

سیستم نرخ ارز در اقتصادهای دارای بازار نوظهور*

به کشورهای دارای اقتصاد نوظهور توصیه می‌شود که رژیم ارزی را در حد نهایی آن انتخاب کنند. این انتخاب شامل «شناور کاملاً آزاد یا نرخ کاملاً تثبیت شده» خواهد بود.

یکی از مباحثی که به غلط رایج می‌باشد، این اعتقاد و باور در اذهان برخی است که چون نظام‌های قدیمی ارزی در کشورهای با بازار نوظهور به شکست انجامیده، بنابراین، نظام ارزی دیگری، متفاوت از رژیم گذشته، مشکل آنها را حل می‌کند. بنابراین، هدف اصلی این گزارش بررسی این موضوع است که رژیم‌های ارزی در کشورهای متفاوت و طی دوره‌های مختلف، تفاوت خواهند داشت.

بنابراین، قانون و راه‌حل ساده‌ای برای این کار وجود ندارد. به‌هرحال، هر سیستم ارزی که انتخاب شود، ضمن این که مزایا و نقایصی را به همراه داشته، می‌باید توسط سیاست‌های اقتصادی حمایت شود. کشورهای بحرانزده هم می‌بایست از تجارب حاصله استفاده کنند و نباید تصور کنند که اگر نوعی از نظام ارزی دچار شکست شد، نوع دیگر آن خالی از اشکال خواهد بود. این یک واقعیت مسلم است که در کشورهای مانند تایلند، اندونزی و کره (که در عمل دارای سیستم نرخ‌های ارز ثابت بودند) هر چند

که این سیستم در زمان مناسب درجه بالایی از ثبات را فراهم نمود، اما در زمان بحران و فشار ارزی نتوانست دوام بیاورد. تجربه روشن در این قضیه این است که چنین رژیم‌های ارزی در طی بحران به خوبی

رژیم‌های ارزی در کشورهای متفاوت و طی دوره‌های مختلف، تفاوت خواهند داشت و قانون و راه‌حل ساده‌ای برای این کار وجود ندارد.

عمل نمی‌کنند. برخی دیگر از تحلیلگران این نکته را تأکید کرده‌اند که کشورهایی مانند هنگ‌کنگ و آرژانتین، با برخورداری از نظام ارز ثابت، به‌طور جدی توانسته‌اند در مقابل فشارها مقاومت کنند و با سقوط نظام ارزی مواجه نشوند. تعداد دیگری از کارشناسان بازار هم به این نتیجه رسیده‌اند که کشورهایی مانند چین و هند نرخ برابری ارزها را با بکارگیری کنترل سرمایه توانسته‌اند حفظ کنند. بنابراین، نقش کنترل سرمایه در بررسی رژیم‌های ارزی مهم تلقی می‌شود. تلاش مقاله حاضر نیز جمع‌آوری مطالعات و تجربه‌های مختلف در این زمینه می‌باشد.

این موارد، به تجارب حاصله در رابطه با نرخ‌های ارز می‌پردازیم:

۱- علت تغییرات نرخ واقعی ارز نمی‌تواند توسط بنیان‌های اقتصادی بیان شود، مثلاً آندونزی با نرخ ارزی که فقط به میزان $\frac{1}{8}$ کمتر از ارزش واقعی آن قرار داشت، در سال ۱۹۹۷ به میزان $\frac{4}{8}$ ارزش آن سقوط کرد و دچار بحران شد. چون معامله‌گران در بازارهای ارزی میل دارند که کورکورانه از دیگران دنباله‌روی کنند، در نتیجه، وقتی نرخ پولی شروع به نوسان می‌کند، در آن صورت، محدودکردن تغییرات نرخ ارز به مقدار کم دشوار می‌شود.

۲- آثار سرریز (Contagion) بحران نیز خود به‌عنوان یک مشکل مطرح است. اگرچه عاملان بازارها در بلندمدت بین بازارها تفاوت قایل می‌شدند، لیکن در کوتاه‌مدت، بحران ارزی از یک کشور به کشور دیگر سرایت می‌کند.

