

پژوهشکده پولی و بانکی
بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران



نظام‌های ارزی

دسته بندی، شناسایی و آثار اقتصادی

علی بهادر

MBRI-RP-94003

مقاله مروری

اردیبهشت ۹۴

www.mbri.ac.ir



پژوهشکده پولی و بانکی
بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

پژوهشکده پولی و بانکی

بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

تهران: میدان آرژانتین، ابتدای بزرگراه آفریقا، پلاک ۱۰

کدپستی: ۱۵۱۴۹۴۷۱۱۱ صندوق پستی: ۷۹۴۹-۱۵۸۷۵

www.mbri.ac.ir

- دیدگاه و نظرات ارائه شده در این مقاله متعلق به نویسندگان بوده و لزوماً نظر پژوهشکده پولی و بانکی را منعکس نمی کند.
- کلیه حقوق مادی و معنوی این اثر متعلق به پژوهشکده پولی و بانکی می باشد، لیکن استفاده از نتایج این مقاله با ذکر منبع بلامانع است.



نظام‌های ارزی: دسته بندی، شناسایی و آثار اقتصادی

علی بهادر*

چکیده

این نوشتار با رویکردی مروری، به معرفی، دسته‌بندی و بررسی آثار اقتصادی نظام‌های ارزی مختلف و نیز نظریه‌های انتخاب آنها می‌پردازد. این نوشتار با بررسی طیف مختلف نظام‌های ارزی نشان می‌دهد که دسته بندی‌های مرسوم دو گانه (شناور و ثابت) و سه گانه (شناور، میانی و ثابت) برای پاسخ‌گویی به تمام سوالات دقت اقتصادی لازم را ندارند و تفاوت‌های مختلف بین نظام‌های ارزی را به خوبی نشان نمی‌دهند. این موضوع از این نظر اهمیت دارد که پیامدهای بسیاری از نظام‌های ارزی را _ علی‌رغم شباهت‌های موجود _ نمی‌توان یکسان دانست. همچنین این مقاله با بررسی سازوکارهای اثرگذاری نظام‌های ارزی بر عملکرد اقتصاد کلان نشان می‌دهد توصیه نظام ارزی یکسان برای تمام کشورها و تمام دوران‌ها ممکن نیست. همچنین این تحقیق نتایج تجربی موجود در زمینه شناسایی آثار اقتصادی نظام‌های ارزی را جمع بندی و عنوان می‌کند تغییر ملاک شناسایی و دسته‌بندی نظام ارزی، موجب عدم پایداری نتایج تجربی به دست آمده از این بررسی‌ها می‌شود. علاوه بر این، برخی از این تحقیقات قادر به تفکیک آثار مشابه اقتصادی نظام ارزی از سایر نهادهای اقتصادی از جمله نهاد سیاست پولی نیز نیستند. به علاوه، این مقاله عنوان می‌کند به علت محدودیت‌های هر نظام ارزی، ترکیب انواع شناور نظام‌های ارزی با نهاد مناسب دیگر از جمله مالی، پولی، نهاد نظارت بر بخش مالی _ به نتایج مطلوب‌تری منجر خواهد شد و تغییر نظام ارزی به تنهایی مطلوب نیست.

* کارشناس پژوهشی گروه مدل‌سازی پژوهشکده پولی و بانکی و دانشجوی دکترای اقتصاد پولی و مالی دانشگاه تربیت مدرس.



۱ مقدمه

این مقاله به معرفی، دسته‌بندی و بررسی آثار اقتصادی نظام‌های ارزی و نیز نظریه‌های انتخاب آنها می‌پردازد. نظام‌های ارزی در کنار دو رویکرد هدف‌گذاری تورمی^۱ و هدف‌گذاری پولی^۲، یکی از چارچوب‌های مطرح برای سیاست‌گذاری پولی هستند (والش، ۲۰۰۹). از این رو انتخاب رویکرد و سیاست مناسب ارزی همواره یکی از مهم‌ترین مباحث اقتصاد کلان در کشورهای مختلف بوده است.

مرور اجمالی وقایع ارزی دنیا نشان‌دهنده برخی آثار مهم اقتصادی نظام‌های ارزی است. رواج نظام استاندارد طلا به جای نظام استاندارد دو فلزی^۳ (طلا و نقره) و استاندارد نقره باعث شد ارزش پول کشورهایی که دارای نظام استاندارد نقره بودند کاهش یابد. این اتفاق به معنای افزایش رقابت‌پذیری و در عین حال افزایش بار بدهی خارجی مردم کشورهایی بود که دارای نظام استاندارد نقره بودند^۴. دوران استاندارد طلا _ در اثر عدم دخالت مستقیم دولت در اقتصاد و آزادی تجارت در سایه ثبات نرخ ارز (ناشی از پذیرش استاندارد طلا)_ با رشد رفاه ناشی از جهانی‌سازی همراه بود.

از زمان تعلیق نظام استاندارد طلا تا قبل از توافق‌نامه برتون وودز، کشورهای مختلف برای ثبات بخش حقیقی، با تجارب و سوالات ارزی متفاوتی روبرو بودند. در این دوره کشورهایی که برای تامین مالی هزینه‌های جنگ استاندارد طلا را زیر پا گذاشته بودند، با این سوال روبرو بودند که آیا بایستی با نرخ تبدیل دوران قبل از جنگ، به نظام استاندارد طلا باز گردند؟ این سوال از این جهت اهمیت داشت که هزینه‌های حقیقی (رکود) لازم، برای ثبات بخش اسمی، به این نرخ تبدیل (به عبارت دیگر نرخ ارز) وابسته بود^۵. از طرف دیگر در این دوران، میزان پایبندی به استاندارد طلا (نرخ ارز ثابت)، توان سیاست‌گذار پولی در مواجهه با نوسانات تجاری این دوره از جمله بحران بزرگ را تعیین می‌کرد^۶.

برتون وودز تلاشی برای بهره‌گیری از مزایای گسترش تجارت آزاد در سایه نرخ ارز ثابت بود. قبل از برتون وودز تمرکز دولت‌ها بر اهداف ملی‌گرایانه باعث می‌شد که کشورها، برای افزایش رقابت‌پذیری، به دنبال تضعیف پول ملی خود باشند. مطابق با معاهده برتون وودز که بعد از جنگ جهانی دوم منعقد شد، کشورهای مختلف متعهد شدند که با کمک صندوق بین‌المللی پول نرخ ارز ثابتی را نسبت به دلار دنبال کنند. آمریکا نیز در این دوران نرخ تبدیل ثابتی بین دلار با طلا را حفظ می‌کرد. علی‌رغم محدودیت‌های ایجاد شده بر جابجایی سرمایه در این دوره، برتون وودز سعی می‌کرد تا با حفظ ثبات نرخ ارز و آزادی تجارت، رفاه ناشی از دوران استاندارد طلا را دوباره احیا کند.

بعد از فروپاشی برتون وودز، به وجود آمدن نظام‌های ارزی متنوع و همچنین افزایش تحرک سرمایه، مسائل جدیدی را برای اقتصادها به وجود آورد. در این دوران برخی کشورها انواعی از نظام‌های نرخ ارز ثابت^۸ را انتخاب می‌کردند، تا از این طریق به رشد اقتصادی مناسب و یا تورم پایین دست پیدا کنند. در برخی از این کشورها وجود تحرک سرمایه (تفاوت با دوران برتون وودز) و عدم وجود ساختار مناسب اقتصادی، بحران‌هایی را ایجاد می‌کرد که بحران زایی نظام نرخ ارز ثابت را اجتناب‌ناپذیر نشان می‌داد. از طرف دیگر قبل از بحران در اثر نظام‌های ارزی ثابت، ساختار بدهی خارجی این کشورها به گونه‌ای شکل می‌گرفت که هزینه‌های بحران را افزایش می‌داد.

^۱ Inflation Targeting

^۲ Monetary Targeting

^۳ Walsh, 2009

^۴ Bimetallism

^۵ در زمان استعمار انگلستان بر هند، این بدهی‌ها آثار اجتماعی فراوانی بر این کشور داشت.

^۶ انگلستان بر خلاف فرانسه، در این دوره با همان نرخ دوران قبل از جنگ، به استاندارد طلا برگشت که این تصمیم هزینه‌های ثبات بخش اسمی را در انگلستان بالا برد.

^۷ در رکود این دوره انگلستان بر خلاف فرانسه، برای ثبات بخش حقیقی با انعطاف بیشتری با استاندارد طلا برخورد کرد و موجب شد هزینه این رکود برای انگلستان کمتر از فرانسه باشد.

^۸ در این مقاله اصطلاح «نظام نرخ ارز ثابت» تعبیری کلی و شامل طیف وسیعی از نظام‌های ارزی است که در آن‌ها نرخ ارز نوسانات محدودی دارد. در بخش دوم مقاله انواع نظام‌های ارزی را با دقت بیشتری تفکیک می‌کند.



بررسی اجمالی تاریخچه نظام‌های ارزی نشان می‌دهد، نظام‌های ارزی اثرات مهمی بر اقتصاد دارند. علاوه بر این، بررسی تجارب تاریخی کشورهای مختلف، معیارهای متفاوتی را برای انتخاب نظام ارزی پیشنهاد می‌دهد. همچنین تجارب موجود نشان می‌دهد نظام‌های ارزی مختلف، در چه شرایطی می‌توانند بحران‌زا باشند.

بخش دوم این مقاله به بررسی طیف وسیعی از این رویکردهای عملیاتی ارزی^۱ از نرخ ارز شناور مطلق تا انواع ثابت مطلق^۲ می‌پردازد. این بخش نشان می‌دهد که دسته بندی‌های مرسوم دو گانه (شناور و ثابت) و سه گانه (شناور، میانی و ثابت) برای تمامی اهداف، دقت لازم را ندارند و لزوماً تفاوت‌های مختلف بین نظام‌های ارزی را به خوبی نشان نمی‌دهند. این موضوع از این نظر اهمیت دارد که پیامدهای بسیاری از نظام‌های ارزی را^۳ علی‌رغم شباهت‌های موجود^۴ نمی‌توان یکسان دانست. بخش سوم به دسته‌بندی و شرح نظریه‌های مختلفی می‌پردازد که در پاسخ به این سوال مطرح شده‌اند که هر نظام ارزی با چه هدفی سازگارتر است. این نظریات در چهار دسته^۵ نظریات مربوط به دفاع از دخالت در بازار، حوزه بهینه پولی، رویکرد مالی و رویکرد اقتصاد سیاسی^۶ مورد بررسی قرار می‌گیرند. این مبحث نشان می‌دهد برای کشورهای مختلف تجویز نظام ارزی یکسانی ممکن نیست. بخش چهارم نظام‌های معرفی شده در بخش دوم را، در چارچوب سازوکارهای مطرح شده در بخش سوم تحلیل می‌کند و سعی می‌کند تصویر جامعی از ویژگی‌های نظام‌های مختلف ارزی به دست دهد. بخش پنجم مقاله نیز رویه‌های کلی محققان برای شناسایی نظام‌های ارزی را بررسی می‌کند. این بخش نشان می‌دهد سوال محققان در مورد آثار تجربی نظام‌های ارزی، منجر به شکل‌گیری رویکردهای متنوع پسینی، در دسته بندی نظام‌های ارزی شده است و از این رو برخی نتایج تجربی ناشی از این بررسی‌ها، وابسته به این رویکردها در دسته بندی است. بخش ششم مقاله نیز نتایج به دست آمده را جمع بندی می‌کند.

۲ معرفی نظام‌های ارزی

نظام‌های ارزی با توجه به الزاماتی که به اقتصاد تحمیل می‌کنند، طیف گسترده‌ای را شامل می‌شوند. این نظام‌ها بین دو قطب شناور مطلق و ثابت مطلق قرار می‌گیرند و علی‌رغم این که دارای ویژگی‌های مشترک زیاد با یکدیگر هستند، اثرات متفاوتی بر انعطاف سیاست‌گذاری اقتصادی، هزینه تغییر سیاست ارزی و همچنین تصمیم بنگاه و مصرف کنندگان دارند. در ادامه این نظام‌ها در قالب سه گروه اصلی^۷ می‌خکوب سخت، می‌خکوب ملایم و انواع شناور^۸ معرفی می‌شوند.

