



جمهوری اسلامی ایران
وزارت صنعت، معدن و تجارت

بررسی مبانی نظری و تجربه عملی برخی کشورهای در اجرای رژیم ارزی شناور مدیریت شده بانگاہے بر ایران



معاونت برنامه ریزی



**بررسی مبانی نظری و تجربه عملی برخی کشورها در اجرای
رژیم ارزی شناور مدیریت شده بانگاهی بر ایران**

وزارت صنعت، معدن و تجارت

معاونت برنامه ریزی

بررسی مبانی نظری و تجربه علمی برخی کشورها در اجرای رژیم ارزی شناور مدیریت شده بانگهی بر ایران

تدوین: مرجان فقیه نصیری، حسن حیدری

امور فنی و هنری: روزنامه گسترش صنعت

فهرست مطالب

۸	مقدمه
۹	فصل اول: مبانی نظری
۱۰	مقدمه
۱۱	۱-۱. مروری بر ادبیات نظری رژیم های ارزی
۱۲	۱-۱-۱. تعیین و تشخیص ویژگی های رژیم های ارزی
۱۴	۱-۱-۲. همگرایی اقتصادی در رژیم های ارزی
۱۴	۱-۱-۳. اعتبار سیاست گذار
۱۷	۱-۱-۴. تقسیم بندی رژیم های ارزی
۱۹	۱-۲. انواع رژیم های ارزی رایج در اقتصادهای نوظهور و در حال توسعه
۲۰	۱-۲-۱. رژیم های ارزی قفل شده
	۱-۲-۲. انواع رژیم های ارزی قفل شده، قفل شده به یک سبد ارزی، هدف گذاری نرخ ارز در
۲۲	یک دامنه، ثابت خزنده و شناور مدیریت شده
۲۴	۱-۳. رژیم ارزی شناور مدیریت شده
۲۵	۱-۳-۱. تعریف رژیم شناور مدیریت شده
۲۷	۱-۳-۲. رژیم شناور مدیریت شده همراه با الحاقات
۳۰	۱-۳-۳. ترتیبات سیاست پولی در رژیم های شناور
۳۲	فصل دوم: تجربه عملی کشورها در دخالت در بازار ارز تحت رژیم شناور مدیریت شده
۳۳	مقدمه
۳۵	۲-۲. مسیرهای تاثیر گذاری مقامات پولی بر روند بازار ارز
۳۵	۲-۲-۲. مسیر ترکیب سبد دارایی های سرمایه گذاران
۳۶	۲-۲-۳. مسیر علامت دهی یا انتظارات
۳۶	۲-۲-۴. مسیر جریان سفارشات
۳۷	۲-۳. تجربه برخی کشورها در زمینه چگونگی دخالت در بازار ارز تحت رژیم ارزی شناور
۳۷	۲-۳-۱. اقتصادهای پیشرفته
۳۷	۲-۳-۱-۱. نحوه مدیریت بازار ارز در ایالات متحده آمریکا
۳۷	نقش فدرال رزرو در مدیریت بازار ارز

۳۸	_____	فرآیند دخالت در بازار ارز
۳۹	_____	۲-۳-۱. نحوه مدیریت بازار ارز در کانادا
۳۹	_____	سیاست مقامات پولی کانادا در مورد دخالت در بازار ارز
۴۰	_____	مکانیسم دخالت مقامات پولی کانادا در بازار ارز
۴۰	_____	سیاست هدف‌گذاری تورمی در کانادا
۴۱	_____	۲-۳-۱-۳. مدیریت بازار ارز در منطقه یورو
۴۲	_____	سیاست ارزی در منطقه یورو
۴۴	_____	۲-۳-۱-۳. مدیریت بازار ارز در ژاپن
۴۴	_____	چارچوب عملی دخالت بانک ژاپن در بازار ارز
۴۵	_____	۲-۳-۱-۴. جمع‌بندی و تحلیلی بر مکانیسم دخالت در بازار ارز در اقتصادهای پیشرفته
۴۶	_____	۲-۳-۲. اقتصادهای نوظهور و در حال توسعه
۴۶	_____	۲-۳-۲-۱. نیوزلند
۴۷	_____	اهداف سیاست جدید دخالت در بازار ارز
۴۸	_____	معیارهای تعیین زمان مناسب برای دخالت
۵۰	_____	۲-۳-۲-۲. کره جنوبی
۵۰	_____	نظام ارزی کره جنوبی
۵۰	_____	مقامات پولی در بازار ارز کره
۵۱	_____	دخالت در بازار ارز
۵۲	_____	۲-۳-۲-۳. اندونزی
۵۳	_____	نحوه دخالت در بازار ارز در اندونزی
۵۳	_____	۲-۳-۲-۴. ترکیه
۵۴	_____	سیاست پولی و ارزی ترکیه در دوران اصلاحات اقتصادی
۵۴	_____	۲-۳-۲-۵. تایلند
۵۵	_____	دلایل دخالت بانک تایلند در بازار ارز این کشور
۵۶	_____	نحوه اجرای سیاست ارزی در تایلند
۵۸	_____	۲-۳-۲-۶. جمع‌بندی تجربه کشورهای در حال توسعه و اقتصادهای نوظهور
۶۰	_____	فصل سوم: تجربه مدیریت بازار ارز در ایران
۶۱	_____	مقدمه
۶۲	_____	۳-۱. عملکرد مدیریت ارزی در ایران

۶۲	_____	۱-۱-۳. شناور بودن نرخ ارز
۶۳	_____	۱-۲-۳. دخالت در جهت کاهش نوسانات شدید در بازار ارز و پرهیز از تغییر دادن روندهای طبیعی بازار
		۳-۱-۳. اجرای سیاست خنثی‌سازی بعد از اعمال دخالت در بازار ارز جهت پرهیز از اثرات دخالت
۶۴	_____	در بازار ارز بر روی حجم مطلوب پول در کوتاه‌مدت
		۳-۴. جایگزینی نرخ تورم به جای نرخ ارز به عنوان لنگر اسمی سیاست پولی از طریق اجرای
۶۶	_____	چارچوب سیاستی هدف‌گذاری تورمی
۶۶	_____	۵-۱-۳. تاثیر سیاست ارزی بر روند برخی متغیرهای مهم اقتصاد کلان در ایران
۶۹	_____	۲-۳. چالش‌های سیاست‌گذاری ارزی در ایران
۶۹	_____	۳-۳. جمع‌بندی و نتیجه‌گیری
۷۱	_____	فصل چهارم
۷۲	_____	جمع‌بندی و پیشنهادات
۷۳	_____	منابع و مآخذ

مقدمه

بحث رژیم ارزی یکی از مهمترین و تاثیرگذارترین مباحث در حوزه اقتصاد کلان و اقتصاد بین‌الملل است. نوع رژیم ارزی در هر کشوری مدیریت پولی، بازرگانی، تراز پرداخت ها، بخش بانکی و به طور کلی حوزه وسیعی از متغیرهای اقتصادی در هر کشور را تحت تاثیر قرار می‌دهد. از سوی دیگر، انتخاب نوع رژیم ارزی نیز به نوبه خود تحت تاثیر شرایط اقتصادی کشورهاست و جدا از آن صورت نمی‌پذیرد.

در سال های اخیر بسیاری از کشورهای در حال توسعه به سمت اجرای رژیم ارزی "شناور مدیریت شده" گرایش پیدا کرده‌اند. در کشور ما بر اساس ماده ۴۱ قانون برنامه چهارم توسعه اقتصادی اجتماعی و فرهنگی، دولت موظف به اجرای ترتیبات شناور مدیریت شده و کاهش نوسانات نرخ ارز در این چارچوب شده است. اما پرسش اساسی این است که تعریف رژیم شناور مدیریت شده چیست؟ این رژیم ارزی از منظر نظریات اقتصادی چه ویژگی هایی دارد؟ در عمل چه پیش‌نیازهایی برای این رژیم ارزی لازم است؟ تجربه کشورهایی که این رژیم را برگزیده‌اند چگونه است؟ مدیریت ارزی در ایران تا چه حد منطبق بر این اصول نظری و تجربه عملی کشورهایی است که در عمل این رژیم ارزی را برگزیده‌اند؟

پاسخ‌گویی به این پرسش‌ها نیازمند بررسی همه‌جانبه هم از منظر نظریات اقتصادی و هم از منظر تجربیات عملی است. بر این اساس، مطالعه حاضر در چهار فصل تنظیم شده است. در فصل اول ادبیات نظری رژیم های ارزی مرور خواهد شد، و سپس به طور مفصل به ویژگی ها و پیش‌نیازهای رژیم ارزی شناور مدیریت شده پرداخته خواهد شد. سپس در فصل دوم تجربه برخی کشورهایی که این رژیم ارزی را به کار گرفته‌اند، با تاکید بر بررسی الگوی دخالت هر کشور در بازار ارز بررسی خواهد شد. لازم به ذکر است که در این بررسی تجربه برخی کشورهایی که نظام ارزی شناور آزاد دارند نیز بررسی خواهد شد، زیرا از یک سو ساز و کار دخالت در رژیم شناور آزاد و شناور مدیریت شده تفاوت اساسی با یکدیگر ندارد، و از سویی دیگر، با توجه به اینکه کشورهایی که رژیم ارزی شناور آزاد را به کار گرفته‌اند، اکثراً کشورهای صنعتی هستند که مکانیسم‌های مالی و ارزی پیشرفته‌ای دارند، لذا تجربه نحوه رصد کردن بازار و نیز دخالت در آن می‌تواند مطالبی آموزنده برای کشورهایی مانند ایران در بر داشته باشد. در فصل سوم، بر اساس یافته‌های فصول قبلی معیارهایی برای بررسی میزان تطابق رژیم ارزی ایران با اصول و پیش‌نیازهای رژیم ارزی شناور مدیریت شده تعیین می‌شود، سپس بر اساس این معیارها میزان تطابق ترتیبات ارزی در ایران با ترتیبات ارزی شناور مدیریت شده بررسی می‌شود. در فصل چهارم نیز جمع‌بندی و پیشنهادات نهایی ارائه خواهد شد.

فصل اول

مبانی نظری

مقدمه

گرچه در نظریات اقتصادی تنها از رژیم های ارزی ثابت و شناور نام برده می شود، اما در عمل تنوع نسبتا وسیعی از انواع رژیم های ارزی وجود دارد. با توجه به این تنوع و نیز اثرات، پیامدها و نیز ویژگی های انواع رژیم های مختلف ارزی، انتخاب یک رژیم ارزی مناسب مسال های واقعا پیچیده است. گام اول در این مساله شناخت درست از ویژگی های هر رژیم ارزی و نیز اصول نظری و پیش فرضهای حاکم بر آنها است.