۳- تعداد اندکی از عوامل بازار تمایل دارند که موضع‌گیری ارزی‌شان در بازارهای نوظهور مغایر با سایر معامله‌گران باشد. بنابراین، تعداد کمی از سوداگران برای برقراری ثبات بازار وجود دارند، لذا نرخ‌های ارز دچار تغییرات زیادی می‌شوند. به‌علاوه، با توجه به نوسانات شدید این نرخ‌ها، معدودی از معامله‌گران حاضر هستند که ریسک تثبیت معامله سوداگرانه را بپذیرند. از سوی دیگر، فقدان معامله‌گرانی با موضع ارزی مخالف بازار، می‌تواند بازتابی از فقدان اطلاعات در مورد وضعیت اقتصادی کشورهای دارای بازار نوظهور باشد که می‌بایست برای این مسأله راه‌حل مشخص پیدا کرد. اما در اغلب مواقع، این مشکل به صورتی



▲ نظام شناوری کامل نرخ ارز نیز جذابیت‌هایی دارد.

چه درس‌هایی از بحران‌های اخیر آموخته‌ایم؟ بحران‌ها به عنوان ابزاری در دست افراد مختلف به‌منظور مطرح کردن نظریات آنها در مورد عملکرد فعلی و آینده اقتصاد جهان مورد استفاده قرار گرفته است. مطابق معمول، این استدلال‌ها با انگیزه‌های مختلف بیان شده و هر یک نیز از تحلیل‌های جداگانه‌ای برخوردار می‌باشند. هر تحلیلگر حساسی می‌داند که بحران علت‌های مختلفی داشته و معرفی یک عامل به‌تنهایی بعید است که بتواند ما را به سمت یک تحلیل بین‌المللی جامع هدایت کند. با توجه به

* سخنرانی آقای استفان گرانویل، قائم‌مقام بانک مرکزی استرالیا.

حاد و عمیق درآمده و حل آن با دشواری روبرو خواهد بود. چنین وضعیتی را تا حدودی می‌توان از مبهم‌بودن الگوی نرخ ارزی نسبت به وضعیت بنیانی اقتصاد تلقی کرد، همینطور کسب اطمینان و اعتبار سیاست‌های اتخاذشده نیز تنها در طول زمان قابل جبران خواهد بود.

۴- مرحله انتقال از نظام‌های کنترل‌شده به سمت نظام‌های آزاد مالی، یک دوره آسیب‌پذیر بوده و اگرچه زمانبندی و مرتبه‌بندی مناسب مراحل آزادسازی می‌تواند در این مورد مؤثر باشد، اما ایجاد ساختار لازم در زمان کوتاه دشوار است.

۵- جریان گسترده سرمایه (به صورت ورودی قبل از بحران و خروج سرمایه بعد از آن) یک عامل تعیین‌کننده بوده است. به‌عنوان مثال، در تایلند جریان ورود سرمایه در سال ۱۹۹۶ مقدار ۱۳ درصد تولید ناخالص داخلی این کشور را تشکیل می‌داد. بنابراین، در انتخاب نوع نظام ارزی نه‌تنها می‌بایست به مسایل حساب جاری توجه کرد، بلکه تحرک چشمگیری که در جریان سرمایه و همبستگی بازارهای مالی وجود دارد نیز باید در مدنظر قرار گیرد.

انتخاب رژیم ارزی

برخی از تحلیلگران مشهور از بحران آسیا نتیجه‌گیری کردند که کشورهای بحران‌زده می‌بایست یا سیاست تثبیت مطلق و یا شناور کاملاً آزاد را انتخاب کنند. بنابراین، مباحث ادبیات جدید مربوط به هجوم سوداگرانه، تعادل چندجانبه (Multiple Equilibria) و خطر اخلاقی از بسیاری جهات در واقع، قالب جدیدی برای همان مباحث قدیمی است. البته یک عامل واقعاً جدید نیز اخیراً به ترکیب قالب قبلی افزوده شده است. این عامل (نظریه) همان راه‌حل حاشیه‌ای است که کشورها می‌بایست انتخاب کنند، زیرا آنها مختار به انتخاب رژیم انعطاف‌پذیر کامل از یک سو، و یا تعهد اساسی شدید به نرخ ثابت ارز براساس حجم نقدینگی متناسب با ذخایر ارزی و یا اتحاد کامل پولی یا دلار یا یورو می‌باشند. البته این نظریه نیز وجود دارد که دیگر نظام حدوسط بین این دو

آنچه منطق حکم می‌کند، تا حدودی با تجزیه و تحلیل‌های متون درسی سنتی در مورد انتخاب نظام ارزی متفاوت است، زیرا...