۲-۱ می‌خکوب سخت

نظام‌های ارزی می‌خکوب سخت^۹، نظام‌هایی هستند که عمدتاً چارچوب بسیار محدود کننده‌ای برای سیاست‌گذار پولی به وجود می‌آورند. این دسته از نظام‌های ارزی عموماً با تصویب قانون رسمیت پیدا می‌کنند و تغییر دادن آن‌ها هزینه بالایی^{۱۰} اعم از فرایند تغییر قانون و تغییر ساختار اقتصادی^{۱۱} برای سیاست‌گذار به دنبال دارد. این دسته از نظام‌های ارزی شامل سه نظام، پذیرش واحد پول خارجی^{۱۲}، تشکیل اتحادیه پولی^{۱۳} و کمیته ارزی^{۱۴} است^{۱۵}. این ساختارها از این جهت نظام‌های ارزی می‌خکوب نامیده می‌شوند که با یکسان شدن تورم در کشورهای طرف این نظام ارزی (کشور لنگر و پذیرنده لنگر)، تغییر نرخ ارز حقیقی بین این کشورها منوط به تغییر قیمت‌های اسمی یا بهره وری است.

۲-۱-۱ پذیرش واحد پول خارجی

پذیرش واحد پول خارجی (دلاری شدن) نظامی است که یک کشور به صورت یک طرفه، واحد پولی یک کشور دیگر را به صورت قانونی می‌پذیرد و از چاپ پول داخلی خودداری می‌کند. واحد پولی مورد پذیرش در این نظام معمولاً واحدهای پولی معتبر (نه لزوماً دلار) است. در این حالت تمام قراردادهای این کشور بر مبنای واحد پولی جدید منعقد می‌شوند و پایه پولی نیز

^۱ Hard Pegs

^۲ Dollarization

^۳ Currency Union

^۴ Currency Board

^۵ در این دسته بندی اندکی اختلاف مشاهده می‌شود. (ر.ک. Tevalas 2003 و Tevalas et al. 2008)



به واحد پول جدید تغییر می‌کند. پذیرش واحد پول خارجی با پذیرش غیر رسمی پول خارجی توسط اتحاد اقتصادی متفاوت است. پذیرش غیر رسمی پول توسط مردم، عموماً در شرایطی مشاهده می‌شود که تورم بالا و ترس از کاهش قدرت خرید برای عموم وجود داشته باشد تا حدی که مردم برای حفظ قدرت خرید خود، پول خارجی نگه دارند.

۲-۱-۲ اتحادیه پولی

تشکیل اتحادیه پولی حالتی است که در آن مجموعه‌ای از کشورها تصمیم می‌گیرند یک واحد پولی و یک بانک مرکزی مشترک تشکیل بدهند. در این شرایط کشورهای عضو توان انتشار پول را از دست می‌دهند و قراردادهای نیز به واحد پولی مشترک منعقد می‌شود. این نظام ارزی با شرایطی که در آن، کشورهای مختلف در معاهده مشترک واحد پولی یکدیگر را به صورت متقابل می‌پذیرند و یا اینکه مردم این کشورها به طور غیر رسمی پول یکدیگر را برای مبادله به کار می‌برند متفاوت است.

۲-۱-۳ کمیته ارزی

کمیته ارزی به نظامی گفته شود که مقامات پولی متعهد می‌شوند که اسکناس و مسکوک منتشر شده به واحد پول داخلی را، در یک نرخ ثابت با یک واحد پول خارجی مشخص، معاوضه کنند. در این شرایط در حالی که پول داخلی از بین نرفته است و قراردادهای داخلی بر مبنای واحد پول داخلی است، تمام پایه پولی به شکل دارایی خارجی نگه‌داری می‌شود. این شرایط در عمل شبیه پذیرش استاندارد طلا است که برای انتشار پول بایستی ذخایر لازم تامین شود.

تفاوت عمده پذیرش واحد پولی خارجی و کمیته ارزی با تشکیل اتحادیه پولی در تصمیم‌گیری برای سیاست‌گذاری پولی است. کشوری که واحد پولی خارجی و کمیته ارزی را می‌پذیرد عملاً سیاست پولی خود را به کشور دیگری واگذار کرده است در حالی که اعضا یک اتحادیه پولی دارای حق رای در مورد اداره سیاست پولی هستند.

۲-۲ میخکوب ملایم^۱

نظام‌های ارزی میخکوب ملایم، نظام‌هایی هستند که معمولاً نرخ یا مسیر مشخص ارزی برای اقتصاد تعریف می‌کنند و همچنین در این نظام ارزی اتخاذ تصمیم برای مداخله در بازار ارز یا بازار پول برای دنبال کردن هدف ارزی (نرخ و مسیر)، بر اساس یک دستور العمل^۲ اتخاذ می‌شود. این دستور العمل، معمولاً بر مبنای محدوده نوسان نرخ ارز بازار از هدف ارزی تدوین می‌شود و نیاز به مداخله توسط مقام ارزی را نشان می‌دهد. هدف از این مداخله ثبات بخشی به بازار ارز است. ویژگی مشترک این نظام‌ها این است که تغییر هدف ارزی در آن‌ها کم هزینه‌تر از نظام‌های ارزی میخکوب سخت است و لذا تغییر هدف ارزی_علی‌رغم هزینه‌های این تغییر_محمول‌تر خواهد بود.

۲-۲-۱ میخکوب قابل تعدیل

نظام میخکوب قابل تعدیل^۳ یا نرخ ارز ثابت اما قابل تعدیل^۴، نظام باز مانده از معاهده برتون وودز است. در این حالت نرخ ارز توسط سیاست‌گذار تعیین می‌شود و معمولاً با دخالت مستقیم در بازار نیز حفظ می‌شود چرا که این نظام، تعهدی برای مقام ارزی در مورد نرخ ارز ایجاد می‌کند. در این حالت دامنه نوسان نرخ ارز کم (کمتر یا برابر ۲۰۲۵ درصد) است و علی‌رغم اینکه نرخ ارز تعدیل می‌شود اما به دلیل عدم تمایل سیاست‌گذار، این تعدیل با تواتر زمانی کم انجام می‌پذیرد. این تعدیل معمولاً زمان‌هایی رخ می‌دهد که وجود فشار بازار و کمبود ذخایر ارزی سیاست‌گذار را مجبور به پذیرش نرخ جدید (بازار آزاد) می‌کند.

^۱ Soft Pegs

^۲ این دستورالعمل با قاعده پولی مورد بحث در سیاست‌گذاری پولی و هدف‌گذاری تورمی یکسان نیست. قاعده پولی و تابع واکنش بانک مرکزی برای ثبات بخشی به تورم و تولید به کار می‌رود. (برای مطالعه بیشتر ر.ک. به ۱۹۹۹ و ۲۰۱۰ Svensson)

^۳ Adjustable Peg

^۴ Fix But Adjustable Rate (FABR)



فشار بازار برای تعدیل نرخ ارز، معمولاً ناشی از شکاف زیاد بین نرخ ارز رسمی و نرخ ارز برآمده از عوامل بنیادین تعیین‌کننده نرخ ارز است.

۲-۲-۲ میخکوب خزنده

معمولاً در کشورهایی که اختلاف (زیاد) تورم با کشورهای دیگر (شریک تجاری) وجود دارد، نرخ ارز بر اساس یک مسیر هدف‌گذاری شده، متناسب با اختلاف تورم تعدیل می‌شود، این نظام ارزی میخکوب خزنده^۱ نامیده می‌شود. در این نظام ارزی بازه دامنه نوسانات ارزی نسبت به نظام میخکوب قابل تعدیل بزرگ‌تر است و نرخ هدف نیز مطابق با مسیر تعیین شده تعدیل می‌شود. این تعدیل‌ها با مقادیر کم اما مداوم انجام می‌شوند. اگر مقامات ارزی برای تعدیل این نرخ ارز یک برنامه زمانی^۲ (هفتگی یا ماهیانه) اعلام کنند این نظام ارزی میخکوب خزنده فعال^۳ و در صورتی که برنامه تعدیل به صورت عمومی منتشر نشود، میخکوب خزنده منفعل^۴ نامیده می‌شود. تجربه نظام‌های ارزی میخکوب خزنده بیشتر مربوط به کشورهای آمریکای لاتین از جمله برزیل و کلمبیا در دهه ۹۰ میلادی است.

۳-۲-۲ میخکوب منعطف

نظام ارزی، زمانی میخکوب منعطف^۵ نامیده می‌شود که نرخ ارز در کوتاه‌مدت توسط دخالت در بازار میخکوب می‌شود، اما این دخالت در بازار مداوم نیست و نرخ‌ها با توجه به عوامل بنیادین و نیروهای بازار سریعاً تعدیل می‌شوند. در این حالت هیچ تعهدی در مورد نرخ ارز اسمی و حقیقی برای مقام ارزی وجود ندارد. در حقیقت بانک مرکزی فقط نوسانات کوتاه‌مدت را کاهش می‌دهد. این نظام ارزی معمولاً برای اقتصادهایی مفید است که ساختار انتقال ریسک کوتاه‌مدت نرخ ارز در آن‌ها وجود ندارد.

۴-۲-۲ هدف‌گذاری بازه‌ای

نوع دیگری از نظام‌های ارزی میخکوب ملایم، نظام هدف‌گذاری بازه‌ای^۶ است. در این نظام ارزی، نرخ ارز دارای یک نرخ مرکزی و یک بازه از پیش تعیین شده است. در هدف‌گذاری بازه‌ای، دامنه نوسان بزرگ‌تر از نظام میخکوب قابل تعدیل است و نرخ مرکزی بسته به شرایط می‌تواند میخکوب، قابل تعدیل و یا خزنده باشد. در هدف‌گذاری بازه‌ای، نرخ ارز داخل بازه معمولاً حالت شناور دارد، در حالی که در نزدیکی مرز بازه به دلیل تعهد مقام ارزی به حفظ نرخ در بازه تعیین شده، با دخالت ارزی، نرخ ارز کنترل می‌شود (برای بررسی نظری این نظام ارزی ر.ک به اسونسون، ۱۹۹۲).

۴-۲-۲ سبد ارزی

نظام‌های ارزی میخکوب ملایم، برای انتخاب نرخ هدف دو رویکرد عمده می‌توانند داشته باشند. رویکرد اول انتخاب نرخ هدف نسبت به یک واحد پولی خاص و دیگری انتخاب نرخ هدف بر مبنای یک سبد ارزی است. در صورت تعیین نرخ ارز بر مبنای یک سبد ارزی، نرخ هدف بر اساس میانگین موزونی از نرخ ارزهای مهم برای تجارت کشور به دست می‌آید. این نظام‌ها برای کشورهایی که دارای مبادلات تجاری با کشورهای متنوع هستند، کاربرد دارد. در هدف‌گذاری سبد ارزی، به دلیل مشکلات اجرایی اوزان لازم برای این میانگین‌گیری معمولاً از نسبت مبادلات تجاری در تراز تجاری به دست می‌آید، هرچند از منظر نظری بایستی کشش رابطه مبادله نسبت به ارزها مدنظر قرار گیرد (ویلیامسون، ۲۰۰۱). از ترکیب انواع قواعد بیان شده برای

^۱ Crawling Peg

^۲ Tablita

^۳ Active Crawling Peg

^۴ Passive Crawling Peg

^۵ Flexible

^۶ Target Zone

^۷ Svensson, 1992

^۸ Williamson, 2001.



ثبات یا تعدیل نرخ ارز (قابل تعدیل، منعطف، خزنده، بازه‌ای) با نرخ هدف مبتنی بر سبد ارزی، نظام‌های ارزی مبتنی بر سبد ارزی ایجاد می‌شود.^۱ به طور کلی در این حالت علی‌رغم اینکه نرخ ارز موثر هدف‌گذاری می‌شود الزام خاصی برای عدم نوسانات یک نرخ ارز خاص وجود ندارد.

