

انتخاب رژیم ارزی^۱

مترجم: مریم همتی*



اتخاذ رویکردی نوین برای پاسخ‌گویی به پرسشی دیرینه:

آیا کشورها بایستی رژیم ارزی ثابت یا شناور و یا رژیمی بین این دو را انتخاب کنند؟

کشورها به دلیل اینکه دیگر ملزم به تثبیت نرخ‌های ارز خویش تحت نظارت صندوق بین‌المللی پول نیستند، برای انتخاب رژیم ارزی مناسب (ثابت، شناور یا میانه) نیاز به مبنای دقیقی دارند. در طول دهه گذشته، صندوق بین‌المللی پول در راستای اهداف نظارتی خویش، سه پژوهش تحلیلی مهم در سال‌های ۱۹۹۹، ۲۰۰۳ و

انتخاب یک رژیم ارزی مناسب، همواره در محافل دانشگاهی و سیاستگذاری به‌عنوان یک سؤال مهم در اقتصاد بین‌الملل مطرح بوده است. بعد از فروپاشی نظام برتون وودز در اوایل دهه هفتاد میلادی و اتخاذ اصلاحیه دوم توافقنامه صندوق بین‌المللی پول، کشورهای عضو توانستند رژیم ارزی خود را آزادانه انتخاب کنند.

* کارشناس ارشد پژوهشی، گروه پولی و ارزی، پژوهشکده پولی و بانکی.

رژیم ارزی شناور را برگزیدند. تعدادی از کشورهای پیشرفته نیز موفق به اتخاذ هر دو نظام ارزی شدند، به طوری که کشورهای عضو بلوک یورو، رژیم اکیداً تثبیت‌شده را اتخاذ کردند و اتحادیه پولی تشکیل دادند، لیکن نوسان یورو در برابر نرخ ارز کشورهای غیرعضو را آزاد گذاشتند.

از طرف دیگر، عدم کارایی دستورالعمل دوقطبی تنظیم‌شده برای بازارهای نوظهور دیری نپایید. فروپاشی رژیم اکیداً تثبیت‌شده آرژانتین در سال ۲۰۰۲ (اتخاذ هیأت پولی، وابستگی میزان انتشار پزو به موجودی دلار نزد بانک مرکزی) این نظام را مورد تردید قرار داد.

ترس از شناورسازی نرخ ارز

در تحقیق انجام‌شده در سال ۲۰۰۳ از سوی صندوق بین‌المللی پول از طبقه‌بندی عملی^{۱۴} رژیم‌های ارزی استفاده شده است. این طبقه‌بندی به جای اینکه مبتنی بر تعهدات رسمی و قانونی بانک مرکزی باشد بر عملکرد واقعی آنها استوار است. نتایج این مطالعه حاکی از آن بود که رژیم‌های ارزی تثبیت‌شده، منافع اندکی بر حسب عملکرد رشد یا تورم، برای بازارهای نوظهور به همراه داشته‌اند. با توجه به احتمال بروز بحران‌های ارزی یا مالی بر اثر اتخاذ رژیم تثبیت‌شده، بنا به مطالعه یادشده، کشورهای دارای بازارهای نوظهور و کشورهای در حال توسعه می‌بایست پس از یکپارچگی مالی، رژیم ارزی شناور را اتخاذ نمایند.

به دلیل اینکه بانک‌های مرکزی این کشورها نمی‌توانستند نسبت به ارزش پول داخلی بی‌تفاوت باشند، عملاً تعداد اندکی از آنها به پیروی از این سیاست تمایل نشان دادند. با کاهش ارزش پول، بانک مرکزی نگران تورم وارداتی و همچنین اثر تنزل ارزش پول بر گیرندگان وام‌های ارزی می‌شود که به ناگاه با افزایش هزینه بازپرداخت وام مواجه شده‌اند. از طرف دیگر، زمانی که ارزش پول داخلی افزایش می‌یابد، قدرت رقابتی صادرات کاهش می‌یابد.