انتخاب امکان‌پذیر نمی‌باشد. بنابراین، محدوده ارزش‌های هدف، خزنده، سید ارزی مرتبط و نظام ارزی مرتبط - قابل تعدیل یا راه فرار ضمنی - درحقیقت، یک راه‌حل نامتناسب خواهد بود. نشریه اکونومیست نیز در سال ۱۹۹۹ به این قضیه به صورت خلاصه اشاره کرده است که: اکنون بیشتر افراد عضو فرهنگستان علوم اعتقاد دارند که تنها راه‌حل‌های قاطع می‌تواند کارساز باشد، چه به صورت نظام ارزی شناور آزاد یا نظام مرتبط شدید (از طریق حجم مناسب نقدینگی با ذخایر ارزی یا در شکل بهتر اتحادیه پولی).

البته آنچه منطق حکم می‌کند، تا حدودی با تجزیه و تحلیل‌های متون درسی سنتی در مورد انتخاب نظام (سیستم) ارزی متفاوت است، زیرا نظریات جدید در ارتباط با بی‌ثباتی جریان‌ات سرمایه و خطر ایجاد حملات سوداگرانه به صورت خودکار (Self-fulfilling) پاسخ و راه‌حل ارائه می‌دهند، به طوری که هر دو نظام تثبیت شدید نرخ ارز و شناور آزاد در مقابل حملات سوداگرانه تا حد قابل قبولی مصونیت دارند. در نظام کاملاً ثابت ارزی (Fixed End) تأکید بر قابلیت اعتبار آن بوده و به نحو غیرقابل‌برگشتی از اجزای نظام ارزی محسوب می‌شود. بنابراین، منافع آن در قالب نقدینگی متناسب ذخایر ارزی و نهایتاً به نوعی نرخ ارز به دلار تثبیت می‌شود، اما از سوی دیگر، نظام شناوری کامل ارز نیز به علت آن که می‌تواند در مقابل حملات سوداگران بازار (یا جریان بی‌ثباتی سرمایه) بدون سقوط نظام ارزی مقاومت کند، جذابیت دارد.

با توجه به عمق و پیچیدگی مباحث موافقان و مخالفان رژیم‌های مختلف ارزی، عقاید طرفداران نظام ثابت در واقعیت به نظر می‌رسد، زیرا آنها معتقدند که اگر موج حملات بازار به رژیم نرخ ثابت با موفقیت همراه باشد، در آن صورت، این نظام به اندازه کافی قوی است، اما در صورت حملات سوداگرانه به نرخ‌های شناور ارز، تا زمانی نظام ذریعاً مصونیت دارد که مقامات پولی بتوانند تغییرات نرخ را تا حد زیادی تحمل کنند. اگر چنین حمایت‌هایی کمک به انتخاب نظام ارزی نکنند، می‌بایست به‌عنوان مسایل تخصصی‌تر با اولویت بالا بررسی شود، به‌ویژه از این دیدگاه که چرا منافع رژیم‌هایی که در حد میانی طیف نظام‌های مختلف ارزی وجود دارند، نادیده گرفته می‌شود. در آن صورت، پدیده به‌عنوان بخشی از

نظریات بیش از سایر مسایلی است که در مورد رژیم ارزی می‌بایست مورد توجه قرار گیرد. اما به صورت اخص، این سوال مطرح است که چرا مزایای رژیم‌های معتدل ارزی (یعنی در حد وسط نظام‌های ارزی) از اهمیت کمتری برخوردارند؟ یکی از نظریات ناقص در حمایت از حذف راه‌حل میانه تحت عنوان مثلث غیرممکن (Impossible Trinity) اینست که به صورت همزمان نمی‌توان بازار باز سرمایه، نرخ ثابت ارز و سیاست مستقل پولی داشت. اگرچه مثلث غیرممکن مربوط به سیستم نرخ ثابت ارز است، لیکن ما می‌توانیم حالتی را در نظر بگیریم که یک کشور دارای سیستم نرخ ارز مدیریت شناور شده، به همراه سیاست پولی تا حد قابل‌قبولی مستقل بوده و حساب سرمایه باز و آزاد می‌باشد. بنابراین، بحران آسیا (در سال ۱۹۹۷) را باید به سیستم نرخ ارز ثابت نسبت دهیم که ذخایر ارزی بیهوده مصرف می‌شود. البته هنوز این بحث به نتیجه قطعی در بازارهای نوظهور نرسیده است، زیرا اندونزی از نرخ برابری ارزی خود در مقابل فشار بازار دفاع نکرد و هنوز هم از نتایج خیلی جدید ناشی از سقوط ارز خود بیشترین صدمه را دیده است.