با توجه به این موضوع در این فصل مروری خواهیم داشت بر ویژگی های انواع رژیم های ارزی که در عمل متداول هستند، با تاکید ویژه بر رژیم شناور مدیریت شده. لذا ابتدا مروری خواهیم داشت بر ادبیات رژیم های ارزی، سپس انواع رژیم های ارزی مختلف به اختصار معرفی می شوند و در پایان فصل ویژگی های رژیم شناور مدیریت شده از منظر اقتصاد بین الملل بررسی خواهد شد.

۱-۱. مروری بر ادبیات نظری رژیم های ارزی

انتخاب رژیم ارزی و نتایج آن در واقع دو روی یک سکه هستند. زیرا یک انتخاب عاقلانه از رژیم ارزی طبیعتاً مبتنی بر این پیش فرض است که به ویژگی های آن رژیم توجه شده است، و لذا نتایج مورد انتظار در آن چارچوب حادث می شوند. علی رغم آنکه کشورها به طور تاریخی در انتخاب رژیم ارزی گزینه های محدودی داشته اند، و نیز اینکه در برخی از موارد این رژیم ها براساس توصیه های صندوق بین المللی پول^۱ انتخاب شده اند، با این حال در اغلب موارد نوع رژیم ارزی هر کشوری بر مبنای تفکرات مقامات پولی و ارزی آن کشور و دیدگاههای سیاست گذاران آنها تعیین می شود.

مساله چالشی که همیشه پیش روی انتخاب بین رژیم های میخکوب شده و یا شناور وجود دارد ناشی از بده بستان^۲ بین کاهش تغییرات و نوسانات در نرخ ارز و از دست دادن استقلال سیاست پولی است. این که این بده بستان چگونه آشکار می شود، و هزینه ها و منافع آنها به چه دقتی معین می شوند، موضوع دامنه وسیعی از ادبیات است که روز به روز در حال رشد است. به طور کلی ادبیات ویژگی های رژیم های ارزی را می توان به سه دسته کلی تقسیم کرد.

دسته اول شامل بخشی از ادبیات می شود که بر تعیین و تشخیص ویژگی های رژیم ارزی تمرکز می کند. مقالات مارکوس فلیمینگ (۱۹۶۲) و رابرت ماندل (۱۹۶۳)^۳ در این بخش از ادبیات نقش محوری دارند. ماندل و فلیمینگ نشان دادند که اگر سرمایه به میزان زیادی تحرک پذیری داشته باشد، در این صورت رژیم های ارزی ثابت و شناور نتایج کاملاً متفاوتی برای اجرای سیاست تثبیت اقتصادی خواهند داشت. اگر سیاست های پولی و مالی به ترتیب شوک های اسمی و شوک های حقیقی تعریف شوند، در این صورت رژیم ارزی ثابت در مواجهه با شوک های اسمی، نوسانات تولید (و یا تحت اشتغال کامل نوسانات قیمت ها) را به حداقل کاهش می دهد، در حالیکه رژیم شناور در جذب شوک های حقیقی موفقیت بیشتری دارد.

دسته دوم از ادبیات که از اروپای بعد از جنگ جهانی آغاز شد به بررسی این پرسش می پردازد که چگونه رژیم های ارزی می توانند همگرایی اقتصادی را تقویت کنند.^۴ در این ادبیات دو پرسش محوری وجود دارد:

۱- آیا رژیم ارزی ثابت می تواند نا اطمینانی و هزینه های مبادله را کاهش داده و بدین وسیله تجارت و سرمایه گذاری بین کشورها را تشویق و تقویت کند؟

۲- اگر گروهی از کشورها به درجه معینی از همگرایی برسند، آیا منطقی است که سیاست های پولی ملی (استقلال سیاست پولی) را جهت حفظ نرخ های ثابت ارز فدا نموده و در نهایت به یک اتحادیه پولی تبدیل شوند؟

1 - IMF

2 - Trade-off

3 - Marcus Fleming (1962) and Robert Mundell (1963)

۴- به عنوان نمونه نگاه کنید به:

Robert J. Barro, R. J. and Sala-i-Martin, X., (1992), and Barrell, R. (1992),

دسته سوم ادبیات تحت تاثیر تجربه تورم های بالای ۱۹۶۰ و ۱۹۷۰ میلادی، بر جنبه های اعتبار رژیم های پولی و ارزی تاکید می کنند.^۵ در این مدل ها، بانک مرکزی با مشکل اعتبار روبرو بوده و این مشکل از انگیزه او برای کاهش بیکاری (و نیز کاهش ارزش حقیقی بدهی های اسمی) از طریق ایجاد تورم های پیش بینی نشده ناشی می شود. وقتی کارگران این عامل را در تقاضای دستمزدشان لحاظ می کنند، نه تنها بیکاری تغییری نمی کند، بلکه تورم های بالاتری هم حاصل خواهد شد. در یک اقتصاد بسته، این مساله می تواند با تفویض اختیار به یک بانک مرکزی محافظه کار و یا کسب اعتبار سیاست گذاری از طریق اعمال سیاست های پولی انقباضی حل شود. در یک اقتصاد باز، نرخ های ارز ثابت و قفل شده می تواند یک جایگزین مناسبی برای اعتبار سیاست گذار باشد، زیرا حفظ نرخ های ثابت ارز می تواند به شکل یک لنگر اسمی عمل نموده و محدودیتی برای سیاست پولی فراهم کند. در این شرایط قفل کردن پول ملی به پول کشوری که سیاست گذار پولی در آن کشور از اعتبار کافی برخوردار است، باعث می شود که سیاست پولی کشور تابعی از سیاست پولی در کشور مورد نظر باشد. البته باید توجه داشت که هزینه های سیاسی و غیر سیاسی تخطی از رژیم ارزی ثابت قفل شده فوق العاده بالاست. در ادامه، مروری بر هر کدام از این سه دسته از نظریات ارائه خواهد شد.

۱-۱-۱. تعیین و تشخیص ویژگیهای رژیم های ارزی

طی دهه ۱۹۶۰، همزمان با افزایش فشارها از ناحیه تبعیت از نظام ارزی برتون وودز و نیز بروز بحران تراز پرداخت ها در برخی کشورها، برخی اقتصاد دانان با الهام گرفتن از کار میلتون فریدمن (۱۹۵۳)^۶ در زمینه رژیم ارزی شناور بر شایستگی و مزیت های رژیم ارزی شناور تاکید کردند. منطق آنها این بود که تعدیل خودکار نرخ های ارز اسمی نسبت به عدم تعادلهای تجاری نیاز به کاهشهای بزرگ، با تاخیر و ضربه ای در ارزش پولی را که در سیستم برتون وودز بوجود می آمد، از بین می برد.

البته باید توجه کرد که حرکت به سمت نرخ های ارز شناور نه علاج نهایی است که طرفداران آن اعتقاد دارند و نه آن طور که منتقدان آن اعتقاد دارند، درمانی را ارائه نمی کند. زیرا در میان کشورهای عمده صنعتی، رژیم شناور ارزی بیشتر تحت تاثیر جریانهای سرمایه است، تا عدم توازنهای تجاری.^۷

در طی دهه های ۱۹۶۰ و ۱۹۷۰ پیشرفتهای مناسبی در درک چگونگی کارکرد رژیم های مختلف ارزی تحت شرایط تحرک پذیری بالای سرمایه حاصل شد. دو مقاله تاثیر گذار فلیمینگ (۱۹۶۲) و ماندل (۱۹۶۳) و فلیمینگ نشان داد که رژیم های ارزی ثابت و شناور نتایج و پیامدهای کاملاً متفاوتی برای اجرای سیاست تثبیت اقتصادی دارند. تحت رژیم ثابت ارزی، انبساط پولی نرخ های بهره را پایین می آورد و در پی آن جریان

۵- به عنوان نمونه نگاه کنید به:

Ghosh, Glude, Ostry, and Wolf, (1997),

6 - Friedman, M (1953)

7 - Mussa (1986)

خروج سرمایه رخ می‌دهد، در نتیجه عرضه پول کاهش می‌یابد. در حالت حدی که تحرک‌پذیری کامل سرمایه وجود دارد، جایگزینی یک به یک است و سیاست پولی کاملاً ناکارآمد است، زیرا حجم پول به میزان اولیه خود قبل از انبساط پولی باز می‌گردد و در نتیجه نرخ‌های بهره و تولید تغییر نمی‌کنند. برعکس، در رژیم ارزی شناور، جریان خروج سرمایه، نرخ ارز را کاهش می‌دهد و بنابراین تولید افزایش می‌یابد.

این نتایج در مورد سیاست مالی برعکس است. تحت شرایط نرخ ارز شناور، سیاست پولی انبساطی نرخ‌های بهره داخلی را افزایش می‌دهد و باعث جریان ورود سرمایه به کشور شده و بنابراین نرخ ارز را افزایش داده و تراز تجاری را کاهش می‌دهد. در حالت حدی تحرک‌پذیری کامل سرمایه، جایگزینی^۸ کامل رخ می‌دهد و سیاست مالی ناکارآمد است.^۹ تحت شرایط نرخ‌های ارز ثابت، از آنجا که بانک مرکزی متعهد به خرید پول‌های خارجی است، جریان ورود سرمایه یک همراهی^{۱۰} خودکار پولی را با سیاست انبساط مالی ایجاد می‌کند که اثرات آنرا تشدید می‌کند. این نتایج، اگر چه خاص ساختارهای حدی مدل ماندل فلیمنینگ است، ولی نشان می‌دهند که چگونه رژیم نرخ‌های ارز می‌تواند به صورت پایه‌ای و مبنایی کارآمدی ابزارهای مختلف سیاستی را تغییر دهد. ماندل و فلیمنینگ نشان دادند که نرخ‌های ارز ثابت، حساب سرمایه باز و استقلال سیاست پولی یک «سه‌گانه غیر ممکن»^{۱۱} است.

در عمل، تفاوت نتایج بین رژیم‌های ارزی ثابت و شناور در میزان استقلال سیاست پولی می‌تواند به آن میزان که تئوری نشان می‌دهد پرتنگ نباشد، بویژه اینکه در کشورهای در حال توسعه، به ندرت بانک‌های مرکزی حتی زمانی که اعلام می‌کنند که از یک رژیم شناور پیروی می‌کنند واقعا نسبت به تغییرات نرخ ارز بی تفاوت هستند. این موضوع به این خاطر است که در نرخ‌های ارز پایین رقابت‌مندی صادرات کشور از دست می‌رود و در نرخ‌های ارز بالا تورم وارداتی افزایش می‌یابد.