به دلیل اینکه افزایش یا کاهش ناگهانی ارزش پول داخلی یا به طور کلی بی‌ثباتی ارزش پول ممکن است برای کشورهای در حال توسعه و دارای بازارهای نوظهور زیان‌آور باشد، هراس از شناور شدن ارز در میان این کشورها شایع‌تر است. در میان کشورهای پیشرفته نیز، کشورهای عضو منطقه یورو با تثبیت تغییرناپذیر ارزش پول خویش از طریق اتحادیه پولی در برابر نرخ ارز شرکای اقتصادی و تجاری خویش، از بی‌ثباتی آن جلوگیری می‌کنند.

به طور خلاصه، دستورالعمل دو قطبی، اتخاذ رژیم‌های میانه (شامل تثبیت‌های ساده) را ممنوع ساخت و همچنین فروپاشی هیأت

دستیابی به نرخ تورم مناسب به واسطه اتخاذ رژیم تثبیت‌شده بیشتر به اعتبار تعهدات رسمی بانک مرکزی به حفظ برابری ارزش بستگی دارد تا به مداخلات این بانک در بازار ارز

۲۰۰۹ بر روی رژیم‌های ارزی انتخاب‌شده توسط کشورها انجام داده است (به ترتیب توسط موسی^۲ و دیگران، راگاف^۳ و دیگران، گاش^۴ و دیگران). این مطالعات بر اساس تعاریف تجربی موجود در داخل و خارج از صندوق بین‌المللی پول انجام گرفته است (گاش و دیگران، ۱۹۹۷؛ گاش، گالد و ولف، ۲۰۰۲؛ لوی بیاتی و استارزنگر، ۲۰۰۳؛ راینهارت و راگاف، ۲۰۰۴). این بررسی‌ها کشورهای عضو را از آثار رژیم ارزی بر عملکرد اقتصاد کلان - نرخ تورم، میزان رشد، تأثیرپذیری از بحران - و تأثیر آن در تثبیت نظام پولی بین‌المللی آگاه می‌سازد.

تحول دیدگاه‌ها در خصوص تعیین رژیم ارزی

طی دو دهه گذشته، دیدگاه‌ها حول رژیم ارزی مناسب و مطلوب برای کشورها به‌ویژه کشورهای در حال توسعه و دارای بازارهای نوظهور، به طور قابل توجهی متحول شده است. در اوایل دهه ۹۰ میلادی، تثبیت^۸ نرخ ارز به یک ارز تکیه‌گاه واحد^۹ (اغلب دلار یا مارک آلمان) خصوصاً برای ملتهایی که در حال گذار از اقتصادهای دستوری به اقتصاد بازار بودند بسیار رایج بود، زیرا این کشورها به دنبال تثبیت اقتصاد بعد از آزادسازی اولیه قیمت‌ها بودند. البته کشورهای دارای بازارهای نوظهور در دهه ۹۰ میلادی با بحران‌های متعدد حساب سرمایه و بازگشت ناگهانی حجم عظیمی از جریان‌های ورودی سرمایه مواجه شدند که به سقوط ارزش پول این کشورها انجامید و آسیب‌پذیری نظام تثبیت نرخ ارز را آشکار نمود.

بررسی رژیم‌های ارزی توسط صندوق در سال ۱۹۹۹، نشان داد که رژیم‌های تثبیت ساده نرخ ارز^{۱۰} بیشتر در معرض بحران قرار دارند و کشورها می‌بایست یا رژیم اکیداً تثبیت‌شده،^{۱۱} مانند اتحادیه‌های پولی یا هیأت‌های پولی،^{۱۲} یا رژیم ارزی شناور آزاد - تعیین نرخ ارز از سوی بازار بدون دخالت دولت - را برمی‌گزینند.