آیا یک کشور - به‌طور کلی - می‌تواند خود را از خطرات بی‌ثباتی نرخ ارز محافظت کند؟

عوامل متغیر این جریان در مقابل رژیم ثابت، اما قابل‌انعطاف دو مورد هستند:

الف - وضعیت تثبیت ارز ممکن است که وام‌گیرندگان را به اعتماد بیش از حد نسبت به خروج وام‌های برحسب ارز خارجی تشویق کند.

ب - وقتی که ارزی در بازار تحت فشار قرار می‌گیرد، همان حالتی را ایجاد می‌کند که مردم به یک بانک برای پس‌گرفتن پول‌هایشان هجوم می‌آورند (Bank Runs). در آن صورت، سرمایه‌گذاران حساب‌های خود را قبل از فروپاشی احتمالی بانک تسویه کرده و در عین حال، انگیزه‌ای برای مسوولان پولی جهت جلوگیری از هجوم به سوی بانک‌ها ایجاد می‌شود.

هرچند که دستورالعمل برای مواجهه با این شرایط به‌نظر ساده می‌آید، اما حل این مشکل ساده نخواهد بود. به‌علاوه، تنها تعداد انگشت‌شمار از

رابطه، می‌توان تقویت دلار آمریکا را به میزان ۹۰ درصد در مقابل ین در نیمه اول دهه ۱۹۸۰ ذکر نمود که خاتمه این روند تا سال ۱۹۸۸ به طول انجامید. همینطور، ین در ژاپن تا حدود ۷۵ درصد در مقابل دلار طی نیمه اول دهه ۱۹۹۰ تقویت شد و سیر تقویت آن در سال ۱۹۹۸ خاتمه یافت.

با توجه به چنین تجاربی، متون اقتصادی مرجع در رابطه با شناوری آزاد ارز و تنظیم نرخ‌های بهره منحصرأ برای نیازهای اقتصاد داخلی (آزادسازی بی‌خطر = Benign Neglect) مناسبی نخواهد داشت. در واقع، نرخ ارز به صورت روزمره عاملی برای تنظیم نرخ‌های بهره می‌باشد. بسیاری از کشورها در بازار ارز (حتی به صورت اتفاقی) مداخله کرده و در این صورت، با زیرکی عاقلانه (بدون آن که از نرخ خاصی دفاع کنند) می‌توانند در اغلب موارد مؤثر واقع شوند.

مشکلات مربوط به تعدیل نظام ارزی در کشورهای نوظهور

در صورتی که تمام مشکلات از بی‌ثباتی و عدم‌آرایش صحیح نظام ارزی ناشی شده باشد، ابعاد این مشکلات در کشورهای دارای بازار نوظهور و با مشخصه‌های زیر شدت خواهد یافت:

۱- بنیان‌های تجاری آنها نامشخص است.

۲- تجربه تاریخی چندانی در تنظیم نرخ ارز توسط نیروهای بازار آزاد ندارند.

۳- ساختار تولید آنها به سرعت در حال تحول می‌باشد.

۴- تعداد کمی از واسطه‌گران ارزی وجود دارند که به شیوه فریدمن در بازار عمل می‌کنند.

۵- با توجه به وسعت و حجم بازار سرمایه داخلی و به‌طور کلی، وضعیت اقتصادی این کشورها، جریان سرمایه عموماً از وسعت و بی‌ثباتی بیشتری برخوردار است.

و بالاخره، در رأس مسایل مطرح‌شده، شواهد و دلایلی از سوی هاستون من (سال ۱۹۹۹) به این مضمون وجود دارد: کشورهای آمریکایی لاتین که

سوداگرانه بازار نمی‌تواند موجب انحراف آن از وضعیت تعادل شود. از سوی دیگر، فریدمن (در سال ۱۹۵۳) بر این باور بود که بی‌ثباتی در نرخ‌های ارز، عارضه‌ای از بی‌ثباتی در وضعیت ساختار اقتصادی می‌باشد و همینطور می‌افزاید که «نظام انعطاف‌پذیر» الزاماً به معنی وضعیت بی‌ثبات نرخ‌های ارز نیست، و اگر بی‌ثباتی وجود داشته باشد، فقط در مراحل اولیه خواهد بود، زیرا هنوز زمینه بی‌ثباتی در اقتصاد وجود دارد.