۲-۳ شناور

نظام‌های ارزی شناور دسته دیگری از نظام‌های ارزی هستند، که در آن‌ها نرخ ارز آزادانه توسط بازار تعیین می‌شود و دخالت در بازار پول و ارز (در صورت وجود) برای رسیدن به نرخ ارز خاصی صورت نمی‌پذیرد. نظام‌های ارزی شناور دو دسته‌اند: شناور مدیریت شده و شناور مطلق هستند.

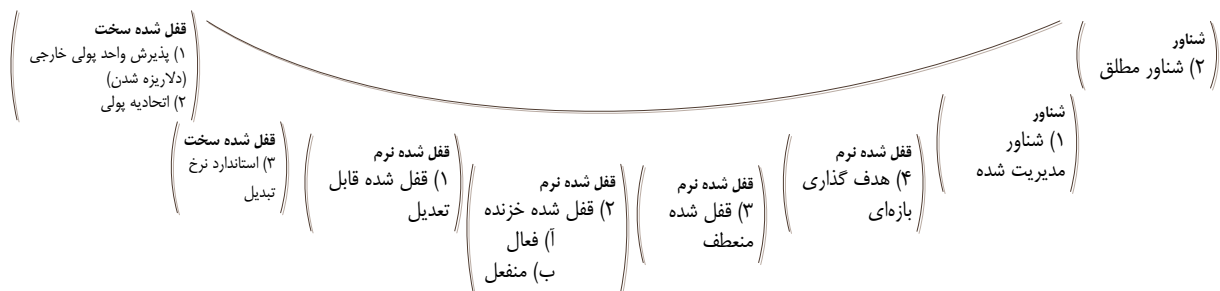
۲-۳-۱ شناور مدیریت شده

در نظام شناور مدیریت شده^۲ نرخ ارز بر اساس عرضه و تقاضا تعیین می‌شود و در عین حال تلاش برای تاثیرگذاری بر بازار ارز نیز مشاهده می‌شود. این دخالت می‌تواند شامل دخالت مستقیم ارزی یا تغییر نرخ بهره باشد. همچنین این دخالت برای رسیدن یک نرخ یا بازه ارزی هدف، تدوین نمی‌شود. از این رو دخالت در بازار مداوم و قابل پیش‌بینی نیست لذا انتظارات خاصی نیز نسبت به دخالت در بازار شکل نخواهد گرفت. هدف دخالت در این حالت می‌تواند کاهش نوسانات بازار ارز، حفظ نقد شوندگی بازار^۳ و یا از بین بردن انحرافات بلند مدت ارزی^۴ بازار^۵ باشد. این نظام ارزی امکان بیشترین صلاحدید را برای سیاست‌گذار به وجود می‌آورد.

۲-۳-۲ شناور مطلق

طیف نظام‌های ارزی _ که از نظام‌های میخکوب سخت شروع می‌شود _ در نهایت به نظام شناور مطلق^۶ می‌رسد که در آن هیچ گونه دخالتی برای اثرگذاری بر بازار ارز انجام نمی‌شود. در این حالت همچنان نرخ ارز از سایر ابزارهای سیاستی از جمله نرخ بهره تاثیر می‌پذیرد اما این ابزارها برای رسیدن اهداف دیگری، به غیر از تاثیرگذاری بر بازار ارز تنظیم می‌شوند. شکل زیر طیف نظام‌های ارزی مطرح شده تا به اینجا را نشان می‌دهد.

شکل ۱- طیف نظام‌های ارزی



^۱ برای نمونه نظام BBC (Basket, Band, Crawl) معرفی شده توسط ویلیامسون (۲۰۰۱)

^۲ Managed Float

^۳ Market Liquidity

^۴ Long Term Misalignments

^۶ Pure Float

^۵ انحرافات ماندگار بین نرخ بازار از نرخ تعادلی



۳ نظریه‌های انتخاب نظام ارزی

نظریه‌هایی که سعی می‌کنند ملاک‌هایی را برای انتخاب نظام ارزی مطرح کنند، به چهار دسته کلی قابل تقسیم هستند. یک دسته، فرضیه‌هایی هستند که کوردن (۲۰۰۲)^۱ آنها را مدافع دخالت در بازار و ابزار شکل‌دهی انتظارات معرفی می‌کند. علاوه بر این نظریه‌های حوزه بهینه پولی^۲، رویکرد مالی^۳ و رویکرد اقتصاد سیاسی^۴ از جمله نظریات انتخاب نظام ارزی به شمار می‌روند (بیاتی و همکاران، ۲۰۱۰، ۵).

۳-۱ دفاع از دخالت در بازار

دو فرضیه عمده در دفاع از دخالت و شکل‌دهی انتظارات در بازار وجود دارد^۶. فرضیه قضاوت برتر^۷ با تکیه بر شواهدی همچون جهش زیاد^۸، هراس مالی^۹ و رفتار گله‌ای^{۱۰} که در بازارهای مالی از جمله بازار ارز رخ می‌دهد، بیان می‌کند که بانک مرکزی (مقام ارزی) نسبت به فعالان اقتصادی قضاوت بهتری در مورد نرخ ارز دارد، لذا بانک مرکزی می‌تواند برای جلوگیری از وقوع نوسانات کوتاه‌مدت و یا انحرافات بلند مدت در بازار دخالت کند. بر اساس فرضیه هدایت‌گری^{۱۱} از آنجا که بازارهای ارز (مالی) نیاز به هدایت دارند، وجود قواعدی برای دخالت در بازار در صورت وجود اعتبار کافی (حتی بدون نیاز به دخالت در بازار) می‌تواند نوسانات بازار را محدود کند. از سوی دیگر تعیین محدوده تغییراتی که از عوامل بنیادین نشأت می‌گیرد، می‌تواند به عدم شکل‌گیری انحرافات بلندمدت نیز کمک کند. این فرضیات با این استدلال که دلیلی بر برتری درک دولت از عوامل بنیادین وجود ندارد، مورد انتقاد قرار می‌گیرند.

۳-۲ حوزه بهینه پولی

نظریه‌های مطرح شده در زمینه حوزه بهینه پولی، مجموعه نظریاتی هستند که نشان می‌دهند توصیه نظام ارزی یکسانی برای تمام کشورها ممکن نیست و تحلیل هزینه‌ها و فواید نظام ارزی ثابت در مقایسه با نظام ارزی شناور تعیین‌کننده نظام ارزی بهینه است.

مطابق با نظریه‌های حوزه بهینه پولی، نرخ ارز ثابت در حضور برخی شرایط قابل توصیه است. این شرایط شامل باز بودن، کوچک بودن و همچنین وجود تمرکز در روابط تجاری با کشورهاست. وجود ثابت در نرخ ارز، با به وجود آوردن بهینگی پولی^{۱۲}، موجب افزایش آثار مثبت تجارت در تمامی این حالات می‌شود (برای آشنایی با بهینگی پولی ر.ک به کروگمن و همکاران، ۲۰۱۲).^{۱۳} در نظام نرخ ارز ثابت این بهینگی شامل کاهش ناطمینانی، هزینه مبادله و هزینه محاسبات است که به بهبود درجه باز بودن اقتصاد نیز کمک می‌کند. لذا در صورت وجود تمرکز بالا در روابط تجاری، بهینگی پولی ناشی از نرخ ارز ثابت، گسترش تجارت با شریک تجاری را تسهیل می‌کند. در این شرایط کشورهای کوچک به علت نیاز به تجارت بیشتر، از افزایش روابط تجاری در سایه نرخ ارز ثابت منتفع خواهند شد.

^۱ Corden, 2002

^۲ Optimum Currency Area

^۳ Financial View

^۴ Political Economy View

^۵ Yeyati et al, 2010

^۶ کوردن این فرضیات را در دفاع از هدف گذاری بازهای مطرح می‌کند.

^۷ Superior Judgment Hypothesis

^۸ Overshooting

^۹ Panic

^{۱۰} Herding Behavior

^{۱۱} Guidance Hypothesis

^{۱۲} Monetary Efficiency Gain

^{۱۳} Krugman et al, 2010



در نظریه‌های حوزه بهینه پولی، نظام نرخ ارز شناور به عنوان تعدیل‌کننده تکانه‌های حقیقی توصیه می‌شود. فریدمن (۱۹۵۳)^۱ به عنوان یکی از متقدمین در این زمینه، معتقد است انتخاب نرخ ارز شناور مانند تغییر دادن ساعت رسمی کشورها است که موجب می‌شود افراد، راحت‌تر با تغییرات ساعات شبانه روز (تغییرات حقیقی) در اثر تغییر فصل مواجه شوند چرا که تغییر دادن ساعت تمام کارهای روزانه عملاً غیر ممکن (چسبندگی اسمی) است. چارچوب تحلیلی ماندل-فلمینگ این نتیجه را توسعه می‌دهد و عنوان می‌کند، نرخ ارز ثابت در صورت وجود تکانه‌های اسمی ثبات بخش اقتصاد خواهد بود، در حالی که در صورت وجود چسبندگی‌های اسمی و وجود تکانه‌های حقیقی، نرخ ارز شناور، تعدیل‌کننده مناسبی برای این تکانه‌ها است. در این صورت با افزایش اهمیت تعدیل تکانه‌های حقیقی (ناشی از رابطه مبادله و ...) در حضور چسبندگی اسمی، نرخ ارز شناور ترجیح بیشتری بر نرخ ارز ثابت خواهد داشت.

۳-۳ رویکرد مالی^۲

نظریه‌های رویکرد مالی سعی می‌کنند بین شرایط بخش مالی و انتخاب نظام نرخ ارز ارتباط برقرار کنند. رویکرد مالی دو کانال عمده از بخش مالی به نرخ ارز معرفی می‌کند و آن‌ها را مبنای انتخاب نظام ارزی قرار می‌دهد. این کانال‌ها عبارتند از جریان سرمایه و ساختار بدهی اقتصاد.

چارچوب الگوی ماندل-فلمینگ نشان می‌دهد که دستیابی همزمان به جابجایی آزاد سرمایه، سیاست پولی مستقل و نرخ ارز ثابت ممکن نیست. این قضیه به سه‌گان غیر ممکن^۳ شناخته می‌شود. بر این مبنا می‌توان تاریخچه ارزی کشورهای مختلف را بر اساس این که در دوره‌های مختلف، گرایش به سیاست پولی مستقل (اهمیت ثبات در بیکاری و تولید) و آزادی سرمایه چگونه تغییر کرده است، دسته بندی کرد (آبسفلد و تیلور، ۲۰۰۲). آبسفلد و تیلور نشان می‌دهند کشورهای مختلف در دوره‌های زمانی مختلف، با انتخاب بین این سه گان مواجه بوده‌اند.

نظریه دو قطبی^۴ بیانگر آن است که جریان آزاد سرمایه موجب ناپایداری نظام‌های ارزی میانی می‌شود. در نتیجه سرعت گرفتن آزاد سازی مالی در کشورهای مختلف و همچنین گسترش ابداعات مالی، علاوه بر اینکه کنترل جریان سرمایه غیر ممکن به نظر می‌رسد، به دلیل کمکی که سرمایه‌گذاری خارجی به رشد و توسعه اقتصادی می‌کند برای سیاستمداران این کنترل‌ها نیز چندان مطلوب نیستند. از آنجایی که جریان سرمایه معمولاً دارای نوسانات کوتاه‌مدت زیادی است، این آزادی در صورتی که با یک نظام ارزی میخکوب ملایم همراه شده باشد، از یک سو، توان ثبات بخشی به اقتصاد را از سیاست‌گذار خواهد گرفت و از سوی دیگر چون کشورها توان دخالت مداوم و به مقدار زیاد در بازار ارز را ندارند، این نظام‌ها بحران‌های ارزی را به وجود می‌آورند. بر اساس دیدگاه دو قطبی در جهانی با جریان آزاد سرمایه، نظام‌های ارزی میانی پایدار نیستند. این نظریه پیش‌بینی می‌کند کشورها برای جلوگیری از بحران‌ها به دو قطب نظام‌های ارزی یعنی شناور مطلق و میخکوب سخت تمایل خواهند داشت (برای مطالعه بیشتر رجوع کنید به فیشر ۲۰۰۱).