با وجود اینکه این دستورالعمل به اصطلاح دوقطبی^{۱۳} در ابتدا برای بازارهای نوظهور و کشورهای در حال توسعه تنظیم شده بود، اقتصادهای پیشرفته نیز در انتخاب رژیم ارزی خود از آن تبعیت کردند. اکثر کشورهای پیشرفته، رژیم اکیداً تثبیت‌شده را به صورت اتحادیه‌های پولی اتخاذ کردند و این در حالی بود که کشورهای دیگر

اتخاذ رژیم ارزی میانه، دستیابی به توازن و تسریع رشد سالانه به میزان ۵/۰ واحد درصد (با احتساب سایر عوامل تأثیرگذار بر رشد) را در پی دارد

۲۰۰۳ ناشی می‌شود، حال آنکه در بررسی سال ۲۰۰۹ تعهدات قانونی کشورها نیز مدنظر قرار گرفته است. دستیابی به نرخ تورم مناسب به واسطه اتخاذ رژیم تثبیت‌شده، بیشتر به اعتبار تعهدات رسمی بانک مرکزی به حفظ نرخ برابری ارز بستگی دارد تا به مداخلات این بانک در بازار ارز.

تقریباً در هر موردی که بانک مرکزی به‌طور رسمی متعهد به تثبیت نرخ ارز می‌شود، به تعهد خویش عمل می‌کند. حالت عکس - تثبیت واقعی نرخ ارز بدون تعهد قانونی - عمومیت بیشتری دارد، لیکن آثار یادشده در زمینه تثبیت انتظارات تورمی و کاهش نرخ تورم را دربرندارد. مطالعه سال ۲۰۰۹، با بهره‌گیری از طبقه‌بندی رژیم‌های ارزی بر اساس عملکرد واقعی کشورها و تعهدات قانونی آنها، پیچیدگی‌های خاصی که در مطالعات قبلی به آن توجهی نشده بود را دربرگرفته است.

عملکرد رشد اقتصادی

به دلیل آنکه رژیم‌های ارزی میانه - حفظ ثبات نسبی نرخ ارز بدون تثبیت رسمی آن نسبت به ارز پایه واحد - حالت متوازی از رژیم‌های تثبیت نرخ ارز و شناور آزاد هستند، بین رژیم‌های ارزی بهترین عملکرد رشد اقتصادی را دارند. رژیم‌های تثبیت نرخ ارز با تورم پایین‌تر، نوسانات کمتر نرخ ارز واقعی و اسمی و افزایش تجارت آزاد همراه هستند. موارد مذکور به تسریع رشد می‌انجامد. از طرف دیگر، رژیم‌های تثبیت‌شده در معرض ارزش‌گذاری نرخ ارز بیشتر از نرخ واقعی آن^{۱۹} (تقویت ارزش پول داخلی) قرار دارند که همین مسأله باعث کاهش رقابت‌پذیری و رشد اقتصادی می‌شود.

احتمال ارزش‌گذاری نرخ ارز بیش از حد واقعی آن، در رژیم‌های ارزی شناور کمتر از رژیم‌های تثبیت نرخ ارز است. اما این رژیم‌ها عملکرد ضعیفی در کاهش تورم، نوسانات پول و همچنین ایجاد یکپارچگی بهتر تجاری^{۲۰} دارند. میان این دو رژیم، رژیم‌های میانی به توازن بهتری دست‌یافته‌اند. به‌طوری که با در نظر گرفتن عوامل مؤثر دیگر بر رشد اقتصادی، در رژیم ارزی میانی، تقریباً رشد تولید سرانه در سال نیم درصد بیشتر است. در صورت جلوگیری از ارزش‌گذاری بیش

پولی آرژانتین، اتخاذ رژیم اکیداً تثبیت‌شده را رد کرد و در عمل هم تعداد اندکی از کشورها تمایلی به شناور کردن نرخ ارز از خود نشان می‌دادند. از این رو کشورها باید کدام رژیم ارزی را برگزینند؟ اکنون زمان پاسخ‌گویی به این پرسش با رویکردی نوین است.