جمع‌بندی تجارب عمومی

در عمل، تجارب عمومی را به صورت زیر می‌توان جمع‌بندی کرد:



▲ آیا به جز انعطاف‌پذیری کامل، یا اتحاد کامل پولی یا دلار یا یورو، راه دیگری وجود ندارد؟

۱- نرخ‌های اسمی ارز در مقیاس وسیع با نرخ‌های واقعی ارز همبستگی دارند.

۲- انتقال از نظام ثابت نرخ ارز به سمت نرخ‌های شناور، تغییرات بیشتری را ایجاد می‌کند (قانون مقیاس بالاتر) حتی اگر بنیان‌های اقتصادی به همان اندازه تغییرات نداشته باشند (فلود و رز / ۱۹۹۹).

۳- بنیان‌های اقتصادی نمی‌توانند رفتار (روند) نرخ‌های ارز را در چشم‌انداز کوتاه‌مدت یا بلندمدت توجیه و تشریح کنند.

۴- در حالی که نرخ‌های ارز طی دوره زمانی نوسان‌های شدیدی را از خود نشان داده‌اند، اما با توجه به این که تغییرات عمده‌ای در بنیان‌های اقتصادی رخ نداده، چنین تحولاتی توجیه‌پذیر نخواهد بود. در این

کشورها محدودیت‌های ناشی از برقراری نسبت بین حجم انتشار پول متناسب با ذخایر ارزی (Currency Board) یا از دست‌دادن حق حاکمیت در نتیجه دلاری شدن پول ملی را از نظر سیاسی خوشایند تلقی می‌کنند. هرچند که کشورهای کوچکتر با طرف‌های مناسب تجاری که ارز خود را به آنها مرتبط کرده‌اند (Pegging Partner) ممکن است این راه‌حل‌ها را منطقی و متغیر بدانند، اما صرف‌نظر از وضعیت خاص پول واحد اروپایی (یورو) کشورهای متوسط در صورتی که با محدودیت‌های اجباری در انتخاب خود مواجه باشند، تنها به سمت نظام ثابت ارز (با ضوابط شدید) جذب خواهند شد. در این حالت، تطبیق شرایط این

کشورها با اقتصاد داخلی بسیار دشوار خواهد بود، زیرا وقتی که قیمت‌های نسبی از طریق تعدیل نرخ‌های ارز تغییر نیابد، در آن صورت، قیمت‌های داخلی می‌بایست تعدیل شوند. حتی کشورهای دارای نظام فوق‌العاده انعطاف‌پذیر ارزی مانند هنگ‌کنگ نیز چنین تعدیلاتی را دشوار تلقی می‌کنند، به‌ویژه که در طی بحران آسیا کشورهایایی با وسعت کره نیز دچار افت تولید ناخالص داخلی شدند. در آرژانتین، انتخاب نظام ارزی ثابت مطلق هرچند که سیاست صحیح بوده، اما در عین حال، این اقدام قطعاً دشوار خواهد بود.

اگر نظام‌های کاملاً ثابت نتوانند انواع تعدیلات مورد نیاز نهادهای اساسی اقتصاد را اعمال کنند، در آن صورت، نظام شناور آزاد در قطب مخالف آن تنوع بیشتری را که نهادهای اقتصاد لازم دارند، فراهم می‌سازد.

در طی سی سال گذشته، دیدگاه‌های مربوط به عملکرد واقعی نظام شناور با توجه به تجارب حاصله تغییر کرده است. طرفداران اولیه آن مطمئن بودند که نظام مذکور ضمن یقینات بودن، بازتابی از بنیان‌های اقتصادی کشور مربوطه خواهد بود. هری جانسون طی کتاب خود در سال ۱۹۷۳ با اطمینان ابراز می‌دارد که نظام انعطاف‌پذیر تا زمانی که شرایط اقتصادی (شامل سیاست‌های دولت) ثابت باقی بماند، فعالیت‌های

نظام شناور ارز را انتخاب کردند، دچار تغییرات شدیدتر در نرخ‌های بهره نسبت به کشورهای با نظام ثابت شدند. درحقیقت، آنها قادر به هدایت سیاست پولی برای پاسخگویی به نیازهای داخلی نبودند و از آن برای دفاع از ارزش پول خود استفاده کردند.