شکل گرفتن محدودیت‌هایی بر جریان سرمایه موجب می‌شود همچنان نظام‌های ارزی میانی پایدار باشند. اقتصاددانان بین دو نوع سرمایه‌گذاری خارجی تفاوت قائل می‌شوند یکی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی^۵ و دیگری سرمایه‌گذاری خارجی در سبب دارایی^۶. سرمایه‌گذاری در سبب دارایی این توان را به سرمایه‌گذار می‌دهد که به سرعت و بدون پیش‌بینی قبلی سرمایه خود را از کشور مقصد خارج کند و کشورهای پذیرنده این جریان سرمایه را در معرض بحران اقتصادی قرار دهد. از این رو برخی کشورها محدودیت‌هایی را بر ورود و خروج این نوع سرمایه اعمال می‌کنند. بر اساس تحلیل سه‌گانه غیرممکن، این پدیده به

^۱ Friedman, 1953

^۲ Financial View

^۳ Impossible Trinity

^۴ Obstfeld and Taylor, 2002

^۵ Bipolar View

^۶ Fischer, 2001

^۷ Foreign Direct Investment

^۸ Portfolio Investment



نظام‌های ارزی میانی امکان می‌دهد تا در حضور اعمال محدودیت‌هایی بر جابجایی سرمایه_ همچنان باثبات باقی بمانند. باید توجه داشت تجربه نظام برتون وودز نشان می‌دهد پایداری نظام‌های ارزی میخکوب ملایم، علاوه بر محدودیت جریان سرمایه به وجود ساختار اقتصادی سازگار با این نظام نیز نیاز دارند. از مهمترین ضروریات این ساختار، دنبال کردن سیاست‌های پولی و مالی^۱ سازگار با این چارچوب است.

دسته‌ای دیگر از نظریات رویکرد مالی با اشاره به برخی ریسک‌های مالی موجود در اقتصاد، از نظام‌های ارزی با ثبات بیشتر دفاع می‌کنند. این نظریات به وجود عدم تطابق واحد پولی^۲ در ترازنامه و درآمد برخی آحاد اقتصادی اشاره و بیان می‌کنند هرچند که تغییر نرخ ارز برای تعدیل تکانه‌های حقیقی ضروری است، در صورتی که نرخ ارز تعدیل شود و برخی آحاد اقتصادی دچار عدم تطابق در واحد پولی بدهی و دارایی (درآمد) شان باشند، این افراد در معرض ریسک و یا حتی احتمال ورشکستگی مالی قرار خواهند گرفت. این ریسک برای تمامی افراد -بخش عمومی و خصوصی- که دارای بدهی‌های خارجی پوشش داده نشده هستند، موضوعیت دارد. بر این مبنا اگر بدهی‌های خارجی پوشش داده نشده در اقتصاد زیاد باشد انتخاب نظام‌های میخکوب سخت توصیه می‌شود.

کالوو و رینهارت (۲۰۰۲)^۳ پدیده ترس از شناورسازی^۴ را گزارش می‌کنند و آن را ناشی از ریسک مالی نوسان ارز می‌دانند. آن‌ها نشان می‌دهند، برخی کشورهایی که در آن‌ها مقامات رسمی اظهار کرده‌اند که نظام ارزی آن‌ها شناور است، در واقعیت به نوسانات بازار ارز واکنش نشان می‌دهند و نظام ارزی آن‌ها شناور مطلق نیست. کالوو و رینهارت معتقدند دلیل جلوگیری از نوسانات آزاد نرخ ارز را می‌توان نگرانی از عدم توان باز پرداخت بدهی خارجی و ورشکستگی بدهکاران ناشی از این نوسانات دانست.

شکل گرفتن ساختارهای لازم برای انتقال ریسک نرخ ارز، علاوه بر توسعه بخش مالی^۵، به وجود تقاضا برای پوشش ریسک نرخ ارز نیز (شرط لازم) وابسته است. با این استدلال رابطه بین پذیرش بدهی خارجی پوشش داده نشده (ناشی از دلاری شدن مالی^۶) و نظام ارزی رابطه‌ای دو طرفه است. به عبارت دیگر هرچند نظام ارزی می‌تواند تحت تاثیر بدهی خارجی قرار بگیرد، پذیرش بدهی خارجی پوشش داده نشده نیز به نظام ارزی وابسته است. دخالت مستمر در بازار، انتخاب نظام نرخ ارز ثابت و یا اجرای مستمر سیاست‌های نجات بخش احتیاطی^۷، تقاضای لازم برای شکل گرفتن ساختار انتقال ریسک نرخ ارز را از بین می‌برد. علاوه بر این، این سیاست‌ها بستر لازم را نیز برای ایجاد کژمنشی^۸ در بخش مالی و سایر بدهکاران اقتصاد فراهم می‌کند. این پدیده موجب می‌شود که پس از یک دوره آرامش ارزی، زمانی که تکانه‌های بزرگ اقتصادی نیازمند تعدیل ارزی رخ می‌دهند، افراد پذیرنده این بدهی‌ها، پوشش لازم برای مقابله با این نوسانات را نداشته باشند. با این استدلال برخی از نوسانات محدود نرخ ارز دفاع می‌کنند.

۳-۴ رویکرد اقتصاد سیاسی

رویکرد اقتصاد سیاسی، به تحلیل انتخاب نرخ ارز از منظر نهادها و تعاملات سیاست‌گذاری در یک کشور می‌پردازد. این دسته از نظریات بررسی می‌کند چگونه انگیزه‌های سیاسی گروه‌های مختلف و همچنین سابقه تعاملات سیاست‌گذار و مردم، نه تنها می‌تواند بر انتخاب نرخ ارز تاثیر بگذارد و بلکه می‌تواند از آن نیز تاثیر بپذیرد. نظریات موجود در این زمینه به سه پدیده کلی اشاره می‌کنند اعتبار^۹ در سیاست‌گذاری پولی و فرضیه پایداری^۱ نظام ارزی و انضباط مالی.

^۱ Fiscal

^۲ Currency Mismatch

^۳ Calvo & Reinhart, 2002

^۴ Fear Of Floating

^۵ Financial

^۶ Financial Dollarization

^۷ Prudential

^۸ Moral Hazard

^۹ Credibility



رویکرد اقتصاد سیاسی مبتنی بر کسب اعتبار بیان می‌کند، در ساختارهای سیاسی که سیاست‌گذار پولی با مشکل ضعف اعتبار (در تعهد به تورم پایین) روبرو است، انتخاب نرخ ارز ثابت می‌تواند این ضعف را جبران کند. وجود پدیده ناسازگاری زمانی^۲ در سیاست‌گذاری پولی نشان می‌دهد برای رسیدن به تورم کم و باثبات، بایستی به انتظارات تورمی آحاد اقتصادی پایان داد. از طرفی شرط لازم برای کنترل انتظارات تورمی، وجود تعهد نهادینه شده در سیاست‌گذاری پولی نسبت به تورم پایین و با ثبات است. دولت‌هایی که سابقه (نسبتاً طولانی) سلطه مالی^۳ بر سیاست پولی دارند و در عین حال نهادهای (چارچوب) لازم را _ برای اقناع عموم در مورد تورمزا نبودن سیاست‌های خود_ ایجاد نکرده‌اند، برای کاهش تورم با مشکل اعتبار روبرو هستند. بر این مبنا برخی معتقدند کشورهایی که نظام ارزی ثابت را انتخاب می‌کنند، به واسطه از دست دادن توان سیاست‌گذاری پولی و عدم امکان تامین مالی بودجه از طریق انتشار پول، لنگر اسمی مناسبی برای آحاد اقتصادی ایجاد می‌کنند.

این استدلال در حالی به نفع نظام‌های ارزی ثابت مطرح می‌شود که نمونه‌های جهانی مانند آرژانتین نشان می‌دهد در کشورهایی که ساختار سیاسی مناسبی برای تعهد به سیاست پولی مناسب نداشته‌اند، نظام‌های ارزی ثابت _حتی میخکوب سخت_ نیز پایدار نخواهد بود. دولت‌هایی که تحت فشارهای گروه‌های سیاسی برای افزایش مخارج و سیاست‌های انبساطی هستند، نمی‌توانند سیاست‌هایی را اتخاذ کنند که با نرخ ارز ثابت سازگار باشد. در این شرایط نظام ارزی ثابت در این کشورها دیر یا زود فرو خواهد پاشید و با انتخاب نظام ارزی ثابت کسب اعتبار برای سیاست پولی نیز محقق نخواهد شد.

همچنین نظام ارزی ثابت این امکان را برای دولت‌ها به وجود می‌آورد که بی‌نظمی مالی داشته باشند. برخی از رژیم‌های ارزی ثابت با بحران‌هایی همراه هستند. ریشه این بحران‌ها معمولاً سیاست‌هایی است که دولت‌ها در یک دوره منتهی به بحران اتخاذ کرده‌اند. تورنل و ولاسکو (۲۰۰۰)^۴ بیان می‌کنند نظام‌های ارزی ثابت به علت وجود تاخیر در نمایان شدن آثار سیاست‌های نادرست، نسبت به نظام‌های ارزی شناور، امکان بیشتری برای به وجود آوردن بی‌انضباطی مالی را فراهم می‌کنند. این بخش به بررسی چارچوب‌های نظری انتخاب نظام‌های ارزی پرداخت. بخش چهارم مقاله آثار مختلف نظام‌های ارزی معرفی شده را بررسی خواهد کرد.

۴ اثرات نظام‌های ارزی بر اقتصاد کلان

نظریه‌های انتخاب ارز نشان می‌دهند، نظام‌های ارزی می‌توانند اثرات مهمی بر عملکرد اقتصاد کلان داشته باشند. همچنین نظام‌های ارزی مختلف به دلیل وجود تفاوت در ویژگی‌های منحصر به فرد خود (محدودیت بر سیاست پولی، درجه ایجاد اعتبار و ...) آثار متفاوتی بر اقتصاد خواهند داشت.

آثار نظام‌های ارزی مختلف، در چارچوب اهداف اقتصاد کلان یعنی رشد اقتصادی، تورم (کم و با ثبات)، ثبات بخش حقیقی و ثبات مالی^۵ قابل تحلیل است. در ادامه نظام‌های ارزی مختلف در قالب این چهار هدف بررسی می‌شود.

۴-۱ رشد اقتصادی

نظام‌های ارزی از دو سازوکار کلی می‌توانند به رشد اقتصادی کمک کنند. یک نظام ارزی در صورتی که زمینه گسترش تجارت را فراهم کند و یا هزینه تامین مالی خارجی در سرمایه‌گذاری را کاهش دهد، به رشد اقتصادی کمک خواهد کرد.

هرچند نظام‌های ارزی ثابت از این منظر بر نظام‌های شناور برتری دارند، اما وجود تفاوت‌هایی در این نظام‌ها آن‌ها را از یکدیگر متمایز می‌کنند. در میان نظام‌های میخکوب سخت، پذیرش واحد پولی خارجی و کمیته ارزی موجب تسهیل روابط تجاری با کشور لنگر می‌شود در حالی که اتحادیه پولی موجب گسترش روابط متقابل کشورهای عضو اتحادیه خواهد شد. در نظام‌های

^۱ Sustainability Hypothesis

^۲ Time Inconsistency

^۳ Fiscal Dominance

^۴ Tornell and Velasco, 2000

^۵ Financial Stability



میخکوب سخت، به وجود آمدن بهینگی پولی در رابطه با سایر کشورها به نظام ارزی کشور لنگر و کل اتحادیه پولی وابسته است.

نظام‌های میخکوب ملایم در مقایسه با نظام‌های میخکوب سخت، به دلیل ثبات کم‌تر نرخ ارز و وجود نوسانات بیشتر ارزی، کمتر شرایط بهینگی پولی را به وجود می‌آورند. این بهینگی در میان تمامی این نظام‌ها نیز یکسان نیست. دامنه نوسان، تواتر و شیوه تعدیل بر این بهینگی موثر است.