طبقه‌بندی رژیم‌های ارزی بر اساس عملکرد واقعی کشورها و تعهدات قانونی آنها

مطالعه صندوق در سال ۲۰۰۹ بر اساس مجموعه داده‌هایی از کشورهای عضو در دوره ۱۹۸۰ تا ۲۰۰۶، جامع‌ترین مطالعه در رابطه با رژیم‌های ارزی است. این مطالعه نه تنها مانند مطالعات قبلی اثر رژیم ارزی را بر روی دامنه وسیعی از متغیرها (سیاست‌های پولی و مالی، تورم، رشد تولید و نوسانات آن، تجارت فرا مرزی^{۱۵} و جریان‌ات سرمایه، آسیب‌پذیری در برابر بحران^{۱۶} و تعدیلات خارجی) مورد بررسی قرار داده است، بلکه اولین مطالعه‌ای است که در تحلیل از دو طبقه‌بندی قانونی و واقعی رژیم‌های ارزی استفاده کرده است. این طبقه‌بندی بر اساس اینکه کشورها در مورد رژیم ارزی خود چه تعهداتی داده‌اند (تعهدات قانونی)^{۱۷} و در عمل چه رژیم ارزی را اتخاذ کرده‌اند (واقعی)^{۱۸} استوار است. از این رو، موضوع مزایای نسبی رژیم‌های ارزی گوناگون در بررسی حاضر، دقیق‌تر از مطالعات پیشین بیان شده است.

عملکرد تورم

شواهد فراوانی وجود دارد مبنی بر اینکه رژیم‌های نرخ ارز تثبیت‌شده در کشورهای درحال توسعه و بازارهای نوظهور با عملکرد تورمی بهتری همراه هستند. البته در صورتی که تثبیت نرخ ارز در نرخی کمتر از ارزش واقعی آن صورت پذیرد و کشور قادر به متعادل کردن رشد حجم پول ناشی از تداوم مازاد حساب جاری و به تبع آن تجمیع ذخایر خارجی حاصل از آن نباشند، حجم پول به شدت افزایش می‌یابد. در این موارد که در تعداد اندکی از کشورهای عضو روی داده است، دستیابی به نرخ تورم مناسب در نتیجه اتخاذ رژیم تثبیت‌شده ارزی محقق نخواهد شد.

نتایج بررسی صورت گرفته در سال ۲۰۰۹ در خصوص دستیابی به نرخ تورم مناسب در پی اتخاذ رژیم ارزی تثبیت‌شده، با یافته‌های بررسی سال ۲۰۰۳ همخوانی ندارد. بر اساس مطالعه سال ۲۰۰۳، رژیم‌های نرخ ارز تثبیت‌شده عملکرد ضعیفی در کنترل تورم در بازارهای نوظهور داشته‌اند. این مغایرت از طبقه‌بندی رژیم‌های ارزی بر اساس عملکرد واقعی کشورها و نه تعهدات قانونی آنها، در بررسی سال

برای مقابله با رکود اقتصادی و بالعکس) تحت رژیم‌های نرخ ارز تثبیت‌شده، به‌شدت محدود می‌شود. این امر احتمالاً از ارتباط جریان سرمایه با ادوار تجاری در بسیاری از کشورهای دارای بازار نوظهور و کشورهای در حال توسعه ناشی می‌شود. به دلیل اینکه سیاست مالی انبساطی در هنگام رکود اقتصادی می‌تواند به کاهش اطمینان و تحریک بیشتر خروج سرمایه منجر شود که خود تهدیدی برای بقای تثبیت نرخ ارز به شمار می‌رود، در کشورهایی با رژیم تثبیت ارزی، آزادی عمل برای اعمال سیاست مالی ضددوره‌ای وجود ندارد. از این رو، اگر چه تثبیت نرخ ارز، ابزار مناسبی برای تعدیل انتظارات از طریق اعمال سیاست‌های کنترلی از سوی بانک مرکزی است، لیکن این رژیم توانایی بانک مرکزی را در پاسخ به تکانه‌های اقتصادی بسیار محدود می‌سازد.