اما مسأله اصلی که اقتصادهای دارای سیستم نرخ نوظهور شناور آزاد با آن مواجه هستند، همانا چگونگی رفتار نرخ ارز در صورت ورود جریانات بی‌ثبات سرمایه است که بازارهای فوق در دهه ۱۹۹۰ تجربه کردند. به نظر می‌رسد که در زمان مقتضی این جریان سرمایه برای بسیاری از کشورها (اگرچه همه آنها) که در دهه ۱۹۹۰ از آن برخوردار بودند، مجدداً از سرگرفته خواهد شد. این جریان، تحت تأثیر دو عامل قدرتمند قرار دارد: اولین عامل، تمایل به متنوع‌ساختن حجم زیادی از سرمایه‌گذاری‌ها توسط مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری در آمریکا و اروپا می‌باشد، زیرا نسبت دلاری‌های خارجی آنها کاملاً پایین‌تر از نقطه مطلوب قرار دارد. دومین عامل مؤثر، دورنمای سود بالا در بازارهای نوظهور آسیایی است که به‌طور طبیعی موجب جذب سرمایه‌ها می‌شود.

مسئله صرف وقت برای این که بتوانیم نقاط دشوار کار را پیدا کنیم، ارزش خواهد داشت. در مبحث نرخ ارز به صورت استاندارد، نرخ ارز به‌وسیله تحولات آن در بخش واقعی اقتصاد تعیین شده و جریانات سرمایه نقش دوم را ایفا می‌کنند، زیرا در برخی موارد این جریان به‌عنوان عامل باقیمانده از قبل موجب همراه کردن تحلیلگران می‌شود. به‌طور ضمنی، جریان آماده‌ای از عرضه سرمایه جهانی وجود دارد، به نحوی که وضعیت حساب جاری به‌وسیله مانده پس‌انداز یا سرمایه‌گذاری تعیین شده و حساب سرمایه به‌عنوان پارامتر مکمل آن را تأمین مالی خواهد کرد. به‌علاوه، با پیش‌فرض در مورد این که عرضه وجوه سوداگران به بازار، نقش تثبیت‌کننده آن را دارد، در صورت ایجاد هرگونه شکاف عمده بین وضعیت بازار و بنیان‌های اقتصادی، فوراً تحت کنترل درخواهد آمد. الگوی استاندارد برای واردکردن عامل تشکیل جریانات سرمایه در تجزیه و تحلیل فعلی به‌عنوان نظریه تعادل پرتفوی معروف بوده که عامل اصلی تغییرات در تفاوت نرخ‌های بهره این کشورها را برعهده دارد. با وجود این، تفاوت در نرخ بهره (معمولاً بازتاب وضعیت دوره‌ای بوده) جریانات سرمایه حدی خواهد بود که بتواند نرخ ارز را تقویت کند، به نحوی که بازدهی

موردانتظار در سطح بین‌المللی از طریق دورنمای روند معکوس نرخ‌های ارز متعادل شود (البته همراه با تعدیل مقدار ریسک). نرخ‌های بالاتر ارز به افزایش کسری حساب جاری نیز کمک کرده که درواقع، بخش مکمل برای انتقال واقعی جریان ورودی مالی بشمار خواهد رفت.

مسئله اصلی اقتصادهای دارای سیستم نرخ نوظهور شناور آزاد، همانا چگونگی رفتار نرخ ارز در صورت ورود جریانات بی‌ثبات سرمایه است.

در چنین شرایطی، نرخ ارز چگونه رفتار می‌کند؟ تفاوت‌های نرخ واقعی بهره مثلاً ۳ درصد، می‌تواند برای یک دهه یا بیشتر ادامه یابد. در صورتی که چنین ارقامی واقع‌بینانه باشد، الگوی مربوط به ماژاد یا کسری پرتفوی نشان می‌دهد که نرخ ارز می‌بایست ابتدایه‌ساکن حدود ۳۰ درصد تقویت شود (این مقدار تجارت کالا و خدمات را به‌شدت غیررقابتی می‌سازد). قبل از آن که به مقدار ۳ درصد در طی دوره ۱۰ ساله بعدی تضعیف شود. بنابراین، نوسان شدید بالقوه در نرخ‌های ارز - حتی اگر در قالب یک مدل صحیح باشد - برای بازارهای نوظهور شدت بیشتری خواهد داشت. علاوه بر این، موضوع انتظارات غیرعادی و حتی تقلید کورکورانه از دیگران و بیشتر از همه آنها، هزینه ریسک را که موجب بدبینی یا خوشبینی نسبت به بازار می‌شود، باید در نظر داشت. نیروی بالقوه بی‌ثبات‌کننده و تداوم آرایش غلط ارزی در دو جهت نیز از عوامل بی‌ثباتی خواهند بود. حداقل این نظریه هم دور از ذهن نخواهد بود که نرخ ارز از برآیند جریان پرتفوی که در اثر تقویت ارز (که به‌دنبال تضعیف نرخ آن) ایجاد می‌شود، پیروی می‌کند. البته این جریان مانع تغییرات گسترده و غیرواقعی شدن نرخ برابری ارز در طی دوران انتقال نخواهد بود.