به جز در کشورهایی که از نظر اندازه اقتصاد آنها در مقایسه با کل بخش خارجی خیلی بزرگ است، مفهوم استقلال سیاست پولی تحت رژیم نرخ‌های ارز انعطاف‌پذیر، تا حد زیادی غیرواقعی است. از سویی دیگر، از آنجا که سرمایه هیچ‌گاه کاملاً تحرک‌پذیر نیست، حداقل تا حدودی یک امکان و فضای برای استقلال سیاست پولی حتی در شرایط رژیم ارزی ثابت نیز وجود دارد.

در حالیکه مدل‌های ماندل و فلیمنینگ کاملاً قطعی و غیر تصادفی است می‌توان با تعبیر مجدد سیاست مالی به عنوان شوک حقیقی و سیاست پولی به عنوان شوک اسمی، نتایج و پیامدهای حاصل از گونه تصادفی آنرا نیز استخراج کرد.

بر این اساس تحت شرایط تحرک‌پذیری کامل سرمایه نرخ‌های ارز کاملاً انعطاف‌پذیر، تولید را در مقابل

8 - Crowding Out

9- Ghosh, Glude, and Wolf, (2002)

10- Accommodation

11- Impossible Trinity

شوگ های حقیقی بهتر حفظ می‌نمایند، در حالیکه در رژیم ثابت شوگ های اسمی توسط تغییرات در تراز پرداخت ها خنثی می‌شوند. با این نگرش اسمی یا حقیقی بودن شوکها یک معیار کلیدی در انتخاب رژیم ارزی خواهد بود.

تصریح دقیق شوگ هایی که براساس آنها رژیم نرخ های ثابت نسبت به نرخ های شناور ترجیح دارد انگیزه ادبیات تحقیقاتی شده است که در حال حاضر در حال پیشرفت بوده و برخی ملاحظات را با خود دارند. بعنوان مثال اگر سرمایه نسبتاً متحرک ناپذیر باشد، رژیم نرخ های ارز ثابت تولید را در مقابل شوگ های تقاضای کل بهتر تثبیت می‌نمایند، در حالیکه تحت شرایط متحرک پذیری بالای سرمایه، نرخ های شناور ترجیح دارند.

این ابهام از اثرات نامتقارن تجارت و جریان سرمایه بر تراز پرداخت ها ناشی می‌شود. در شرایطی که متحرک پذیری پایین سرمایه وجود دارد، تحت رژیم ثابت ارزی یک شوگ مثبت به تقاضای کل منجر به واردات بیشتر و کاهش پایه پولی از طریق کسری تجاری می‌شود. این کاهش پایه پولی به جز در حالتی که سیاست استریل کردن دنبال شود نقدینگی را کاهش می‌دهد و به این ترتیب بخشی از اثر شوگ اولیه کاهش پیدا می‌کند. برعکس در رژیم شناور کسری تجاری، نرخ ارز را افزایش می‌دهد. کاهش ارزش پول صادرات را افزایش می‌دهد و بنابراین از این طریق شوکی به تقاضای کل وارد می‌شود.

وقتی که سرمایه به میزان زیادی متحرک پذیر است، نتایج معکوس می‌شود. تحت رژیم ارزی ثابت یک شوگ مثبت تقاضا نرخ بهره را افزایش می‌دهد و موجب جریان ورودی سرمایه به داخل می‌شود که این جریان ورودی بیش از کاهش پایه پولی است که از کسری تجاری ناشی شده است. بنابراین نقدینگی افزایش یافته و شوگ تقاضا را تقویت می‌نماید. تحت رژیم نرخ ارز شناور جریان ورود سرمایه نرخ ارز را کاهش می‌دهد و در واقع ارزش پول ملی را افزایش می‌دهد. افزایش ارزش پول ملی باعث کاهش صادرات شده و بنابراین بخشی از اثر شوگ اولیه تقاضا را خنثی می‌نماید.

این مدل ها ملاحظه مهم دیگری نیز دارند. در مواجهه با شوگ های پولی رژیم نرخ های ارز ثابت عموماً تولید را در مواجهه با شوکها بهتر حفظ می‌کنند. در مواجهه با یک شوگ تصادفی که تقاضا برای پول را افزایش می‌دهد، نرخ های بهره داخلی افزایش پیدا می‌کند و تقاضای کل و واردات را کاهش می‌دهد.

تحت رژیم ثابت این جریان منجر به افزایش پایه پولی (ذخایر) می‌شود. این افزایش در ذخایر یا بخاطر واردات کمتر (در شرایط متحرک پذیری پائین سرمایه) است یا بخاطر جریان بالای سرمایه در واکنش به نرخ های بهره بالاتر (در وضعیت متحرک پذیری بالای سرمایه). افزایش در پایه پولی افزایش در عرضه پول را به دنبال خواهد داشت.

در حالت حدی افزایش در عرضه پول کاملاً با افزایش در تقاضای پول برابر شده و تولید کاملاً بدون تغییر باقی خواهد ماند. برعکس تحت رژیم نرخ های شناور، نرخ های بهره بالاتر منجر به کاهش نرخ ارز می‌شود و صادرات کاهش می‌یابد و در نتیجه تولید به میزان زیادی کاهش پیدا می‌کند. مطالعات اندکی برای پاسخ گویی

به این سؤال انجام شده که آیا ویژگی‌های رژیم ارزی نتایج متفاوتی برای رشد بلند مدت دارد یا خیر؟ با این حال نتیجه‌گیری‌های قوی از این مطالعات دریافت نشده است.^{۱۲}

با بررسی کنش و واکنش بین انواع شوکها و ویژگیهای هر کشور مطالعات انجام شده برای بررسی ویژگیهای رژیم نرخ‌های ارز ثابت به یک نتیجه دو قطبی منجر شده است، به گونه‌ای که بر اساس برخی از آنها ممکن است رژیم‌های ثابت به رژیم‌های شناور ترجیح داده شوند و یا برعکس. اما دقیقاً به دلیل اینکه امکان تحقق شرایط مختلف بسیاری وجود دارد، شاید قویترین و بهترین نتیجه‌گیری از این مطالعات این باشد که برخی انواع رژیم‌های میانی به نظر برای بیشتر کشورها مناسب هستند. این نتیجه‌گیری کاملاً در تضاد با ادبیات اعتبار سیاست‌گذاری است که در بخش‌های بعدی به آن پرداخته خواهد شد.

۲-۱-۱. همگرایی اقتصادی در رژیم‌های ارزی

میخکوب کردن یک نرخ ارز به معنی این است که نرخ ارزی اسمی به یک ابزار تعدیل تبدیل شده است. در نتیجه در حالتی که دو کشور پولشان را به یکدیگر قفل می‌کنند (و یا پول مشترک تعریف می‌شود) با ثابت بودن سایر شرایط اگر هر دو کشور با شوک‌های نسبتاً مشابه و بسیار همبسته روبرو باشند، این ابزار تعدیل بسیار کارآمد خواهد بود. این موضوع در واقع ایده اصلی ادبیات منطقه بهینه پولی (OCA)^{۱۳} است.^{۱۴} برنامه اروپا درباره همگرایی بیشتر پولی و اقتصادی منجر به توسعه بخشی از ادبیات شده است که در آن به این سؤال پرداخته می‌شود که آیا اروپا یک منطقه بهینه پولی است یا خیر؟^{۱۵} فرض معمول این است که تغییر پذیری پایین‌تر نرخ‌های ارز، نااطمینانی و حاشیه ریسک را کاهش می‌دهد و به این وسیله تجارت بین کشورها را افزایش می‌دهد.^{۱۶} ولی حداقل برای کشورهای تازه صنعتی شده شواهد تجربی از چنین اثراتی ضعیف است.

۳-۱-۱. اعتبار سیاست گذار

اگرچه انگیزه اصلی برای اتحادیه پولی در اروپا از میل به تقویت همگرایی ناشی می‌شود، ولی با فرو ریختن نظام برتون وودز این برنامه‌ها نیز از رده خارج شد. در همان زمان کشورهای اروپایی مجدداً ترتیبات نرخ‌های ارز ثابت را بین خودشان برقرار کردند و سیاست اصلی آنها به سمت کنترل تورم معطوف شد. در تلاش برای کاهش تورم، این گونه استدلال می‌شد که نرخ‌های ارز میخکوب شده یک لنگراسمی بالقوه فراهم می‌کند، که این لنگراسمی انتظارات تورمی را کاهش داده و به بانک مرکزی کمک می‌کند تا بتواند

۱۲- به عنوان نمونه می‌توان مطالعات (۱۹۹۱) Caballero، (۱۹۹۲) Aizenman، و (۱۹۹۴) Ghosh and Pesenti را نام برد.

13- Optimum Currency Area

۱۴- مطالعات کلاسیک اصلی در این زمینه عبارتند از: (۱۹۶۱) Mundell، (۱۹۶۳) McKinnon، و (۱۹۶۹) Kenen. لازم به ذکر است که (۱۹۷۶) Tower and Willet نیز مروری بر مطالعات انجام شده در این زمینه از ادبیات انجام داده‌اند. علاوه بر اینها اخیراً (۲۰۰۰) De Grauwe نیز مطالعاتی موردی در زمینه اروپا انجام داده است.

15 -Eichengreen(1990), Blanchard and Katz(1992), Sala-i-Martin and Sachs(1992), De Grauwe(2000)

16 -Edwards(1993b), Glick and Wihlborg(1997), Frankel and rose(2000).

به اهداف خود درباره تورم دست یابد. زیربنای نظری برای این بحث مبتنی بر کار بارو و گوردون (۱۹۸۸)^{۱۷} بود که در چارچوب یک اقتصاد بسته، ترتیبات بین بانک مرکزی و تعیین کنندگان دستمزد را به شکل یک بازی مدلسازی کرده بودند. در مدل آنها، دستمزدهای اسمی قبل از اینکه بانک مرکزی تصمیم به سیاست پولی بگیرد، تعیین می‌شود و بنابراین نرخ تورم را تعیین می‌کند. هدف بانک مرکزی این است که هم بیکاری و هم تورم را توأمان حداقل کند. این یک انگیزه‌ای برای بانک مرکزی ایجاد می‌کند که تورم‌های «غافلگیرانه» ایجاد کند تا بدین وسیله نرخ‌های حقیقی دستمزد را کاهش داده و بدین وسیله اشتغال را افزایش دهد.