کاهش هزینه تامین مالی خارجی نیز به ریسک نوسانات نرخ ارز وابسته است. این کاهش هزینه می‌تواند هم از طریق کاهش صرف ریسک^۱ و هم از طریق کاهش هزینه انتقال ریسک به وجود آید. لذا نظام‌های ارزی ثابت مطلق برای تامین مالی با واحد پولی کشور لنگر و اتحادیه پولی، این هزینه‌ها را کاهش می‌دهد. کاهش هزینه تامین مالی خارجی به ریسک‌های دیگری نیز مرتبط است. در کمیته ارزی به دلیل وجود احتمال (هرچند اندک) تغییر نرخ تبدیل - مخصوصاً در شرایط نامساعد اقتصادی - صرف ریسک بیشتری (ناشی از احتمال تغییر نرخ تبدیل) وجود خواهد داشت.

با استدلالی مشابه در مورد بهینگی پولی، سازوکار کاهش هزینه تامین مالی نیز برای نرخ ارزهای میخکوب منعطف ضعیف‌تر خواهد بود. همچنین شدت و ضعف این سازوکار برای انواع مختلف این نظام‌ها، نیز یکسان نیست. علاوه بر این انتظار می‌رود صرف ریسک در نظام‌های میخکوب ملایم، در صورت فاصله گرفتن نرخ ارز مبتنی بر عوامل بنیادین از نرخ ارز هدف، بایستی ریسک ناشی از تعدیل ارز را نیز پوشش دهد.

۴-۲ تورم

نظام‌های ارزی با توجه به چارچوب‌هایی که برای سیاست‌گذاری ایجاد می‌کنند، می‌توانند بر کنترل تورم نیز موثر باشند. این تاثیر از سازوکار قاعده‌مند سازی سیاست پولی و اثر بر اعتبار این سیاست‌ها ممکن خواهد بود. کسب اعتبار برای تعهد سیاست‌گذار پولی به تورم کم، یکی از مهمترین دلایلی است که موجب می‌شود برخی از کشورهای در حال توسعه - با سابقه بی‌انضباطی مالی و پولی - نظام‌های ارزی ثابت را انتخاب کنند.

نظام‌های ارزی ثابت چارچوب خاصی برای سیاست پولی تعریف می‌کنند. نظام‌های ارزی میخکوب سخت چارچوب شدیداً محدوده‌کننده‌ای بر سیاست پولی کشور پذیرنده اعمال می‌کنند تا جایی که این محدودیت‌ها موجب می‌شود امکان تداوم سلطه مالی بر سیاست پولی از بین برود. این در حالی است که نظام‌های ارزی میخکوب منعطف، مخصوصاً در صورت وجود محدودیت بر تحرک سرمایه، همچنان توانایی بیشتری برای اتخاذ سیاست‌های کمتر قاعده‌مند^۲ را دارند.

اعتبار سیاست پولی را می‌توان با توجه به هزینه تغییر یا امکان سیاست پولی صلاح‌دیدی در یک نظام ارزی تحلیل کرد. بر این مبنا نظام‌های ارزی میخکوب سخت دارای بیشترین محدودیت هستند. در این دسته از نظام‌های ارزی، کمیته ارزی، به دلیل وجود امکان تغییر نرخ تبدیل، انعطاف بیشتری نسبت به اعضای اتحادیه پولی و پذیرش واحد پول خارجی دارد و لذا اعتبار نسبی کمتری برای سیاست‌گذار نیز به وجود می‌آورند. طیف نظام‌های میخکوب ملایم علاوه بر این که محدودیت‌های کمتری نسبت به نظام‌های ارزی میخکوب سخت دارند، در صورت وجود شرایطی - نظیر بیکاری زیاد - که هزینه تعهد به سیاست پولی منضبط را افزایش می‌دهد، اعتبار کمتری برای سیاست‌گذار پولی به وجود می‌آورند.

اعتبار سیاست پولی در نظام‌های ثابت به سیاست پولی کشور لنگر نیز وابسته است. فیشر (۱۹۸۲)^۳ بیان می‌کند ایجاد لنگر اسمی با این سوال روبروست که «چه کسی برای محافظت از محافظان وجود دارد»^۴. از این رو کشورهای پذیرنده نظام ارزی ثابت نرخ ارز خود را به کشورهایی با سیاست پولی معتبر لنگر می‌کنند اما در صورت عدم وجود این تعهد در کشور لنگر اعتبار سیاست پولی کاهش می‌یابد.

^۱ Risk Premium

^۲ این اصطلاح برای تمایز قائل شدن بین سیاست صلاح‌دیدی در ادبیات اقتصاد پولی استفاده شده است.

^۳ Fisher, 1982

^۴ Who Is To Guard The Guardians



۴-۳ ثبات بخش حقیقی

نظام‌های ارزی با اثراتی که بر سیاست پولی دارند، بر توان ثبات بخشی به فعالیت‌های اقتصادی در بخش حقیقی، موثر هستند. بطور کلی نظام ارزی شناور برای ایجاد ثبات در بخش حقیقی، بر نظام ارزی ثابت ارجحیت دارد، اولین دلیل بر این مدعا، سازوکار خود تعدیلی است که این نظام‌ها در مقابل تکانه‌های حقیقی دارند. نظام‌های ارزی ثابت به علت ایجاد عدم انعطاف در سیاست پولی و مالی و برخی اطلاعات ناکافی در مورد سیاست‌گذاری، ثبات بخش حقیقی را با مخاطره مواجه می‌کنند. بر اساس الگوی ماندل-فلمینگ، در نظام ارزی ثابت با وجود تحرک آزاد سرمایه، استقلال سیاست پولی از دست می‌رود. این پیش‌بینی در نظام‌های میخکوب سخت با توجه به چارچوب محدود سیاست پولی محقق می‌شود. در برخی نظام‌های میخکوب ملایم نیز وجود تعهد نسبت به نرخ ارز هدف، باعث می‌شود نرخ بهره و حجم پول تحت تاثیر بازار ارز تنظیم شوند. بدین ترتیب سیاست پولی برای ثبات بخشی به بخش حقیقی تحت تسلط سیاست ارزی قرار می‌گیرد. علاوه بر این ثبات بخشی سیاست پولی در نظام‌های ارزی ثابت به ساختار اقتصادی کشورهای طرف این نظام ارزی نیز وابسته است. اگر کشورهایی که نظام‌های ارزی ثابت را می‌پذیرند مانند کشور لنگر تحت تاثیر تکانه‌های حقیقی متقارن قرار بگیرند، سیاست پولی در دو کشور ثبات بخش خواهد بود اما حتی در این صورت نیز ساختار اقتصادی این کشورها ست که نیاز به میزان واکنش پولی را تعیین می‌کند و در صورتی که این ساختارها یکسان نباشند سیاست‌ها بهینه نخواهند بود. از سوی دیگر نظام‌های ارزی ثابت می‌توانند موجب تشدید عدم ثبات بخش حقیقی شوند. در صورتی که کشورهای طرف یک نظام ارزی ثابت، تحت تاثیر تکانه‌های نامتقارن باشند، عدم استقلال سیاست پولی منجر به تعمیق رکود یا تشدید رونق در کشور پذیرنده نظام ارزی ثابت خواهد شد.

همچنین نظام‌های ارزی ثابت با چالش انتخاب نرخ ارز هدف نیز مواجه هستند. در صورت بروز عدم تطابق بین نرخ ارز هدف و نرخ تعادلی، رسیدن به تعادل جدید نیازمند تعدیل قیمت‌های اسمی اقتصاد است که می‌تواند بخش حقیقی را بی ثبات سازند. نظام‌های ارزی میخکوب سخت، توان بهره‌گیری سیاست مالی، از حق الضرب پول^۱ را نیز از بین می‌برد. در این شرایط به ویژه در شرایطی که دولت توان استقراض از بازارهای مالی توسعه نیافته را نیز ندارد، سیاست مالی نیز مانند سیاست پولی تحت تاثیر نظام ارزی، انعطاف لازم برای ثبات بخشی به بخش حقیقی را از دست می‌دهد.

البته نظام‌های ارزی ثابت در صورت در نظر گرفتن تمهیداتی منعطف‌تر خواهند بود. کوردن (۲۰۰۲) بیان می‌کند نگهداری دارایی خارجی مشمول بهره در بین نظام‌های ارزی میخکوب سخت انعطاف سیاست‌گذاری و امکان بهره‌گیری از حق الضرب پول را افزایش می‌دهد. کمیته ارزی در این شرایط منعطف‌تر خواهد بود. ایجاد محدودیت‌هایی در مسیر حرکت آزاد سرمایه راه حل دیگری برای این منظور است.

در انواع نظام ارزی ثابت به ویژه نظام‌های میخکوب سخت، توان کنترل سیاست‌گذار بر حجم پول همچنان وجود دارد. کنترل بر این حجم پول از طریق سیاست‌گذاری مبتنی بر توان بسط پول در نظام بانکی ممکن است. این در حالی است که در صورت وجود آزادی تحرک سرمایه انتظار می‌رود نتیجه این سیاست‌ها اندک باشد. از طرفی چون این سیاست‌ها بی‌ثباتی در بخش بانکی ایجاد می‌کند، چندان مورد توجه سیاست‌گذاران نیستند.

۴-۴ ثبات مالی

نظام‌های ارزی بر ثبات بخش مالی نیز موثر هستند. ویژگی‌های نظام‌های ارزی علاوه بر این که بر وقوع بحران مالی و ارزی موثر هستند، توان سیاست‌گذاری نجات مالی را نیز تحت تاثیر قرار می‌دهند.

سیاست‌های بازار پول برای ثبات نرخ ارز می‌تواند بی‌ثباتی در بخش مالی ایجاد کند. جریان سرمایه یکی از مهمترین دلایل نوسانات ارزی است. کشورهایی که با انباشتی از بدهی خارجی پوشش داده نشده روبرو هستند می‌توانند به دلیل ترس از شناور سازی، با تغییر نرخ بهره داخلی به این نوسانات عکس العمل مناسب نشان بدهند. اتخاذ این رویکرد باعث نوسانات زیاد

^۱ Seigniorage



نرخ بهره در اقتصاد خواهد شد. در این شرایط دارایی‌ها با درآمد ثابت^۱ با ریسک نرخ بهره مواجه خواهند شد. نظام‌های ارزی ثابت _ علی رغم شدت و ضعف در انواع مختلف آن _ ریسک بدهی‌های خارجی پوشش داده نشده را برای بدهکاران کاهش می‌دهند و در عین حال موجب گسترش این نوع بدهی نیز خواهد شد، در حالی که نظام‌های ارزی‌ای که شناوری لازم را دارند به افراد این انگیزه را می‌دهد که بدهی‌های خارجی خود را پوشش دهند.

نظام‌های ارزی میخکوب سخت همچنین موجب تنش‌های مالی نیز می‌شوند. این تنش‌ها به این علت رخ می‌دهد که در این نظام‌ها تکانه‌های حقیقی بایستی با تعدیل بخش اسمی در این اقتصادها تعدیل شوند. این در حالی است که در صورت کاهش قیمت‌ها، بار بدهی (تعهد اسمی ثابت) اقتصاد، در اثر این تعدیل اسمی افزایش می‌یابد.

نظام‌های ارزی ثابت همچنین بر تامین مالی بودجه دولت اثراتی دارند که موجب می‌شوند ثبات مالی دچار مخاطره شود. در کشورهای در حال توسعه که بازار مالی توسعه یافته برای تامین مالی دولت وجود ندارد، کسری بودجه از راه‌های غیر مرسوم (بدهی پنهان و بدهی به پیمانکاران) تامین می‌شود. این تامین مالی از دو مکانیسم ثبات مالی را تحت تاثیر قرار می‌دهند. ناتوانی دولت در پرداخت این نوع بدهی‌ها دریافت مطالبات نظام مالی (بانک) از پیمانکاران را دچار اختلال می‌کند و از طرف دیگر با انباشته شدن این کسری بودجه (بدهی‌ها) نظام ارزی ثابت نیز ناپایدار می‌شود که از هر دو کانال ثبات بخش مالی به خطر می‌افتد.