دوم، بر اساس مطالعات انجام شده در سال‌های ۱۹۹۹ و ۲۰۰۳، کشورهای با رژیم‌های نرخ ارز تثبیت‌شده و میانه بیشتر در معرض بحران‌های مالی و پولی مانند بحران بدهی‌ها، توقف ناگهانی ورود سرمایه یا بحران‌های بانکی قرار دارند. مطالعه سال ۲۰۰۹ این نتایج را خصوصاً برای کشورهای در حال توسعه و کشورهای دارای بازارهای نوظهور با جریان آزاد سرمایه مورد تأیید قرار داد. گذشته از این، احتمال رونق اعتباری^{۲۴} شامل انواعی که به بحران ختم می‌شود، تحت رژیم‌های ارزی گوناگون، تثبیت‌شده، میانه و شناور تقریباً یکسان است. علاوه بر این، بررسی سال ۲۰۰۹ نشان داد که ریسک بحران رشد (کاهش شدید رشد به هر دلیل) با رژیم ارزی همبستگی ندارد. بنابراین، اتخاذ رژیم‌های مبتنی بر کنترل نرخ ارز، تأثیرپذیری بیشتر از بحران را در پی دارند، با وجود این، رژیم‌های شناور نیز کاملاً مصون نیستند. همان‌طور که مرکز شروع بحران جهانی اخیر در کشورهایی با رژیم ارزی شناور بود.

سوم، رژیم‌های ارزی تثبیت‌شده و میانه از تعدیل خارجی^{۲۵} به موقع، ممانعت به عمل می‌آورند. در هنگام کسری، رژیم‌های اکیداً تثبیت‌شده عموماً با کسری بیشتری همراه هستند و به دلیل اینکه نرخ ارز واقعی در این رژیم‌ها تعدیل نمی‌یابد، آثار کسری بر تولید و فعالیت‌های اقتصادی به مراتب بیشتر از رژیم‌های شناور است. در هنگام مازاد نیز این رژیم‌ها با مازادهای ماندگار و بزرگ همراه هستند، به طوری که اگر مازاد به قدر کافی بزرگ باشد، می‌تواند ثبات سیستم پولی بین‌المللی را تحت تأثیر قرار دهد.

اتخاذ رژیم‌های مبتنی بر کنترل نرخ ارز، تأثیرپذیری بیشتر از بحران را در پی دارند، با این حال، رژیم‌های شناور نیز کاملاً مصون نیستند

از حد نرخ ارز و کاهش رقابت‌پذیری تحت رژیم تثبیت‌شده، اتخاذ این رژیم در مقایسه با رژیم شناور به افزایش رشد اقتصادی می‌انجامد.

روابط تجاری

روابط تجاری عمیق‌تر کشورهای عضو اتحادیه پولی امری بدیهی است. با این حال، بررسی صورت گرفته در سال ۲۰۰۹ از تعمیق روابط تجاری بر اثر اتخاذ رژیم‌های تثبیت‌شده (و تا حدی کمتر اتخاذ رژیم‌های میانه) حکایت دارد. اتخاذ رژیم‌های میانه نیز به یکپارچگی هر چند کمتر اقتصادی می‌انجامد. بنا به بررسی مذکور، جریان‌های سرمایه، به استثنای مواقع بحران، تحت رژیم‌های تثبیت‌شده و میانه، نسبت به رژیم‌های شناور انطباق بیشتری با هموارسازی مصرف^{۲۶} دارند. هر چند علت این امر چندان مشخص نشده، لیکن به نظر می‌رسد، کاهش نوسانات نرخ ارز تحت رژیم اکیداً تثبیت‌شده، جریان باثبات سرمایه مانند سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را به دنبال دارد، در حالی که ورود و خروج سرمایه تحت رژیم‌های شناور گاه به شکل ناگهانی (در قالب سبب سرمایه‌گذاری) صورت می‌گیرد. در حقیقت، توسعه تجارت و سرمایه‌گذاری فرامرزی، محرک اقتصادی رژیم تثبیت نرخ ارز و نهایتاً تشکیل اتحادیه پولی در اروپا بوده است.