ولی کارگران "عقلایی" که از قبل این انگیزه بانک مرکزی را می‌دانند، آنرا در تقاضای خود برای دستمزدهای اسمی لحاظ می‌کنند. بنابراین تحت سیاست پولی ارشادی^{۱۸} اقتصاد یک تورش تورمی را به ارث می‌برد، اما نرخ بیکاری در همان نرخ بیکاری طبیعی باقی می‌ماند. در این شرایط، قول بانک مرکزی مبنی بر اینکه تورم غافلگیرانه ایجاد نمی‌کند، معتبر نیست، زیرا در شرایطی که کارگران این قول را باور کنند و با توجه به این قول و انتظارات تورمی دستمزدهای پایین‌تری را بپذیرند، بانک مرکزی انگیزه خواهد داشت که تورم غافلگیرانه ایجاد کند. تحت چنین شرایطی که سیاست‌گذار به دلیل سابقه قبلی عدم تعهد عملی به آنچه که به عموم اعلان کرده است از اعتبار کافی برخوردار نیست، اجرای سیاست ضد تورمی، با هزینه نرخ‌های بیکاری بالا همراه خواهد بود. راه خروج از چنین وضعیتی این است که بانک مرکزی بتواند (از طریق مکانیسم‌هایی) در عمل خود را به تورم پایین متعهد و ملتزم کند. در چنین شرایطی انتظارات تورمی عاملان اقتصادی تعدیل شده و قول مقامات پولی مبنی بر عدم ایجاد تورم غافلگیرانه معتبر خواهد بود. در یک دنیای غیرتصادفی که در آن شوک تصادفی رخ نمی‌دهد، چنین وضعیتی لزوماً به معنی افزایش رفاه جامعه است، اما در شرایطی که شوک‌های تصادفی (حقیقی و پولی) به اقتصاد وارد می‌شود، لزوماً رفاه افزایش نمی‌یابد. دلیل این تفاوت آن است که در یک دنیای تصادفی (یعنی شرایطی واقعی‌تر که در آن شوک‌های تصادفی به اقتصاد وارد می‌شود) التزام بانک مرکزی به تورم پایین اگرچه انتظارات تورمی را کاهش می‌دهد، اما به همین ترتیب ابتکار عمل مقامات پولی برای عکس‌العمل به شوک‌های حقیقی نیز محدودتر می‌شود. در واقع یک بده بستانی^{۱۹} بین افزایش اعتبار بانک مرکزی و کاهش انتظارات تورمی با ابتکار عمل بانک مرکزی برای مواجهه با شوک‌های حقیقی وجود خواهد داشت.

اما بانک مرکزی چگونه می‌تواند خود را به تورم پایین متعهد کند؟ در یک اقتصاد بسته بانک مرکزی می‌تواند با عدم ایجاد تورم غافلگیرانه در طول زمان و التزام عملی به قولهای رسمی خود، کم‌کم این انتظار را در بین عاملان اقتصادی ایجاد کند که بانک مرکزی به آنچه که اعلام می‌کند، در عمل نیز پایبند است.^{۲۰} اما در یک اقتصاد باز قفل کردن پول ملی به پول یک کشوری که نرخ تورم پایینی دارد و مقامات پولی در آن کشور

17 - Barro & Gordon (1983)

18 - Discretionary

19 - Trade-off

20 - Roggof (1985)

از اعتبار کافی برخوردار هستند، جایگزین مناسبی است. زیرا در این شرایط اگرچه بانک مرکزی هنوز انگیزه دارد که تورم غافلگیرانه ایجاد کند، ولی در رژیم قفل شده بانک مرکزی برای ایجاد تورم غافلگیرانه ابتکار عمل نخواهد داشت. زیرا در این شرایط نرخ تورم توسط نرخ تورم (و بالطبع سیاست های پولی) کشوری که پول ملی به آن قفل شده تعیین می شود. در واقع در این شرایط بانک مرکزی کنترل حجم پول را از دست می دهد.^{۲۱} در این شرایط اگرچه انتخاب رژیم قفل شده می تواند یک تعهدی برای بانک مرکزی ایجاد کند، اما باید دقت کرد که خود این رژیم نیز باید از اعتبار کافی برخوردار باشد. به بیان دیگر، عاملان اقتصادی باید باور کنند که مقامات پولی نرخ ارز رسمی را - که پول ملی بر اساس آن به پول کشوری دیگر قفل شده حفظ خواهند کرد و دائما ارزش پول ملی را برای کاهش موقت نرخ بیکاری کاهش نخواهند داد. این تنها در شرایطی اتفاق می افتد که هزینه (سیاسی و اقتصادی) تغییر نرخ ارز رسمی و تعدیل پیاپی نرخ ارز بالا باشد.^{۲۲} بنابراین هزینه های بالای کنار گذاشتن رژیم ارزی قفل شده می تواند باعث افزایش اعتماد کارگزاران اقتصادی به عدم ترک رژیم قفل شده و در نتیجه افزایش اعتبار سیاست گذار پولی شود. بنابراین بر خلاف نتیجه گیری که از بررسی ویژگی های رژیم های ارزی که در بخش های قبلی بیان گردید، نتیجه گیری کلی از ادبیات اعتبار سیاست گذار پولی این است که هر چه پول ملی به پول کشوری با تورم پایین سخت تر قفل شده باشد، بهتر است.

۴-۱-۱. تقسیم بندی رژیم های ارزی

چگونه می توان رژیم ارزی یک کشور را طبقه بندی کرد؟ پاسخ مبتنی بر متون نظری این است که رژیم نرخ های ارزی «ثابت» و یا «شناور» است. اما در دنیای واقعی چنین تقسیم بندی دوگانه ای وجود ندارد. زیرا بیشتر دولت ها سعی می کنند که بین عرصه سه گانه استقلال سیاست پولی، رژیم ارزی ثابت و تحرک کامل سرمایه که به عنوان «سه گانه غیرممکن» شناخته می شود سازش برقرار کنند.^{۲۳} به همین دلیل تنوع رژیم های ارزی در عمل بسیار زیاد است. رژیم های ارزی معمول و متداول از اتحادیه های پولی و رژیم میخکوب شده سنتی شروع می شود و تا رژیم میخکوب شده قابل تعدیل، هدف گذاری ارز در یک دامنه و شناور با درجات مختلف دخالت دولت تقسیم می شود.

به طور ساده یک رژیم ارزی میخکوب شده رژیمی است که در آن نرخ ارز ثابت است و یا در یک دامنه محدود و از پیش تعیین شده نوسان می کند. اما میخکوب کردن پول ملی به پول خارجی فراتر از این است. زیرا این کار به معنی تعهد رسمی بانک مرکزی به حفظ نرخ برابری از طریق دخالت در بازار ارز و هماهنگی سیاست های پولی با نرخ ارز قفل شده است، در حالی که در رژیم شناور چنین تعهدی وجود ندارد.

21 - Ghosh, A. R., Glude, A. M., Ostry, J. and Wolf, H. C., (1997),

۲۲- برای مطالعه بیشتر در زمینه ارتباط بین میزان التزام و پایداری مقامات پولی به رژیم قفل شده و هزینه های ترک آن به مطالعه Cukierman, Kiguel, and Liviatan (۱۹۹۲) مراجعه کنید.

23 -Frankel (1999)

یک راه برای طبقه‌بندی رژیم ارزی یک کشور این است که رژیم ارزی هر کشوری براساس گزارشات رسمی مقامات پولی آن کشور به صندوق بین‌المللی تعیین شود. این درواقع یک طبقه‌بندی رسمی از رژیم ارزی کشورها در اختیار ما قرار می‌دهد. درواقع در این طبقه‌بندی (که به طبقه‌بندی De Jure معروف است) تاکید بر نقش اعلان رسمی مقامات پولی در انتظارات کارگزاران اقتصادی است. درواقع این طور تحلیل می‌شود که رژیم ارزی دو کشور با شرایط برابر از نظر اقتصادی می‌توانند متفاوت باشند، اگر مقامات پولی این دو کشور رسماً دو رژیم ارزی متفاوت از یکدیگر را به عنوان رژیم های ارزی مورد نظر اعلان کنند. زیرا این اعلان رسمی اهداف و نیات آتی مقامات پولی این دو کشور را منعکس می‌کند، که درنهایت شکل‌گیری انتظارات بخش خصوصی را تحت تاثیر خود قرار می‌دهند.

اما مشکل اینجا است که اگر رژیم رسمی یک کشور از نوع قفل شده باشد، اما نرخ قفل شده به طور مکرر در طول زمان تعدیل شود، آیا باز هم می‌توان رژیم ارزی این کشور را از نوع قفل شده به حساب آورد؟ دولت هایی که دائماً نرخ قفل شده را تعدیل می‌کنند و از طریق آن سیاست های پولی انبساطی اجرا می‌کنند، نمی‌توانند از منافع بلندمدت کسب اعتبار که در بلندمدت برای رژیم های ارزی قفل شده ایجاد می‌شود، استفاده کنند. درواقع اگر بانک مرکزی نرخ قفل شده را حفظ نکند دیگر نمی‌توان آن رژیم ارزی را از نوع ثابت تفسیر کرد. به همین ترتیب اگر بانک مرکزی دائماً در بازار ارز دخالت کند، دیگر نمی‌توان رژیم ارزی را از نوع شناور آزاد دانست.^{۲۴} تا زمانی که در عمل تعداد زیادی از این رژیم های "قفل شده نرم" و "شناور سخت"^{۲۵} وجود داشته باشد، طبقه‌بندی رسمی رژیم های ارزی کشورها گمراه‌کننده است. به همین دلیل رویکردی رقیب برای طبقه‌بندی رژیم های ارزی کشورها (که به طبقه‌بندی De Facto معروف است) در ادبیات بوجود آمده است که براساس آن رژیم ارزی کشورها باتوجه به رفتار واقعی نرخ ارز و نیز برخی از شاخص های پولی آنها تعیین می‌شود.^{۲۶} اما باید توجه کرد که طبقه‌بندی مبتنی بر مشاهده رفتار نرخ ارز (یا طبقه بندی غیر رسمی) در کشورها نیز چندان خالی از اشکال نیست. طبقه‌بندی رسمی درواقع اطلاعاتی درباره اهداف سیاستی مقامات پولی به ما می‌دهد ولی طبقه‌بندی غیررسمی تنها به گذشته توجه دارد، زیرا تنها به آمار آنچه که اتفاق افتاده توجه می‌کند. علاوه براین، ثبات نرخ ارز در آمارهای پولی یک کشور هم می‌تواند نشان‌دهنده دخالت دائمی مقامات پولی یک کشور نسبت به کشوری که نرخ های ارز کمتر باثباتی دارد، باشد (و بنابراین رژیم ارزی کشور اول نزدیک به رژیم ثابت و رژیم ارزی کشور دوم نزدیک به شناور تفسیر می‌گردد) و هم می‌تواند منعکس کننده این موضوع باشد که در کشور اول شوک های پولی و حقیقی در مقایسه با کشور دوم از فراوانی و دامنه کمتری برخوردار بوده‌اند. بنابراین در این حالت نمی‌توان ثبات نرخ ارز را به دخالت های بیشتر مقامات پولی کشور اول در بازار تفسیر نمود.