نظام‌های ارزی ثابت همچنین توان اجرای سیاست پولی به عنوان آخرین ملجا قرض دهی را از بانک مرکزی می‌گیرند. این در حالی است که اجرای سیاست پولی به عنوان آخرین ملجا قرض دهی از مهمترین ابزارهایی است که یک کشور باید برای ثبات مالی در اختیار داشته باشد. نظام‌های ارزی میخکوب سخت، انجام این سیاست را به شدت محدود می‌کنند. کوردن (۲۰۰۲) پیشنهاد می‌دهد در کمیته ارزی، بانک مرکزی موظف به نگهداری دارایی خارجی متناسب با مقیاس‌های گسترده‌تر پولی باشد تا بتواند به عنوان آخرین ملجا قرض دهنده نیز عمل کند. هرچند طیف نظام‌های میخکوب ملایم نیز در اجرای این وظیفه توانایی یکسانی ندارند، چارچوب محدودی برای این سیاست تعریف می‌کنند. در این نظام‌های ارزی کنترل سرمایه می‌تواند موقتا توان قرض دهنده را به وجود آورد. این حالی است که نظام شناور محدودیتی بر این وظیفه ایجاد نمی‌کند.

۵ تحقیقات تجربی نظام‌های ارزی

در کنار نظریه‌های اقتصادی، تحقیقات تجربی نیز سعی می‌کنند آثار نظام‌های ارزی مختلف را شناسایی و نظام ارزی مناسب را برای اقتصاد معرفی کنند. برای بررسی آثار نظام‌های ارزی، تحقیقات تجربی باید ابتدا دسته‌بندی و رویکرد مناسب شناسایی این نظام‌ها را ارائه کنند. این رویکرد از این جهت اهمیت دارد که کشورهای مختلف در طول زمان رژیم‌های ارزی متفاوتی را تجربه کرده‌اند و محققان بایستی به صورت پسینی این تاریخچه را تفکیک کنند. تحقیقات تجربی در زمینه نظام‌های ارزی، بر اساس رویکردی که برای شناسایی نظام ارزی یک کشور انتخاب می‌کنند به سه دسته کلی قابل تقسیم هستند، رسمی^۲، تلفیقی^۳ و واقعی^۴.

دسته اول تحقیقاتی هستند که بر مبنای اظهار مقامات رسمی کشورها، نظام ارزی آن کشور را شناسایی می‌کنند. صندوق بین المللی پول از سال ۱۹۵۰ گزارشاتی تحت عنوان "گزارش سالانه ساختار و محدودیت‌های مبادله"^۵ منتشر می‌کند که به صورت خود اظهاری مقامات تهیه می‌شود. این گزارش مبنای تحقیقاتی هستند که از شناسایی رسمی نظام‌های ارزی استفاده می‌کنند. این گزارش علاوه بر این که دارای گستره مناسب کشورها و پیوستگی مناسب (سالانه) است، اطلاعات مناسبی نیز در مورد رویکرد سیاست‌گذار و انتظارات، در دوره سیاست‌گذاری ارائه می‌کند. البته طبقه بندی ارزی این گزارش برای دوران بعد

^۱ Fix Income Asset

^۲ De Jure

^۳ Mixed

^۴ De Facto

^۵ Annual Report On Exchange Arrangements And Exchange Restrictions



از برتون وودز یکنواخت و کاملاً سازگار نیست و تا کنون چندین بار گروه بندی‌های ارزی آن تغییر کرده است (برای مطالعه بیشتر در مورد تغییرات این دسته بندی ارزی ر.ک به کلین و شامبوگ، ۲۰۱۰ ص. ۳۱).

برخی از محققان با بیان این که اظهار مقامات رسمی برای شناسایی نرخ ارز دقت کافی ندارد، دسته بندی‌های مبتنی بر رویدادهای واقعی بازار ارز را توصیه می‌کنند. با همین استدلال، صندوق بین المللی پول نیز از سال ۱۹۹۹ به بعد، اظهار مقامات رسمی را با ارزیابی کارشناسان خود تعدیل می‌کند. در همین راستا برخی از محققان نیز رویکرد تلفیقی را انتخاب کرده‌اند به این صورت که دسته بندی صندوق بین المللی پول را مبنا قرار می‌دهند و آن را با شرایط بازار آزاد ارز تعدیل می‌کنند. دسته سوم نیز بدون توجه به اظهار مقامات رسمی، بر اساس بازار آزاد ارز سعی می‌کنند، نظام ارزی کشورها را شناسایی کنند.

این دو گروه از محققان روش‌های دسته بندی و شناسایی متفاوتی را معرفی کرده‌اند. گن برگ و سوبودا (۲۰۰۴)^۲ در این رابطه بیان می‌کنند "دسته بندی (نظام‌های ارزی) به سرعت یک استاندارد جدید در تحقیقات نظام‌های ارزی شده است". به طور کلی این تحقیقات در تعداد دسته‌ها، روش شناسایی، داده‌های مورد بررسی و ملاک‌های دخالت در بازار ارز اختلاف دارند. تاوولاس و همکاران (۲۰۰۸)^۳ پس از تحلیل رویکردها مختلف شناسایی نظام‌های ارزی و انتقادات وارد بر آن‌ها، نشان می‌دهند، نتایج حاصل از این شناسایی‌ها همخوانی (همبستگی)^۴ چندانی با یکدیگر ندارند. آن‌ها برای تاکید، در بررسی موردی نیز نشان می‌دهند دو کشور آلمان و ایتالیا تحت رویکردهای متفاوت، به صورت‌های ناسازگار دسته بندی می‌شوند. در این رابطه کلین و شامبوگ معتقدند نمی‌توان دسته‌بندی یکسانی برای تمامی تحقیقات اقتصادی معرفی کرد بلکه باید متناسب با هدف تحقیق دسته بندی مناسب را شکل داد.

تاوولاس و همکاران در ادامه به تحلیل روش و نتایج تحقیقات تجربی نیز می‌پردازند. آن‌ها پس از تحلیل دقیق این تحقیقات، نتایج زیر را به عنوان جمع بندی تحقیقات تجربی در مورد آثار رژیم‌های ارزی بر عملکرد اقتصاد کلان^۵ ارائه می‌کنند.

۱. در تحقیقات تجربی رابطه روشی بین نرخ رشد اقتصادی و نظام ارزی برای تمامی کشورها مشاهده نمی‌شود. در حالی که در کشورهای صنعتی رابطه معینی بین رشد اقتصادی و نظام ارزی وجود ندارد، کشورهای در حال توسعه دارای نظام ارزی میخکوب رشد اقتصادی بالاتری دارند.
۲. به صورت کلی نظام ارزی میخکوب با تورم پایین همراه است. این نتیجه گیری نیز به انتخاب کشورها حساس است. در کشورهای پیشرفته نظام ارزی شناور با تورم پایین تر همراه است در حالی که در کشورهای در حال توسعه، نظام ارزی میخکوب با تورم کمتری گزارش می‌شود.
۳. مطابق با پیش‌بینی نظریه‌های انتخاب نرخ ارز، تحقیقات تجربی نیز نشان می‌دهند نوسانات تولید در نظام‌های میخکوب بیشتر است.

هر چند تحقیقات تجربی در این حوزه، نتایج فوق را ارائه می‌کنند، اما این نتایج نسبت به انتقادات وارده پایدار^۵ نیستند. چنانچه تاوولاس و همکاران نیز اشاره می‌کنند مهمترین چالش تحقیقات تجربی، تکیه بر شناسایی و دسته بندی‌هایی است که از جهات متفاوت مورد انتقادات جدی هستند. برای نمونه برخی رویکردهای شناسایی، با این استدلال که کشورهایی که تورم بالا دارند نیازمند تعدیل قدرت خرید از طریق نرخ ارز هستند، این کشورها را دارای نظام شناور معرفی می‌کنند. این رویکرد باعث می‌شود در کشورهای در حال توسعه دارای تورم، نظام شناور با تورم بیشتر همراه باشد. تاوولاس و همکاران پیشنهاد می‌دهند که نظام‌های ارزی کشورها بر اساس محدودیتی که بر سیاست پولی اعمال می‌کنند شناسایی شوند. این نوع شناسایی نیازمند وجود اطلاعات دقیق از دارایی‌های بانک مرکز کشورها است که دسترسی به آن‌ها دشوار است.

^۱ Klein and Shambaugh , 2010

^۲ Genberg and Swoboda, 2004

^۳ Tavlas et al. 2008

^۴ Correlation

^۵ Robust



باید توجه داشت در تحقیقات تجربی تفکیک آثار سیاست پولی از نظام ارزی آسان نیست. نظریه‌های موجود درباره نظام‌های ارزی بیان می‌کنند نظام ارزی برای رسیدن به اهدافی چون ثبات بخش حقیقی، تورم پایین و ثبات مالی تا حد زیادی به سازوکارهای پولی وابسته است. تفسیری مرسوم از تاریخچه سیاست پولی بیان می‌کند هدف‌گذاری تورمی، هدف‌گذاری پولی و نظام‌های ارزی چارچوب‌های رقیب برای سیاست‌گذاری پولی هستند (برای نمونه ر.ک. والش، ۲۰۰۹). بر این مبنا پیشنهاد تکیه بر محدودیت‌های نظام ارزی بر سیاست پولی، برای شناسایی نظام‌های ارزی (تاوولاس و همکاران) نیز به آسانی قادر به تفکیک اثرات سیاست پولی از آثار رژیم ارزی نیست.

این تحقیقات همچنین این نظر را تقویت می‌کنند که انتخاب نهادهای مناسب اقتصادی بر انتخاب نظام ارزی مقدم است. رگوف و همکاران (۲۰۰۴)^۱ به عنوان نماینده‌ای از این تحقیقات بیان می‌کنند اثرات متفاوتی (متضاد) که بین کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه مشاهده می‌شود، ناشی از وجود نهادهای کارای موجود در کشورهای توسعه یافته است. برای مثال تورم پایین در این کشورها به دلیل وجود استقلال بانک مرکزی در این کشورها است. این در حالی است که نظام‌های میخکوب در کشورهای در حال توسعه به علت محدود کردن سیاست پولی (نهادینه کردن انضباط)، کنترل تورم را ممکن می‌کند (برای مطالعه بیشتر ر.ک به کالوو و میشکین ۲۰۰۳).

نتیجه فوق نشان می‌دهند ترکیبی از نظام ارزی شناور و سیاست پولی مناسب، می‌تواند بهینه‌تر باشد. آثار نظام‌های ارزی فراتر از محدوده سیاست پولی، بر بخش مالی و تجارت نیز موثر هستند و بر خلاف نظام‌های ثابت، نظام‌های شناور محدودیت‌چندانی برای سیاست‌گذاری پولی ایجاد نمی‌کنند. از این رو امکان بهره‌گیری از چارچوب مناسب سیاست پولی (برای نمونه هدف‌گذاری تورمی) توأم با نظام‌های ارزی به اندازه کافی منعطف (برای نمونه شناور مدیریت شده یا هدف‌گذاری بازه‌ای) وجود دارد. این ترکیب حداقل به معنای امکان بهره‌مندی از ثبات تولید و تورم در اثر سیاست پولی و کاهش تمایل به پذیرش ریسک بدهی خارجی در سایه نظام ارزی شناور است. البته بحران مالی ۲۰۰۷ نشان می‌دهد عملکرد بازارهای مالی آزاد در نبود قواعد و نظام نظارتی کارا، لزوماً از بروز بحران‌های مالی جلوگیری نمی‌کند. لذا وجود نهادهای نظارتی کارا لازمه کاهش ریسک بدهی خارجی و ثبات بخش مالی است. علاوه بر این قواعد بودجه‌ریزی (نهاد مالی) کشورها بایستی به گونه‌ای سامان‌دهی شود تا از بروز کسری بودجه‌های انباشته و مفرط جلوگیری کند. علاوه بر این کشورهای صادرکننده مواهب طبیعی نیز بایستی نهادهای لازم برای جلوگیری از آثار منفی درآمد‌های ارزی این مواهب را ایجاد کنند.

