
- Levy-Yeyati, Eduardo and Sturzenegger, Federico, 2002, "A de facto Classification of Exchange Rate Regimes: A Methodological Note," Business School, Universidad Torcuato Di Tella, Buenos Aires, Argentina, available at <http://www.utdt.edu/~ely/AppendixAER.pdf>
- Masson R. Paul. The Brookings Institution. Retrieved 20 July 2004 from <http://www.brook.edu/scholars/pmasson.htm>
- Nkurunziza, Janvier D., 2002, "Exchange rate policy and the parallel market for foreign currency in Burundi," St. Antony's College, CSAE and Department of Economics, University of Oxford. Retrieved 15 May 2004 from <http://www.aercafrica.org/documents/rp123.pdf>

---

Reinhart, M. Carmen. School of Public Affairs and Department of Economics, University of Maryland. Retrieved 20 July 2004 from <http://www.puaf.umd.edu/faculty/papers/reinhart/reinhart.htm>

Rogoff, S. Kenneth. Department of Economics, Harvard University. Retrieved 20 July 2004 from <http://post.economics.harvard.edu/faculty/rogoff/rogoff.html>

Von Hagen, Jürgen and Zhou, Jizhong, 2002, "DE FACTO AND OFFICIAL EXCHANGE RATE REGIMES IN TRANSITION ECONOMIES," Zentrum für Europäische Integrationsforschung, Center for European Integration Studies, Rheinische Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn, available at [http://www.zei.de/download/zei\\_wp/B02-13.pdf](http://www.zei.de/download/zei_wp/B02-13.pdf)

Williamson, John, 1998, "*Crawling Bands or Monitoring Bands: How to Manage Exchange Rates in a World of Capital Mobility*," World Bank, available at <http://www.iie.com/publications/papers/williamson1098.htm>