24 - Calvo and Reinhart (2000a, b), Haussmann, Panizza and Stein (2000).

25 - "Soft Pegs" and "Hard Floats"

۲۶- به عنوان نمونه به مطالعات زیر مراجعه کنید:

Poiron (2001) and Yeyati and Sturzenegger (1999), Calvo and Reinhart (2000a, b)

اساساً ممکن است کیفیت و کمیت شوک های وارد شده به دو کشور کاملاً از هم متفاوت باشد. در این صورت کار مقایسه دو کشور بسیار مشکل می شود. به عنوان نمونه، به طور طبیعی نرخ ارز در یک اقتصاد کوچک با پایه صادراتی محدود که در آن رژیم شناور اعمال می شود، در مقایسه با اقتصادی بزرگ با پایه صادراتی متنوع که از رژیم شناور تبعیت می کند، تغییرپذیری بیشتری خواهد داشت. این مشکلات باعث شده است که در طبقه بندی غیررسمی^{۲۷} متغیرهایی برای کنترل ویژگی های کشورها نیز لحاظ شود.^{۲۸}

۲-۱. انواع رژیم های ارزی رایج در اقتصادهای نوظهور و در حال توسعه

به نظر می رسد که در اقتصادهای نوظهوری که به میزان بیشتری با بازارهای مالی جهانی ارتباط دارند، تمایل به رژیم های ارزی شناور بیشتر است، اما در اقتصادهای در حال توسعه و اقتصادهای در حال گذار که هنوز ارتباط مالی بالایی با بازار مالی جهانی ندارند، اجرای موفق رژیم های شناور مشکل تر است. برای این دسته از کشورها معمولاً رژیم های ارزی ثابت می تواند نقش یک لنگر اسمی را برای سیاست پولی اجرا کند. دلیل این تفاوت بین کشورها را باید در پیش نیاز لازم برای اجرای موفق رژیم های شناور جستجو نمود، زیرا پیش نیاز یک رژیم ارزی شناور، توسعه بازارهای مالی کشور است. با این توصیف به راحتی می توان دریافت که بسیاری از کشورهای در حال توسعه هنوز به چنین شرایطی دست پیدا نکرده اند. به همین دلیل از به کارگیری رژیم های ارزی شناور پرهیز می کنند. در واقع اگرچه درصد نسبتاً بالایی از آنها در گزارشات رسمی، رژیم ارزی خود را "شناور مدیریت شده" توصیف می کنند، اما در عمل یکی از اشکال رژیم های ثابت را اجرا می کنند و اجازه نوسانات محدودی برای نرخ ارز حول این نرخ را می دهند.

معمولاً شرایطی وجود دارند که باعث می شوند که کشورها یک رژیم ارزی ثابت را به شناور ترجیح دهند.^{۲۹} این شرایط به صورت کلی عبارتند از:

- درجه تعامل و همگرایی با بازار سرمایه بین المللی پایین باشد؛
- سهم تجارت با کشوری که پول ملی به آن قفل می شود، بالا باشد؛
- شوک هایی که به کشوری که پول به آن قفل می شود وارد می شود شبیه به شوک های وارد شده به اقتصاد ملی باشد؛
- سیاست پولی در کشوری که پول ملی به آن قفل می شود از اعتبار کافی و لازم برخوردار است؛
- نظام اقتصادی و مالی از قبل وابستگی زیادی به اقتصاد کشوری که پول ملی به آن قفل می شود داشته باشد،
- به دلیل تجربه تورم های بالا، تثبیت نرخ ارز می تواند مانند یک لنگر اسمی عمل کند و به همین دلیل

27 - De Facto Classification

28-Calvo and Reinhart (2000a, b), Kaminsky and Schmukler(2001), Levy-Yeyati and Sturzenegger(1999).

29-Szapary, G.(2001)

این سیاست در بین سیاست گذاران جذابیت بیشتری پیدا می‌کند.

- سیاست مالی کشور از ثبات و انعطاف پذیری بالایی برخوردار باشد؛
- بازار کار کشور انعطاف پذیر باشد؛
- میزان ذخایر بین‌المللی کشور بالا باشد.

با وجود این شرایط تبعیت از یک رژیم ارزی قفل شده (و یا نزدیک به آن) عملاً به رژیم های شناور ترجیح داده می‌شود.

۱-۲-۱. رژیم های ارزی قفل شده

با توجه به معیارهایی که بیان شد، گروهی از کشورها که رژیم ارزی قفل شده برای آنها مناسب به نظر می‌رسد، آنهایی هستند که اقتصادهای کوچکی در مقایسه با دیگر کشورها دارند (با GDP کمتر از ۵ میلیارد دلار در سال) و نیز یک شریک عمده تجاری دارند که سیاست‌های پولی با ثباتی دارد. در این گونه کشورها عموماً این انتظار وجود ندارد که استقلال سیاست پولی وجود داشته باشد و عملاً سیاست‌های پولی شریک عمده تجاری آنها که پول خود را به آن قفل کرده‌اند، تعیین کننده میزان عرضه پول در کشور خواهد بود.

علاوه بر این کشورها، برای برخی کشورهای در حال توسعه که با مساله مبارزه با نرخ های بالای تورم روبه‌رو هستند، نیز رژیم های قفل شده می‌تواند مفید باشد. این کشورها می‌توانند پولی ملی خود را به پول ملی کشوری که دارای سابقه تورم پایین و سیاست‌های پولی معتبر^{۳۰} است، قفل کنند و از این طریق برای خود اعتبار کسب کنند. نکته کلیدی برای موفقیت در این موارد اطلاع از زمان و چگونگی استفاده و خروج از یک رژیم قفل شده (با هدف کاهش تورم) است. زیرا در بلندمدت نمی‌توان به یک رژیم قفل شده متکی بود و باید کم کم به سمت رژیم های انعطاف پذیر حرکت کرد.

علاوه بر این کشورها، برخی کشورهای در حال توسعه با اندازه اقتصاد بزرگ، متوسط و کوچک و نیز اقتصادهای در حال گذار وجود دارند که در آنها انواع رژیم های «قفل شده»، «هدف گذاری ارز در یک دامنه محدود»، «ثابت خزنده» و یا «شناور با مدیریت شدید» اجرا می‌شود. بارزترین مثال این کشورهای در حال توسعه، چین است.

سیاست رسمی نرخ ارز در چین «شناور مدیریت شده» اعلام شده است، اما نرخ "یوان" از ۱۹۹۵ به بعد به میزان زیادی به دلار آمریکا ثابت شده است. اقتصاد چین با دارا بودن میزان قابل توجه مازاد حساب جاری و ذخایر قابل توجه ارزی و نیز با کنترل‌هایی که به بازار ارز برای محدود کردن جریان خروج و ورود سرمایه اعمال می‌کرد، توانست وضعیت رژیم ارزی خود را که عملاً یک نرخ ارز ثابت در مقابل دلار آمریکا بود، حفظ کند و به همین دلیل اثرات منفی بحران مالی شرق آسیا در ۱۹۹۷ به این کشور کمتر سرایت کرد. در سال های اخیر

دولت چین سعی کرده است تا با گسترش زیرساخت های مالی به ویژه در بخش بازار ارز به سمت رژیم ارزی که در عمل نیز شناور باشد، حرکت کند. وضعیت بسیاری از کشورهای در حال توسعه از نظر میزان توسعه بازارهای مالی به یکدیگر شبیه است. در بسیاری از کشورهای در حال توسعه به دلیل اینکه میزان ادغام آنها با بازار مالی جهانی اندک است، حداقل در کوتاه مدت نسبت به اقتصادهای نوظهور آسیب پذیری کمتری در مقابل فشارهای سفته بازی بر نرخ های ارز قفل شده دارند. اغلب این کشورها با توجه به فقدان زیرساخت های مالی مناسب برای بازار ارز یا در عمل رژیم های قفل شده را اعمال می کنند و یا شناور با مدیریت شدید.

بسیاری از این رژیم ها می تواند با موفقیت کار کند، مشروط به آن که برخی شرایط کلیدی محقق شوند. مهمترین این شرایط، توجه به پیوند بین سیاست پولی و سیاست ارزی است. اگرچه ممکن است که سیاست پولی به ویژه در رژیم های قفل شده، انعطاف پذیری محدودی برای دستیابی به اهداف مرسوم خود داشته باشد، اما باید توجه کرد که رشد بی رویه حجم پول و اعتبار داخلی می تواند اثرات منفی قابل توجهی بر کارکرد رژیم ارزی داشته باشد. اگر عدم تعادل قابل توجهی بین نرخ ارز موجود و نرخ که تعادل را به اقتصاد برمی گرداند، بوجود آید، باید قبل از اینکه عدم تعادل به سایر بخش ها و بازارهای اقتصاد نیز سرایت کند، با اصلاح نرخ ارز آنرا جبران کرد. رشد بی رویه حجم پول در واقع این عدم تعادل ها را به بازار ارز منتقل می کند و مدیریت نرخ ارز را با چالش روبه رو می کند.