۶ جمع بندی

این مقاله به بررسی اثرات نظام‌های ارزی بر عملکرد اقتصاد کلان پرداخت. در این مقاله طیف گسترده‌ای از نظام‌های ارزی معرفی شدند. سپس نظریه‌های انتخاب ارز در چهار دسته دفاع از دخالت در بازار، حوزه بهینه پولی، رویکرد مالی و رویکرد اقتصاد سیاسی بررسی شدند. در ادامه نیز اثر نظام‌های ارزی بر تحقق اهداف اقتصاد کلان - رشد اقتصادی، تورم پایین و با ثبات، ثبات بخش حقیقی و ثبات مالی - مورد بررسی قرار گرفت. این مقاله همچنین نشان داد مطابق با نظر استاکمن (۱۹۹۹)^۲ ادبیات تجربی نمی‌تواند معیار دقیقی برای انتخاب نرخ ارز ارائه دهد.

بررسی‌های آثار نظام‌های ارزی متفاوت در این مقاله نشان می‌دهد تجویز یک نظام ارزی برای تمامی زمان‌ها و شرایط ممکن نیست. این نتیجه‌گیری با نتایج فرانکلن (۱۹۹۹)^۴ و کِنن (۲۰۰۱)^۵ مطابقت دارد. باید به خاطر داشت که آثار نظام‌های ارزی محدود به جنبه‌های اقتصادی طرح شده نیست. این مقاله آثار و ملاک‌های انتخاب نظام‌های ارزی را با رویکرد اقتصاد خرد (تاثیر بر ترکیب فعالیت‌های اقتصادی) بررسی نمی‌کند. تعدیل نرخ ارز در کنار مسائل ترازنامه‌ای، نوعی بازتوزیع درآمد

^۱ Rogoff et al, 2004

^۲ Calvo and Mishkin, 2003

^۳ Stockman, 1999

^۴ Frankel, 1999

^۵ Kenen, 2001



محسوب نیز می‌شود که برای سیاست مداران اهمیت ویژه‌ای دارد. علاوه بر این ممکن است سیاست مداران تمایل چندانی به نظام‌های ارزی می‌خکوب سخت نشان ندهند چرا که تاثیر سیاست‌های کشورهای خارجی را بر اقتصاد آن کشور افزایش می‌دهد.

این بررسی همچنین نشان می‌دهد انتخاب هر نظام ارزی به تنهایی، به معنای چشم پوشی از مزایای نظام‌های رقیب است. بر این مبنا علی‌رغم پیشنهادات متنوعی که برای انتخاب یک نظام ارزی مشخص وجود دارد (برای مرور اجمالی ر.ک. گلدستاین ۲۰۰۲^۱، ص. ۱)، برخی سعی می‌کند مجموعه‌ای از چارچوب‌هایی را پیشنهاد دهند که مزایای وجود لنگر اسمی، انعطاف در مقابل تکانه‌های حقیقی و کاهش ریسک بدهی خارجی را توأم داشته باشند. گلدستاین ابتدا به تحلیل آثار نظام‌های ارزی مختلف برای کشورهای در حال توسعه می‌پردازد، و در نهایت ترکیب نظام ارزی شناور مدیریت شده، با هدف‌گذاری تورمی و سیاست‌های مکمل را دارای مجموعه‌ای از ویژگی‌های مطلوب می‌داند. در نظر گلدستاین این سیاست‌های مکمل، باید ناظر به تفاوت واحدهای پولی موجود در ترازنامه آحاد اقتصادی باشد. همچنین وجود نهاد مالی و بودجه‌ریزی مناسب برای دستیابی به عملکرد اقتصادی مطلوب ضروری است. علاوه بر این، کشورهای صادرکننده مواهب طبیعی، بایستی سایر نهادهای لازم – برای مدیریت درآمدهای ناشی از صادرات این محصولات را – نیز به وجود آورند.

^۱ Goldstein, 2002



- منابع انگلیسی:

- Calvo, Guillermo , and Frederic Mishkin. "The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries." *Journal of Economic Perspectives*, 2003: 99-118.
- Calvo, Guillermo, and Carmen Reinhart. "Fear of Floating." *Quarterly journal of economics*, 2002: 379-408.
- Corden, Max. *Too Sensational: on the choice of exchange rate regimes*. Cambridge: MIT Press, 2002.
- Fischer, Stanley. "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?" *Journal of Economic Perspectives*, 2001: 3-24.
- Fischer, Stanley. "Seigniorage and the Case for a National Money." *Journal of Political Economy*, 1982: 295-313.
- Frankel, Jeffrey. "No Single Currency Regime is Right for all Countries or at all Times." *National bureau of economic research No. w7338*, 1999.
- Friedman, Milton. "The Case for Flexible Exchange Rates." In *Essays in Positive Economics*, 157-203. Chicago: University of Chicago Press, 1953.
- Genberg, Hans, and Alexander Swoboda. "Exchange-Rate Regimes:" What Does Countries Say Matter?" *The Graduate Institute of International Studies*, 2004.
- Goldstein, Morris. *Managed Floating Plus*. Washinton: Institute for International Economics, 2002.
- Kenen, Peter . *The International Financial Architecture: What's new? What's missing?* Washington DC: Institute for International Economics, 2001.
- Klein, Michael , and Jay Shambaugh. *Exchange Rate Regimes in the Modern Era*. London: MIT Press, 2010.
- Krugman Paul, Maurice Obstfeld and Marc J. Melitz. *International Economics, Theory and Policy*, Addison Wesley, 2010, 9th Edition
- Levy Yeyati, Eduardo, Federico Sturzenegger, and I, and Iliana Reggio. "On the Endogeneity of Exchange Rate Regimes." *European Economic Review*, 2010: 659-677.
- Obstfeld, Maurice, and Alan Taylor. "Globalization and Capital Markets." *NBER Working Paper No. 8846*, 2002.
- Rogoff, Kenneth, Aasim Husain, Ashoka Mody, Robin Brooks, and Nienke Oomes. *Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes*. Washington DC: IMF Occasional Paper No. 229, 2004.
- Stockman, Alan. "Choosing an Exchange-Rate System." *Journal of Banking & Finance*, 1999: 1483-1498.
- Svensson, Lars . "Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule." *Journal of monetary economics*, 1999: 607-654.
- Svensson, Lars EO. "An Interpretation of Recent Research on Exchange Rate Target Zones." *The Journal of Economic Perspectives*, 1992: 119-144.
- Svensson, Lars. "Inflation Targeting." In *Handbook of Monetary Economics*, by Benjamin Friedman and Michael Woodford, 1237-1302. Elsevier, 2010.
- Tavlas, George. "The Economics of Exchange_Rate Regimes: A Review Essay." *The World Economy*, 2003: 1215-1246.



- Tavlas, George, Harris Dellas, and Alan Stockma. "The Classification and Performance of Alternative Exchange-Rate Systems." *European Economic Review* , 2008: 941-963.
- Tornell, Aaron, and Andres Velasco. "Fixed versus Flexible Exchange Rates: Which Provides More Fiscal Discipline?" *Journal of Monetary Economics*, 2000: 399_436.
- Walsh, Carl. "Inflation Targeting: What Have We Learned?*" *International Finance*, 2009 : 195-233.
- Williamson, John. "The Case for a Basket, Band and Crawl (BBC) Regime for East Asia." *Future directions for monetary policies in East Asia*. 2001. 96-111.



فهرست گزارش‌های پژوهشی

عنوان	کد گزارش	نویسنده / نویسندگان
۱۳۹۴		
قدرت قانونی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران	MBRI-WP-94002	زهرا خوشنود، پی بر ای. بولتز
معرفی یک شاخص شرایط پولی جدید برای اقتصاد ایران	MBRI-WP-94001	مریم همتی
۱۳۹۳		
عوامل موثر بر بهره‌مندی از وام و شکل‌گیری تقاضا برای وام در خانوارهای شهری	MBRI-RR-93042	فرهاد نیلی و مرضیه اسفندیاری
ساختار هزینه‌های بنگاه‌ها و تقاضا برای منابع مالی	MBRI-PN-93041	فرهاد نیلی و امینه محمودزاده
رتبه‌بندی موسسات مالی اسلامی برتر جهان در سال ۲۰۱۴	MBRI-TR-93040	لیلا محرابی
تحلیل پویایی‌های تورم و رشد اقتصادی در ایران	MBRI-PN-93039	سیدعلی مدنی زاده، هومن کرمی، سعید بیات
بررسی آمار و اطلاعات حوزه تأمین مالی	MBRI-PN-93038	مجید عینیان، امینه محمودزاده
ارزیابی ساختار ترازنامه و واسطه‌گری مالی شبکه بانکی کشور	MBRI-PN-93037	مهشید شاهچرا و ماندانا طاهری
چارچوبی برای اصلاح سیاستگذاری پولی در ایران	MBRI-PP-93036	سید احمدرضا جلالی نائینی و محمدامین نادریان
قواعد مالی و پیاده‌سازی آن در ایران	MBRI-PP-93035	ژاله زارعی
گزارش ادواری «چشم‌انداز کوتاه‌مدت اقتصاد کلان ایران» دی ماه ۱۳۹۳	MBRI-PR-93034	حمید زمان زاده
گزارش ماهانه پیش‌بینی تورم، دی ماه ۱۳۹۳	MBRI-PR-93033	سیدعلی مدنی زاده، سعید بیات، هومن کرمی
رهنگاشت بانکداری مرکزی ایران در افق میان‌مدت	MBRI-PP-93032	حمید زمان‌زاده، مریم همتی و حسین توکلیان
تجربه شیلی، ترکیه و برزیل در بازنگری چارچوب سیاست پولی	MBRI-PN-93031	ایلناز ابراهیمی
تنگنای اعتباری از شواهد خرد تا پیامدهای کلان	MBRI-PP-93030	فرهاد نیلی و امینه محمودزاده
صکوک بیع دین به عنوان ابزار سیاست پولی	MBRI-PN-93029	حسین میسمی
رکود تورمی و راهکارهای خروج	MBRI-PP-93028	محمدحسین رحمتی و سیدعلی مدنی‌زاده
رکود تورمی در ایران: نظم‌های آماری و عوامل آن	MBRI-PP-93027	محمدحسین رحمتی، سیدعلی مدنی‌زاده، فاطمه نجفی
مدیریت نرخ ارز تحت نظام ارزی خزنده در کریدور	MBRI-PP-93026	حمید زمان زاده، علی بهادر، حسین باستانزاد، حسین توکلیان
مطالبات غیرجاری یا دارایی‌های مسموم بانک‌ها	MBRI-PP-93025	فرهاد نیلی و امینه محمودزاده
گزارش ادواری «چشم‌انداز کوتاه‌مدت اقتصاد کلان ایران» (آبان‌ماه ۱۳۹۳)	MBRI-PR-93024	حمید زمان زاده
گزارش فصلی متغیرهای اقتصاد کلان (تابستان ۱۳۹۳)	MBRI-PR-93023	دکتر سیدعلی مدنی زاده، دکتر رامین مجاب، سجاد ابراهیمی، سعید بیات، مجید عینیان، هومن کرمی
گزارش ماهانه پیش‌بینی تورم (آبان‌ماه ۱۳۹۳)	MBRI-PR-93022	دکتر سیدعلی مدنی زاده، سعید بیات، هومن کرمی
گزارش فصلی تولید صنعتی ایران (تابستان ۱۳۹۳)	MBRI-PR-93021	سجاد ابراهیمی
شکست بازار اعتبارات	MBRI-PP-93020	فرهاد نیلی و امینه محمودزاده
سیستم حسابهای ادغام شده محیط زیستی و اقتصادی ایران (حساب آقاری محیط زیست ایران (SEEAIRAN))	MBRI-RR-93019	ابوالفضل خاوری نژاد
بررسی اثرات دور اول و دوم تحولات اقتصاد کلان بر ترازنامه بانک‌ها	MBRI-PN-93018	هادی حیدری
گواهی سپرده مدت‌دار سرمایه‌گذاری خاص: کاستی‌ها و راه‌حل‌ها	MBRI-PN-93017	رسول خوانساری، ماندانا طاهری، حمید زمان‌زاده
پیش‌بینی تورم ایران با استفاده از منحنی فیلیپس	MBRI-WP-93016	سید مهدی برکچیان، سعید بیات، هومن کرمی
چرخه‌های تجاری و اعتباری	MBRI-PP-93015	فرهاد نیلی و امینه محمودزاده
ارتباط پول و قیمت؛ با تمرکز بر اجزای شاخص قیمت مصرف‌کننده	MBRI-PP-93014	رامین مجاب
ارزیابی پویایی صنعت بانکداری ایران با تأکید بر رقابت‌پذیری	MBRI-PN-93013	اعظم احمدیان
هدف‌گذاری تورم؛ لزوم اعمال و پیش‌شرط‌های اساسی	MBRI-PN-93012	ایلناز ابراهیمی
ضرورت بازسازی چارچوب ارتباطی بانک مرکزی	MBRI-PP-93011	مریم همتی
کنترل اثرات ناپایداری و شکست ساختاری تورم با مدل‌های غیرخطی و زمان‌متغیر	MBRI-WP-93010	سید مهدی برکچیان، سعید بیات، هومن کرمی
راهکاری در جهت تقویت رعایت اصول شریعت در قراردادهای بانکی	MBRI-PN-93009	وهاب قلیچ و فرشته ملاکریمی
ارزیابی سرمایه بانک‌ها بر اساس استانداردهای بین‌المللی	MBRI-PN-93008	زهرا خوشنود و مرضیه اسفندیاری
پیش‌بینی تورم ایران با استفاده از عوامل مشترک اجزای شاخص قیمت کالاها و خدمات	MBRI-WP-93007	سید مهدی برکچیان، سعید بیات، هومن کرمی
وضعیت صنایع در دوره‌های رونق و رکود	MBRI-PN-93006	مجید عینیان