نقایص رژیم‌های ارزی مبتنی بر کنترل نرخ ارز

از آنجا که هیچ یک از رژیم‌های ارزی کامل نیست، در بررسی انجام‌شده در سال ۲۰۰۹، سه جنبه منفی مهم در رابطه با رژیم‌های مبتنی بر کنترل نرخ ارز (اکیداً تثبیت‌شده و میانه) مطرح شده است. نخست، اتخاذ رژیم‌های مبتنی بر کنترل نرخ ارز، به‌ویژه رژیم‌های تثبیت‌شده، استفاده از سایر سیاست‌های اقتصاد کلان را به‌شدت محدود می‌کنند. در واقع اتحادی ناممکن میان سه عامل حفظ رژیم تثبیت نرخ ارز، جریان آزاد سرمایه و سیاست پولی مستقل برقرار می‌شود. نکته قابل توجه در مطالعه سال ۲۰۰۹ این است که این محدودیت حتی برای کشورهایی با جریان نسبتاً آزاد سرمایه و کشورهایی که تحت رژیم تثبیت ارزی، جریان‌های ذخایر را به‌شدت عقیم^{۲۷} می‌کنند نیز برقرار است. نتیجه قابل توجه دیگر این است که سیاست مالی ضددوره‌ای^{۲۸} (کاهش مالیات‌ها و افزایش مخارج

- 12- Currency Boards
- 13- Bipolar
- 14- De Facto Classification
- 15- Cross-Border Trade
- 16- Crisis Susceptibility
- 17- De Jure
- 18- De Facto
- 19- Overvaluation
- 20- Trade Integration
- 21- Consumption Smoothing
- 22- Sterilize
- 23- Countercyclical
- 24- Credit Booms
- 25- External Adjustment

- از راهنمایی‌های سرکار خانم لیلا آرمیان در ترجمه این مقاله کمال تشکر را دارم.

نتیجه‌گیری

بر خلاف مطالعات پیشین، جنبه‌های مختلف انتخاب رژیم ارزی به‌خوبی در مطالعه جدید مشخص شده است. اتخاذ رژیم‌های مبتنی بر کنترل نرخ ارز، در کنترل انتظارات تورمی، حفظ رشد تولید و تعمیق یکپارچگی اقتصادی به کشورها کمک می‌کنند. از سوی دیگر این رژیم‌ها استفاده از سیاست‌های اقتصاد کلان را محدود می‌کنند و آسیب‌پذیری در مقابل بحران را افزایش می‌دهند و همچنین از تعدیل خارجی ممانعت می‌کنند. تجربه اخیر کشورهای اروپایی دارای بازار نوظهور این نتایج را به‌خوبی نشان می‌دهند.

اگرچه بسیاری از کشورها با رژیم‌های ارزی با انعطاف‌پذیری اندک در سال‌های منتهی به بحران حاضر، رشد اقتصادی بالایی را تجربه کردند، لیکن عدم توازن شدید حساب خارجی، افزایش آسیب‌پذیری در مقابل تعدیل ناگهانی و شدید و محدودیت بالقوه در اعمال سیاست‌های کلان اقتصادی را شاهد بودند.

به‌طور کلی نتایج به دست آمده از بررسی انجام شده توسط صندوق در سال ۲۰۰۹ می‌بایست بتواند:

- در زمینه انتخاب رژیم ارزی مناسب کشورها راهگشا باشد.
- بر آزادی عمل صندوق بین‌المللی پول در هنگام ارائه راهکارهای مختص هر کشور بیفزاید.
- با ارائه اطلاعات و نتایج تجربی در خصوص انتخاب رژیم ارزی به ۱۸۶ کشور عضو یاری رساند.

پی‌نوشت‌ها:

۱- این مقاله ترجمه مقاله زیر است:

Ghosh, Atish, R & Ostry, Jonathan, D. (2009). Choosing an exchange rate Regime. *Journal of Finance & Development*, 46(4), 38-40.

آتیش آر. گوش رئیس دایره موضوعات کلی و جاناتان دی. آستری، قائم مقام اداره بررسی‌های صندوق بین‌المللی پول است.

- 2- Mussa
- 3- Rogoff
- 4- Ghosh
- 5- Ghosh, Gulde and Wolf
- 6- Levy-Yeyati and Sturzenegger
- 7- Reinhart and Rogoff
- 8- Pegging
- 9- Anchor Currency
- 10- Simple Pegs
- 11- Hard pegs