مساله دیگری که به ویژه در رژیم های ارزی قفل شده و نیز رژیم های شناوری که شدیداً مدیریت می شوند، باید به آن توجه کرد این است که در شرایطی که نرخ ارز برای مدت زمانی قابل توجه در یک دامنه قابل پیش بینی نوسان کند، این علامت به بازرگانان و عاملان اقتصادی داده می شود که احتمال اینکه نرخ ارز در آینده نیز در همین دامنه باشد بالا بوده و از این رو یک وضعیت شبه بیمه ای^{۳۱} در بازار ارز اتفاق می افتد. اگر عاملان اقتصادی در این شرایط و با این وضعیت شبه بیمه ای اقدام به دریافت تعهدات قابل توجهی بر حسب پول خارجی کنند، در این صورت تعدیل هایی که برای جلوگیری از انتشار عدم تعادل بازار ارز به سایر بازارها لازم و ضروری می شود، باعث می شود که ارزش بدهی این عاملان اقتصادی بر حسب پولی ملی افزایش یابد.^{۳۲} این وضعیت می تواند در مواقعی که نیاز به تعدیل بازار ارز بوجود می آید، به مانعی بزرگ برای مقامات پولی تبدیل شود و آنها نتوانند مانع از گسترش دامنه عدم تعادل به سایر بازارها شوند، زیرا افزایش نرخ ارز که برای جلوگیری از انتشار عدم تعادل به سایر بازارها ضروری است، می تواند موجی از ورشکستگی ها را ایجاد کند. به همین دلیل کشورهایی که قصد ادغام شدن به بازارهای مالی جهانی را دارند، باید اقدامات لازم برای پیشگیری از چنین وضعیتی را انجام دهند.

در بیشتر کشورهای در حال توسعه که با مشکل اعتبار سیاست پولی روبه رو هستند، یک لنگر مناسب اسمی که قابل اعتماد بخش خصوصی نیز باشد و بانک مرکزی بتواند براساس آن اعتبار کسب کند، وجود ندارد.

به همین دلیل نرخ های ارز قفل شده و یا شناور با مدیریت شدید می تواند به عنوان تنها گزینه این کشورها، به مانند یک لنگر اسمی عمل کرده و اعتبار سیاست پولی را (که برای کاهش انتظارات تورمی ضروری است) ترمیم کند.

۲-۱-۲. انواع رژیم های ارزی قفل شده، قفل شده به یک سبد ارزی، هدف گذاری نرخ ارز در

یک دامنه، ثابت خزنده و شناور مدیریت شده

رژیم های ارزی قفل شده بدین معنی است که مقامات پولی به صورت صریح و اسمی و یا ضمنی متعهد می شوند که نوسانات نرخ ارز را به میزانی محدود کنند، تا نرخ ارز بتواند به درستی نقش یک لنگر اسمی را برای انتظارات تورمی عاملان اقتصادی درباره رفتار نرخ ارز و نیز به تبع آن سیاست پولی بازی کند. طیف گسترده ای از رژیم های ارزی دارای این مشخصه کلی هستند. این رژیم ها با درجات مختلف انعطاف پذیری نرخ ارز از رژیم کاملاً قفل شده به یک پول خارجی و رژیم های قفل شده به یک سبد ارزی، هدف گذاری نرخ ارز در یک دامنه، قفل شده قابل تعدیل و دامنه قابل تعدیل تا قفل شده خزنده و شناور مدیریت شده را شامل می شوند.

کامل ترین شکل یک رژیم ارزی قفل شده یک «اتحادیه پولی»^{۳۳} است. در یک اتحادیه پولی سیاست پولی کاملاً تابع رژیم ارزی خواهد شد، و انبساط و انقباضی پایه پولی (و بنابراین نرخ بهره) تحت تاثیر جریانات ورود و خروج ارز خواهد بود. در این رژیم جایی برای تعدیل نرخ های ارز حقیقی از طریق تغییر دادن نرخ ارز اسمی، باقی نمی ماند. به همین ترتیب تعدیلات لازم در مواجهه با تغییر شرایط اقتصادی که بر نرخ ارز تعادلی صورت می گیرد، دیگر اتفاق نمی افتد و در نتیجه این تغییرات به سایر متغیرها از جمله، قیمت ها و هزینه ها و نیز بیکاری و تولید منتقل می شود. به همین دلیل کشورهایی که یک اتحادیه پولی تشکیل می دهند، باید برای جبران این کاستی به دنبال دیگر ابزارهای تعدیل سیاستی باشند. هم در مورد کشورهایی که یک اتحادیه پولی تشکیل می دهند و هم در مورد کشورهایی که رژیم های قفل شده ای با شدت کمتر از یک اتحادیه پولی را انتخاب کرده اند، یک راه مناسب برای حفظ ویژگی لنگر اسمی بودن نرخ ارز و در عین حال کسب امکان تعدیل در مقابل تغییرات و نوسانات قابل توجه در ارزش پول های مهم جهانی (مانند دلار، یورو، ین و پوند)، قفل کردن پولی ملی به یک سبد ارزی است.

معمولاً در رژیم های ارزی قفل شده به یک سبد ارزی، وزن پول های مختلف براساس ترکیب جغرافیایی الگوی تجارت کشور، و یا براساس وزن های حق برداشت مخصوص^{۳۴} تعیین می شود. این رژیم ارزی در مقایسه با رژیم ارزی قفل شده به یک پول، این مزیت را داراست که نوسانات و تغییرات در نرخ ارز اسمی و حقیقی موثر را کاهش می دهد. این رژیم به ویژه برای کشورهایی مناسب تر می باشد که الگوی تجارت آنها با ترکیبی از پول های مهم جهانی مرتبط است. با این حال، نقطه ضعف این رژیم ارزی آن است که منافع حاصل از انتقال اطلاعات

33- Currency board

34 -SDR

به شیوه‌ای راحت‌تر از دست می‌رود و امکان مقایسه قیمت‌های داخلی با قیمت‌های یک پول خارجی (در مقایسه با قفل کردن به یک پول خارجی) کاهش می‌یابد. به همین دلیل در عمل این رژیم در محدودی از کشورها اعمال می‌شود و اکثر کشورهایی که رژیم قفل شده دارند، پول ملی را به یک پول واحد قفل می‌کنند. بیشتر کشورهایی که رژیم‌های قفل شده را انتخاب می‌کنند، هیچ‌گاه به طور مطلق نرخ ثابتی را اعمال نمی‌کنند، بلکه تعهد رسمی مبنی بر حفظ نرخ ارز در یک دامنه مجاز را قبول می‌کنند. این تعهد می‌تواند به شکل اعلام عمومی دامنه مجاز برای نوسانات نرخ ارز باشد که مقامات پولی آنرا تعریف می‌کنند و تلاش می‌کنند که با خرید و فروش نرخ ارز آنرا در این دامنه حفظ کنند، و یا شکل غیررسمی داشته باشد که عملاً توسط بانک مرکزی انجام می‌شود و فعالان اقتصادی به تجربه دریافته‌اند که مقامات پولی به چه شیوه‌ای نرخ ارز را در یک دامنه حفظ می‌کنند. تمایز بین رژیم قفل شده و این رژیم که در آن ارز در یک دامنه مجاز و محدود نوسان می‌کند، کاملاً مشخص نیست، اما معمولاً یک رژیم قفل شده را بر این اساس تعریف می‌کنند که در آن حاشیه مجاز نرخ ارز کمتر یا مساوی ۲/۲۵ درصد بالا و پایین نرخ اسمی ارز باشد. البته نرخ ارز و نیز دامنه مجاز نوسان می‌توانند ثابت باشند و یا به طور دوره‌ای مورد بازنگری قرار گیرند. در این حالت این رژیم در عمل تبدیل به رژیم خزنده یا لغزنده شبیه‌تر است تا رژیم ثابت.

زمانی که نرخ تورم در یک کشور به میزان قابل توجهی بالاتر از نرخ تورم در کشورهای عمده صنعتی است و اقدامات فوری برای کاهش سریع نرخ تورم به نرخ‌های پایین، عملی و یا مطلوب نیست، یکی از گزینه‌های مناسب اجرای رژیم قفل شده خزنده و یا رژیم قفل شده خزنده‌ای است که در آن دامنه مطلوب نوسان نیز تعدیل می‌شود. در این رژیم نرخ خزندگی^{۳۵} برای دوره بعد از قبل توسط بانک مرکزی اعلام می‌شود، تا بر روی انتظارات تورمی دوره بعد تاثیر بگذارد. برای اینکه این ترتیبات ارزی بتواند در کنترل انتظارات تورمی موثر باشد، باید مقامات پولی تعهد جدی به آنچه که از قبل اعلام می‌کنند، داشته باشند. این در صورتی اتفاق می‌افتد که هزینه‌های تخطی مقامات پولی از آنچه که از قبل اعلام کرده‌اند، بالا باشد. این هزینه‌ها به این صورت است که با تخطی مقامات پولی از آنچه که رسماً اعلام می‌شود، اعتماد عاملان اقتصادی به مقامات پولی از بین می‌رود و پس از مدتی انتظارات تورمی حساسیت خود را به اعلام مقامات از دست می‌دهند. در این شرایط سیاستهای ضد تورمی احتمالاً با شکست روبه‌رو می‌شوند. وقتی این هزینه‌ها بالا باشد و مقامات پولی سعی در اجتناب از آن داشته باشند، برای حفظ اعتبار خود و اجتناب از این هزینه‌ها از تخطی از آنچه که اعلام کرده‌اند، پرهیز خواهند کرد.^{۳۶}

مشکل اصلی که در ارتباط با ترتیبات هدف‌گذاری ارز در یک دامنه (شامل دامنه خزنده) وجود دارد این است که وقتی نرخ ارز به حد این دامنه نزدیک می‌شود (به ویژه به حدی بالای آن) در این صورت این ترتیبات

عملاً تبدیل به رژیم قفل شده می‌شوند. در این شرایط کاهش ارزش پول ملی وجود دارد. این شرایط به اعتبار سیاست گذار پولی لطمه می‌زند. در آن سوی طیف رژیم‌های ارزی، وقتی به سمت انعطاف‌پذیری بیشتر نرخ‌های ارز حرکت می‌کنیم، به رژیم «شناور مدیریت شده»^{۳۷} می‌رسیم. متأسفانه تعریف دقیقی برای این رژیم ارزی وجود ندارد و معانی مختلفی از آن استنباط می‌شود. به همین ترتیب این رژیم به یک طیفی از ترتیبات ارزی شامل رژیم‌هایی که عملاً نزدیک به قفل شده هستند تا رژیم‌هایی که نزدیک به شناور آزاد هستند، نسبت داده شده است. در آن سوی این طیف که نزدیک به ترتیبات ارزی قفل شده است، ملاحظاتی که تاکنون درباره رژیم‌های ارزی ثابت بیان شد، به این رژیم هم قابل تسری است. به این ترتیب که در این رژیم که در آن نرخ ارز به میزان بالایی مدیریت می‌شود، این رژیم یک لنگر اسمی برای سیاست گذار پولی فراهم می‌کند که می‌تواند انتظارات درباره نرخ‌های ارز و تورم آتی را کنترل کند. اما این رژیم به میزان زیادی در معرض فشارهای ناشی از هجوم سفته‌بازان به بازار ارز، بحران‌های مالی پیامد آن و در نهایت فروپاشی این ترتیبات ارزی قرار دارد که هزینه‌های بالایی را به اقتصاد تحمیل خواهد کرد.