نویسنده / نویسندگان	کد گزارش	عنوان
لیلا محرابی	MBRI-PN-93005	ارزیابی وضعیت مطالبات غیر جاری در نظام بانکی ایران و مقایسه آن با سایر کشورها
لیلا محرابی	MBRI-PN-93004	معرفی روش‌های تأمین مالی اسلامی در کشورهای مختلف
زهرا خوشنود	MBRI-PP-93003	سیر سرمایه مخالف چرخه سندی از جمله اسناد توافق نامه سرمایه بال سه
رسول خوانساری	MBRI-PP-93002	آسیب‌شناسی بازار بین‌بانکی ریالی در ایران با تأکید بر ابعاد فقهی
سامان قادری	MBRI-RR-93001	اثر پسماند جانشینی پول در ایران
۱۳۹۲		
مریم همتی	MBRI-9228	ضرورت بازسازی چارچوب ارتباطی بانک مرکزی
مریم همتی	MBRI-9227	استقلال بانک مرکزی؛ گام نخست در پیشبرد اهداف سیاست‌گذاری پولی
حامد عادل نیک	MBRI-9226	تأثیر نوسانات متغیرهای کلان اقتصادی بر مطالبات غیر جاری بخش بانکی؛ رهیافت اقتصادسنجی
احمدعلی رضایی	MBRI-9225	اثرات پویای حجم کل بدهی‌ها بر بخش واقعی اقتصاد ایران (۱۳۶۰-۱۳۹۰) و ارزیابی آن به عنوان سازوکار هشداردهنده وقوع بحران مالی
اعظم احمدیان	MBRI-9224	ارزیابی عملکرد بانک‌ها در سید دارایی، بدهی، سود و زیان در سال‌های ۱۳۹۱-۱۳۹۲
اعظم احمدیان	MBRI-9223	تحلیل سهم از بازار بانک‌ها (۱۳۹۰-۱۳۹۱)
اعظم احمدیان	MBRI-9222	ارزیابی شاخص‌های سلامت بانکی، در بانک‌های ایران (۱۳۹۰-۱۳۹۱)
لیلا محرابی	MBRI-9221	تجربه بانک‌های توسعه‌ای در بحران اقتصادی جهان و تحولات پس‌انداز و سرمایه‌گذاری در اقتصاد جهانی
وهاب قلیچ، لیلا محرابی	MBRI-9220	وضعیت آماری موسسات مالی اسلامی برتر در جهان (با تأکید بر نقش بانک‌های ایرانی)
حجت تقی‌لو	MBRI-9219	پایداری تورم و عوامل موثر بر آن در اقتصاد ایران
دکتر محمداسماعیل توسلی و وهاب قلیچ	MBRI-9217	مالیات تورمی در ترازوی عدالت
رسول خوانساری، رضا پارمحمدی	MBRI-9216	مدیریت ثروت اسلامی
فرشته ملاکریمی	MBRI-9215	بررسی دیدگاه‌های فقهی پیرامون مسأله جبران کاهش ارزش پول
ماندانا طاهری، فرهاد نیلی	MBRI-9214	تحلیل عاملی نسبت‌های مالی بنگاه‌های صنعتی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران
رسول خوانساری، حسین میسمی، لیلا محرابی	MBRI-9213	صکوک کوتاه‌مدت و کاربردهای آن در بانکداری و مالی اسلامی
سید مهدی برکچیان، سعید بیات، هومن کرمی	MBRI-9212	جعبه ابزار پیش‌بینی تورم در اقتصاد ایران
حسین میسمی	MBRI-9211	محاسبه سود قطعی سپرده‌گذاران در بانکداری بدون ربا
اعظم احمدیان	MBRI-9210	ارزیابی عملکرد صنعت بانکداری در ایران (مقایسه سال‌های ۱۳۸۹ و ۱۳۹۰)
حمید قنبری	MBRI-9209	نگاهی به چارچوب قانونی، نهادی و نظارتی ورشکستگی بانک
اعظم احمدیان	MBRI-9208	تحلیل شاخص‌های عملکرد شبکه بانکی در تأمین مالی تولید
مصعب عبدالهی آرنای	MBRI-9207	بسترهای تشکیل منطقه بهینه پولی بین کشورهای سازمان همکاری اقتصادی (اگو)
حسین میسمی	MBRI-9206	حاکمیت شرکتی، نظارت و مقررات احتیاطی در موسسات مالی اسلامی: گزارش پنجمین روز مدرسه زمستانه بانکداری اسلامی
وهاب قلیچ	MBRI-9205	استانداردهای حسابداری و حسابرسی در موسسات مالی اسلامی: گزارش چهارمین روز مدرسه زمستانه بانکداری اسلامی
لیلا محرابی	MBRI-9204	مدیریت دارایی و بدهی در بانک‌های اسلامی: گزارش سومین روز مدرسه زمستانه بانکداری اسلامی
رسول خوانساری	MBRI-9203	مدیریت ریسک در بانک‌های اسلامی: گزارش دومین روز مدرسه زمستانه بانکداری اسلامی
فرشته ملاکریمی	MBRI-9202	اصول و مقررات شرعی در معاملات و تأمین مالی: گزارش اولین روز مدرسه زمستانه بانکداری اسلامی
حسین میسمی	MBRI-9201	تورم و جبران کاهش ارزش پول از دیدگاه اسلامی: گزارش هفتمین جلسه نقد پژوهش‌های بانکداری و مالی اسلامی
۱۳۹۱		
حسین میسمی	MBRI-9111	پولی کردن کسری بودجه از منظر اقتصاد اسلامی: گزارش ششمین جلسه نقد پژوهش‌های بانکداری و مالی اسلامی
فرشته ملاکریمی	MBRI-9110	مجموعه روایات ربا(بخش اول)
فرشته ملاکریمی	MBRI-9109	بررسی فقهی و حقوقی وثایق بانکی
فرهاد نیلی و مرضیه اسفندیاری	MBRI-9108	عوامل مؤثر بر استفاده خانوارهای شهری از انواع خدمات مالی
زهرا خوشنود	MBRI-9107	ضرورت معرفی رهنمود جدیدی در مدیریت ریسک نقدینگی با توجه به تحولات سیستم مالی در ایران
لیلا محرابی	MBRI-9106	ساختار بانکداری اسلامی در کشورهای اسلامی: نمونه موردی کشور مالزی
حسین میسمی	MBRI-9105	مفهوم‌شناسی ربا و بهره
وهاب قلیچ	MBRI-9104	تورق چیست؟
لیلا محرابی	MBRI-9103	چشم‌انداز اقتصاد اسلامی بر بحران مالی جهانی



نویسنده / نویسندگان	کد گزارش	عنوان
لیلا محرابی	MBRI-9102	وضعیت بانکداری اسلامی در کشورهای منطقه MENA
ایلناز ابراهیمی	MBRI-9101	بحران یورو؛ ریشه های پیدایش و سناریوهای آینده
۱۳۹۰		
حسین قضاوی، حسین بازمحمدی	MBRI-9008	عملیات بازار باز در چارچوب بانکداری بدون ربا (تابستان ۱۳۹۰)
فرهاد نیلی	MBRI-9007	کتاب‌شناسی اقتصادی ریاضی (پاییز ۱۳۹۰)
سید صفر حسینی	MBRI-9006	برآورد قدرت بازاری در شبکه بانک‌های دولتی ایران (بهار ۱۳۹۰)
ابوالفضل اکرمی، پیمان قربانی	MBRI-9005	جنبه‌های اساسی تغییر واحد پول ملی؛ تجربه ونزوئلا (تابستان ۱۳۹۰)
حسین معصومی، محمد روشن‌دل	MBRI-9004	اصول اساسی اثربخشی نظام‌های بیمه سپرده (تابستان ۱۳۹۰)
زهرا سلطانی، زهرا خوشنود، طاهره اکبری آلاشتی	MBRI-9003	ساز و کارهای تأمین مالی شرکت‌های کوچک و متوسط (بهار ۱۳۹۰)
وهاب قلیچ	MBRI-9002	بانکداری اخلاقی در جهان (بهار ۱۳۹۰)
حسین قضاوی	MBRI-9001	مالیات تورمی دلار (بهار ۱۳۹۰)
۱۳۸۹		
علی حسن‌زاده، اعظم احمدیان	MBRI-8911	بورس اوراق بهادار در ایران و برخی کشورهای منتخب
امیر حسین امین آزاد، حسین معصومی	MBRI-8910	قانون بانک مرکزی فدراسیون روسیه
مهدی منجمی	MBRI-8909	سیاست‌های پولی و قیمت نفت
هادی حیدری، زهرا زواریان، ایمان نوربخش	MBRI-8908	مدیریت نقدینگی و جوه نقد صندوق شعب با استفاده از مدل انتشار
لیلا محرابی	MBRI-8907	مصوبه تشکیل مراکز خدمات سرمایه‌گذاری استانی
مهشید شاهچرا	MBRI-8906	بررسی برنامه پنجم توسعه کشور
طاهره اکبری آلاشتی	MBRI-8905	آیین‌نامه اجرایی حمایت از صادرکنندگان خدمات فنی و مهندسی
ترانگ بوی، تامیم بایومی، مترجم: سوفی بیگلری	MBRI-8904	اثر خارجی بحران های مالی آمریکا و انگلستان بر دیگر نقاط جهان
پرستو شجری	MBRI-8903	نقش یوآن در موفقیت تجاری چین
مجید صامتی، سعید دائی کریم زاده، لیلا نیلفروشان	MBRI-8902	ادوار تجاری و آزمون علیت گرنجر
حسین میسمی، محسن عبدالهی، مهدی قائمی اصل	MBRI-8901	امکان‌سنجی فقهی-اقتصادی استفاده از نهاد وقف در تأمین مالی خرد اسلامی



پژوهشکده پولی و بانکی

بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران

تهران: میدان آرژانتین، ابتدای بزرگراه آفریقا، پلاک ۱۰
کدپستی: ۱۵۱۴۹۴۷۱۱۱ صندوق پستی: ۷۹۴۹-۱۵۸۷۵

www.mbri.ac.ir