جای تعجب نیست که در شرایط امروز جهان، کشورهای درصدد محدودکردن میزان نوسانات نرخ ارز برآیند. آنها در تلاش برای مقاومت در مقابل تقویت نرخ ارز در طی دوره‌ای که جریان عظیم سرمایه تا حدودی به‌خاطر بیش‌بینی (تجربیات ژاپن در طی دهه ۱۹۶۰ و ۱۹۵۰ به آن کمک کرد) در مورد قابلیت رقابت بین‌المللی و علامت‌های قیمتی که

منافعی را برای بیشترین بخش‌های پویای اقتصاد جامعه - یعنی کالای تجاری به‌ویژه صادراتی - فراهم ساخت.

شاید موردی که هنوز هم حایز بیشترین اهمیت است، جریان گسترده ورود سرمایه است که بی‌ثباتی دورانی را ایجاد می‌کند. در حالی که جریان ورودی سرمایه عظیم می‌باشد، افزایش ارزش پول داخلی، هزینه استقراض به ارز خارجی را کاهش داده و در عین حال، استقراض بیشتر را تشویق می‌کند. در وهله اول، بروز نشانه حاکی از تضعیف جریان ورودی یا نرخ ارز موجب می‌شود که وام‌گیرندگان داخلی در معرض ریسک اعتباری بیشتر قرار گرفته (به صورت ملموس) و وام‌دهندگان آنها تقاضای پس‌گرفتن وجوه خود را نمایند. این امر از جمله ویژگی‌هایی است که در هجوم غیرعادی مردم به بانک‌ها برای استرداد سپرده‌ها وجود دارد. در صورتی که اعتماد عمومی همچنان برقرار باشد (در این حالت، نرخ ارز باثبات خواهد بود) بنابراین، پس‌گرفتن وجوه مردم اتفاق نخواهد افتاد، و در صورتی که اعتماد عمومی تضعیف شود در آن صورت، یک جریان خودکار آن را تشدید می‌نماید.

البته بی‌ثباتی خودجوش به آسانی برطرف نمی‌شود. برخی از صاحب‌نظران راه‌حل این پدیده را پوشش خطرات نرخ ارز عنوان نمودند. اما سوالی که مطرح می‌شود، این است که آیا یک کشور به‌طور کلی، می‌تواند خطرات مذکور را پوشش دهد؟ از سوی دیگر، یک شخص می‌تواند خطر را به طرف دیگر انتقال دهد، اما یک کشور - در نهایت - تنها در صورتی می‌تواند خطر نرخ ارز خود را پوشش دهد که بتواند خارجیان را به قبول خطرات نرخ ارز به‌همراه وام‌دهی به پول ملی ترغیب کند. حتی اگر این هدف نیز حاصل شود، یکی از طرف‌های معامله سرمایه خارجی - چه وام‌گیرنده چه وام‌دهنده - در معرض خطر (نوسان) ارز خارجی بوده و انگیزه برای به‌هم‌زدن معامله در صورت بروز خطر نیز وجود دارد. در شرایط بی‌ثباتی اقتصاد جهانی، جای تعجب نخواهد بود که کشورها در مقابل فشار ناشی از افزایش ارزش پول ملی خودشان در اثر جریان ورود سرمایه مقاومت کنند، زیرا آنها با دلایل قابل توجیه احتمال می‌دهند که این وضعیت آنها را در مراحل بعدی در مقابل کاهش ارزش پول ملی داخلی آسیب‌پذیر سازد.

به نقل از بولتن مالی و اقتصادی بین‌المللی / دایره صندوق بین‌المللی پول.