در طیف دیگر رژیم شناور مدیریت شده که نزدیک به شناور آزاد است، نرخ ارز کارکرد لنگر اسمی بودن را ندارد و در عوض اختیار و ابتکار عمل سیاست پولی افزایش می‌یابد. به همین دلیل امکان از دست دادن اعتبار سیاست پولی تحت این شرایط به دلیل انجام سیاست‌های ارشادی از سوی مقامات پولی افزایش می‌یابد. برای حل این مشکل راه‌حلی‌هایی پیشنهاد شده است که به طور مفصل در بخش بعدی گزارش به آنها پرداخته می‌شود.

۳-۱. رژیم ارزی شناور مدیریت شده

به بیانی ساده، یک رژیم ارزی شناور مدیریت شده ترکیبی از یک رژیم ارزی ثابت و یک رژیم ارزی شناور است. در این رژیم ارزی، بانک مرکزی یک بخشی از ساختار سازمانی خود را برای دخالت در بازار ارز تخصیص می‌دهد. در این رژیم ارزی دولت یا مقامات پولی یک نرخ ارز رسمی را به عنوان هدف اعلام نمی‌کنند، اما نرخ ارز نیز به صورت کاملاً آزاد در بازار نوسان نمی‌کند، بلکه تحت تاثیر دخالت‌های بانک مرکزی قرار دارد. ممکن است که بانک مرکزی در هر زمانی یک دامنه قابل قبول ضمنی را برای نرخ ارز مد نظر داشته باشد که بر اساس آن در بازار ارز دخالت می‌کند.^{۳۸} اگر نرخ ارز در این دامنه قرار داشته باشد، در این صورت در بازار دخالت نمی‌کند، اما اگر نرخ ارز از این دامنه تجاوز کند، در این صورت با دخالت خود در بازار آن را به دامنه مورد نظر بازمی‌گرداند.^{۳۹} باید به این نکته توجه شود که یکی از مهمترین شرایط اجرای موفق این رژیم ارزی این است که دامنه ضمنی مورد نظر مقامات پولی در این رژیم، باید نزدیک به نرخ تعادلی ارز باشد. در غیر این صورت اگر دامنه مورد نظر بیشتر از نرخ تعادلی باشد، در این صورت مقامات پولی مجبور خواهند بود که دائماً پول خارجی اضافی را از

37 - Managed Floating

38 - Portes, De Grauwe, and Honkapohja, (1998)

39 - Stanlake & Grant, 2000, P.527

بازار جمع کنند که در این صورت در بلندمدت حجم ذخایر ارزی بانک مرکزی به صورت بی‌رویه افزایش خواهد یافت، ضمن اینکه تبعات تحمیل نرخ غیر تعادلی ارز به اقتصاد نیز وجود خواهد داشت. برعکس، اگر این دامنه پایین‌تر از نرخ تعادلی باشد، در این صورت پس از مدتی ذخایر ارزی بانک مرکزی تمام خواهد شد، زیرا مجبور خواهد بود که دائماً ارز اضافی به بازار تزریق کند. در واقع اجرای این رژیم باید به گونه‌ای باشد که بدون دخالت بانک مرکزی، نرخ ارز در حول و حوش تعادل باشد و در واقع در مواقع محدودی که این نرخ به‌طور غیرطبیعی از تعادل دور شد، بانک مرکزی با دخالت خود آنرا به تعادل بازگرداند.

با توجه به شدت مدیریت نرخ ارز و میزان دخالت مقامات پولی در این رژیم ارزی، طیفی را برای این رژیم ارزی در نظر گرفت که در یک سوی آن رژیم‌هایی هستند که به واسطه محدود بودن دامنه نوسان مجاز مقامات پولی، ویژگی‌های این رژیم ارزی بسیار نزدیک به رژیم‌های ارزی ثابت است، و در سوی دیگر این طیف رژیم‌های ارزی قرار دارند که به دلیل دخالت بسیار محدود مقامات پولی در بازار، رژیم مورد نظر بسیار شبیه به رژیم شناور آزاد است.

در حال حاضر رژیم‌های "میانی" از نوع شناور مدیریت شده در بین کشور، شیوع پیدا کرده است. با وجود اینکه این رژیم در بسیاری از کشورها اجرا می‌شود، ولی هنوز تعریف دقیق و مشخصی از آن ارایه نشده و به درستی درک نشده است.^{۴۰} آنچه که ممکن است بیشتر مورد توافق اقتصاددانان مختلف درباره تعریف این رژیم باشد، آن است که اصولاً در رژیم شناور مدیریت شده تلاش می‌شود تا بتوان سطح نرخ ارز را تغییر داد. با این حال، بسیاری از کشورهایی که قبلاً صندوق بین‌المللی پول آنها را در دسته "شناور آزاد" طبقه‌بندی می‌کرد، در عمل از زمانی به زمان دیگر در بازار دخالت می‌کردند تا بتوانند تغییرات نرخ ارز-یا به بیان دقیق‌تر، نااطمینانی ناشی از نوسانات نرخ ارز-را کاهش دهند و اصلاً تغییر سطح نرخ ارز مورد نظر آنها نبوده است.

در اینجا برخی پرسشهای اساسی وجود دارند که برای توصیف بهتر این رژیم ارزی باید به آنها پاسخ گفت:

- آیا هرگونه دخالت بانک مرکزی در بازار ارز را می‌توان در چارچوب این رژیم توضیح داد؟
- آیا رژیم شناور مدیریت شده را تنها می‌توان به هدف‌گذاری نرخ ارز در یک دامنه و کاهش نوسانات نرخ ارز در داخل این دامنه نسبت داد؟
- آیا بهتر است بانک مرکزی مسئول سیاست ارزی باشد یا دولت؟

۱-۳-۱. تعریف رژیم شناور مدیریت شده

فیشر (۲۰۰۱)^{۴۱} به دسته‌بندی رژیم ارزی کشورها توسط صندوق بین‌المللی پول - که در آن رژیم ارزی کشورها همان رژیمی است که مقامات پولی آن کشور به طور رسمی به صندوق اعلان می‌کنند- انتقاد کرد

40 - Siklos, (2006).

41 - Fisher (2001).

و آنرا مورد بازنگری قرار داد. به همین دلیل از آن پس در ادبیات رژیم های ارزی، به آنچه که در عمل توسط مقامات پولی اجرا می شود، توجه دارند و رژیم ارزی کشورها را بر اساس میزان دخالت مقامات پولی در تلاش برای حفظ سطح نرخ های ارز تعیین می کنند. در طبقه بندی فیشر (۲۰۰۱) بین نرخ های ارز قفل شده در یک محدوده افقی، نرخ های ثابت خزنده و رژیم های شناور مدیریت شده بدون مسیر از پیش اعلام شده برای نرخ های ارز، تفاوت وجود دارد. بر این اساس، رژیم شناور مدیریت شده با رژیم های قفل شده از این جهت متفاوت است که در آن هیچ نرخ ارز مطلوب یا هدف از پیش تعیین شده ای اعلام نمی شود. اما اگر بخواهیم از منظر اعتبار سیاست گذار پولی و شفافیت و یا ماندگاری رژیم ارزی به موضوع نگاه کنیم، در این صورت طبقه بندی رژیم های ارزی و تمایز رژیم شناور مدیریت شده از سایر رژیمها مشکل خواهد بود.

رینهارت و روگوف (۲۰۰۴)^{۴۲} رویکرد دیگری را در طبقه بندی رژیم های ارزی دنبال کردند. آنها پنج طبقه کلی از رژیم های ارزی را از هم متمایز کردند: قفل شده، ثابت با انعطاف پذیری اندک، شناور مدیریت شده، شناور آزاد و آزاد به سمت پایین. مشکلی که در ارتباط با این طبقه بندی وجود دارد این است که در آن تعریف دقیقی از رژیم شناور مدیریت شده ارائه نشده، بلکه از نظر آنها رژیم شناور مدیریت شده رژیمی است که در هیچ یک از چهار رژیم دیگر قابل طبقه بندی نباشد. به بیان دیگر، اگر نتوان یک رژیم ارزی را در هیچ کدام از چهار رژیم دیگر قرار داد در این صورت آن رژیم عبارتست از شناور مدیریت شده. مشکل دیگر در این طبقه بندی، ناشی از روشی است که برای طبقه بندی انتخاب شده است. آنها طبقه بندی خود را بر اساس ترکیبی از مشاهدات آماری تغییرات نرخ ارز و نیز ترتیب زمانی وقایع رخ داده در بازار انجام داده اند. طبقه بندی آنها متکی بر این است که آیا بانک مرکزی یک کشور نرخ ارز هدفی را ملاک عمل قرار می دهد و اینکه تغییرات نرخ ارز تا چه حدی از نظر بانک مرکزی مجاز بوده است. باید توجه کرد که نوعی از رژیم ارزی که در آن دخالت در بازار ارز با هدف کاهش نااطمینانی در بازار صورت می گیرد نیز، می تواند نوعی از رژیم شناور مدیریت شده باشد. در طبقه بندی رینهارت و راگاف (۲۰۰۴) امکان در نظر گرفتن چنین حالتی وجود ندارد.

سیکلوس (۲۰۰۶)^{۴۳} سه نوع رژیم شناور مدیریت شده را از دیگر رژیمها متمایز می کند:

- رژیم ارزی با یک هدف مشخص برای نرخ ارز که این هدف می تواند در طول زمان نیز متغیر باشد، اما میزان تغییرات نرخ ارز حول این هدف، محدودیت مشخصی ندارد.
- رژیمی که در آن یک سطح هدف برای نرخ بهره وجود دارد. دخالت در بازار ارز برای تحقق نرخ بهره هدف صورت می گیرد. در واقع در این حالت نرخ ارز ابزاری است برای تحقق نرخ بهره هدف.
- رژیمی که در آن هیچ هدف اسمی مشخصی برای نرخ ارز وجود ندارد، اما دخالت در بازار ارز برای دستیابی به یک نرخ تورم هدف صورت می گیرد.

42 -Reinhart and Rogoff (2004)

43 -Siklos (2006)

گرچه در این تقسیم‌بندی از رژیم‌های شناور مدیریت شده بر اهداف دخالت در بازار ارز تأکید شده است (در نوع اول هدف نرخ ارز است، در نوع دوم هدف نرخ بهره است و در نوع سوم هدف یک نرخ تورم مشخص می‌باشد)، ولی نوع اول آن می‌تواند به برخی از انواع رژیم‌های قفل شده نیز نسبت داده شود، لذا این طبقه‌بندی نیز خالی از اشکال نیست.

برای اینکه یک رژیم شناور مدیریت شده عملکرد موفقی داشته باشد باید برخی پیش‌نیازها نیز در کنار بازار ارز تعریف شود. به بیان دیگر، میزان موفقیت این رژیم ارزی تنها در بازار ارز تعیین نمی‌شود، بلکه سایر شرایط نیز باید وجود داشته باشند، تا بتوان این رژیم ارزی را به نحو مناسبی اجرا کرد. به همین دلیل در سال‌های اخیر گونه‌ای کامل‌تر از رژیم شناور مدیریت شده توسط گلدشتین (۲۰۰۲)^{۴۴} معرفی شده است که در آن برخی ضمایم و الحاقات به رژیم شناور مدیریت شده اضافه می‌گردد. به همین دلیل این رژیم به "شناور مدیریت شده با الحاقات"^{۴۵} معروف شده است.

۲-۳-۱. رژیم شناور مدیریت شده همراه با الحاقات

در تشریح رژیم ارزی شناور مدیریت شده همراه با الحاقات آن، باید به سه ویژگی مهم این رژیم ارزی اشاره نمود. ویژگی اول این رژیم ارزی در واژه "مدیریت شده" نهفته است. این واژه به این معنا است که در رژیم شناور "مدیریت شده" بر خلاف شناور "آزاد" مقامات پولی می‌توانند با استفاده از برخی سیاستها، با تغییرات کوتاه‌مدت نرخ ارز مقابله کنند. به عنوان نمونه، مقامات پولی مجاز خواهند بود که در طول زمان برای حذف نوسانات کوتاه‌مدت و اضافی در نرخ‌های ارز، و یا برای حفظ درجه نقدشوندگی بازار ارز در آن دخالت کنند. باید توجه کرد که در رژیم شناور مدیریت شده، مقامات پولی به هیچ وجه دخالت‌های بزرگ و قابل توجهی اعمال نمی‌کنند که روند بازار را تغییر دهند. به همین ترتیب، در این رژیم حتی مقامات پولی تلاش نمی‌کنند که تمامی نوسانات کوتاه‌مدت در بازار ارز را کنترل کنند، زیرا این نوسانات عاملان اقتصادی را از میزان ریسک بازار آگاه می‌کند. در واقع با توجه به اینکه تغییرات در نرخ ارز می‌تواند بر نرخ بهره داخلی نیز اثرگذار باشد، لذا نباید نرخ ارز را چنان مدیریت نمود که حتی مسیر و ساختار زمانی نرخ بهره را نیز تغییر دهد. ویژگی دوم رژیم شناور مدیریت شده همراه با الحاقات در واژه "شناور" نهفته است. این واژه نشان می‌دهد که مقامات پولی هیچ هدف اعلام شده‌ای برای نرخ ارز ندارند و این نیروهای بازار هستند که نرخ ارز را تعیین می‌کنند. این واژه در کنار واژه "مدیریت شده" در واقع رژیم "شناور مدیریت شده" را تشکیل می‌دهد که در آن نرخ ارز در بازار تعیین می‌شود و مقامات پولی هدف اعلام شده‌ای برای نرخ ارز ندارند، اما در برخی زمان‌ها برخی دخالت‌های جزئی را در بازار اعمال می‌کنند.

ویژگی سوم این رژیم ارزی در واژه "الحاقات" آن نهفته است. الحاقات این رژیم ارزی خود شامل دو بخش مهم است: یک رژیم هدف‌گذاری تورمی برای سیاست پولی و نیز مجموعه‌ای از اقدامات فعال برای کاهش میزان (یا احتمال) رخ دادن "عدم تطابق پولی"^{۴۶}. پیرو مطالعاتی که در سال‌های اخیر انجام گرفته است،^{۴۷} می‌توان هدف‌گذاری تورمی را به عنوان یک چارچوب سیاستی تعریف نمود که در آن تصمیمات ارشادی مقامات پولی حداقل با چهار عنصر کلیدی محدود می‌شود. این چهار عنصر عبارتند از: (۱) وجود یک الزام و تعهد نهادی به تورم پایین به عنوان هدف اصلی سیاست پولی، (۲) اعلان عمومی این هدف کمی برای تورم به همراه افق زمانی مشخص برای دستیابی به این هدف در آینده نزدیک، (۳) اعطای استقلال کافی به بانک مرکزی، (۴) اجرای سیاست پولی با این شرط که اولاً این سیاستها شفافیت کافی داشته باشند، و ثانیاً مقامات پولی در زمینه این سیاستها پاسخ‌گو باشند. در این چارچوب عموم هم از دلایل اجرای یک سیاست پولی آگاه می‌شوند و هم از میزان تحقق آنها اطلاع می‌یابند.

واژه "عدم تطابق پولی" را می‌توان به عنوان وضعیتی تعریف کرد که در آن ارزش‌داری‌های یک کشور در سطح کلان و یا یک عامل بخش خصوصی در سطح خرد، بر حسب پول ملی از ارزش تعهدات آنها بر حسب پول ملی متفاوت باشد، به طوری که ثروت خالص آن فرد یا کشور با تغییرات نرخ ارز تغییر کند.^{۴۸} در واقع در وضعیت عدم تطابق پولی میزان ثروت عاملان اقتصادی و یا ثروت کل کشور با تغییرات نرخ ارز تغییر می‌کند. این وضعیت زمانی رخ می‌دهد که یا کشور بدهی خارجی بر حسب پول ملی داشته باشد، و یا بخش خصوصی وام‌های ارزی از خارج دریافت کرده باشد. در این صورت تغییرات نرخ ارز، ارزش اسمی این تعهدات را بر حسب پول ملی تغییر خواهد داد، به طوری که ثروت خالص عاملان اقتصادی با تغییرات نرخ ارز کم یا زیاد می‌شود. واسطه‌های مالی و به ویژه بانک‌ها در این وضعیت نقش ویژه‌ای دارند، زیرا ترازنامه آنها هم به صورت مستقیم و هم به صورت غیر مستقیم می‌تواند از تغییرات در نرخ ارز آسیب ببیند. تأثیرات مستقیم تغییرات نرخ ارز بر ترازنامه واسطه‌های مالی (به ویژه بانک‌ها) زمانی ایجاد می‌شود که مشتریان آنها با عدم تطابق پولی بالایی مواجه باشند. این وضعیت زمانی رخ می‌دهد که در یک کشور بانک‌ها (همه یا برخی از آنها) سپرده‌های خود را بر حسب یک پول دریافت کنند و وام‌ها را بر حسب پولی دیگر بپردازند. اما حتی ممکن است در شرایطی که هم وام و هم سپرده بر حسب یک پول دریافت و پرداخت شوند نیز، عدم تطابق پولی رخ دهد. این وضعیت بدین دلیل رخ می‌دهد که کاهش شدید ارزش پول ملی باعث می‌شود تا بسیاری از وام‌گیرندگان نتوانند بدهی خود را به بانک‌ها بپردازند و لذا از این طریق به بانک‌ها زیان قابل توجهی وارد می‌شود. اگر دریافت وام بر حسب پول خارجی باشد، در این صورت کاهش ارزش پول ملی به معنای افزایش بدهی وام‌گیرندگان بر حسب پول ملی و نهایتاً کاهش توان بازپرداخت این بدهی‌ها خواهد بود. حتی در شرایطی که وام‌ها بر حسب پول ملی پرداخت

46 - Currency Mismatching.

47 - Bernanke et. Al. (1999), Mishkin(2000)

48 - Financial Stability Forum (2000).

شده باشند و ارزش پول ملی در بازار ارز افزایش یابد نیز، امکان بروز چنین پدیده‌ای وجود دارد. اگر ارزش پول ملی به میزان زیادی افزایش یابد و در پی این شرایط بخش بزرگی از تولیدکنندگان داخلی و صادرکنندگان به دلیل از دست دادن قدرت رقابت با محصولات خارجی زیان ببینند و توان بازپرداخت بدهی‌های خود را به بانک‌ها از دست بدهند، در این شرایط بانک‌ها زیان بزرگی متحمل می‌شوند و در این شرایط احتمال ورشکستگی بانک‌ها و بروز یک بحران مالی وجود دارد.

طیف گسترده‌ای از اقدامات برای محدود کردن و یا حتی از بین بردن عدم تطابق پولی وجود دارد. این اقدامات عبارتند از: آزاد گذاشتن بیشتر نرخ ارز با هدف بروز نوسانات در بازار ارز و آگاهی‌بخشی عاملان اقتصادی را از میزان ریسک موجود در بازار، انتشار اطلاعات و داده‌های مربوط به شاخص‌های عدم تطابق پولی (برخی از این شاخص‌ها عبارتند از نسبت بدهی کوتاه مدت خارجی به ذخایر خارجی و ترکیب وام‌های بین‌المللی)، توسعه مکانیسم‌های پوشش ریسک و تعمیق بازار سرمایه، و برخی اقدامات سخت‌گیرانه مانند ایجاد ممنوعیت برای دولت در وام‌گیری بر حسب پول خارجی و یا ممنوعیت طرح دعاوی حقوقی مربوط به تعهدات خارجی شهروندان داخلی.

پرسش مهم این است که آیا می‌توان یکی از این دو جزء "الحاقی" را کنار گذاشت به امید اینکه رژیم ارزی مورد نظر ساده‌تر و موثرتر شود؟ باید توجه داشت که هدف‌گذاری تورمی و اقدامات صورت گرفته برای کاهش عدم تطابق پولی، یکدیگر را تقویت می‌کنند. اگر اقدامی برای کاهش عدم تطابق پولی صورت نگیرد، بعید است که ملاحظات مربوط به نرخ ارز بتوانند به درستی نقش فرعی خود را در حفظ تورم در سطحی پایین، در چارچوب سیاست پولی انجام دهند. هرچه اقتصاد بازتر باشد، و هرچه اندازه بدهی‌های یک کشور (چه دولت و چه بخش خصوصی) بر حسب پول خارجی بیشتر باشد، در این صورت بعید به نظر می‌رسد که حرکات نرخ ارز بر این بدهی‌ها بی‌اثر باشند. به همین ترتیب موفقیت رژیم "شناور مدیریت شده" موقوف به وجود یک لنگر اسمی است که با الحاق هدف‌گذاری تورمی این لنگر اسمی نیز فراهم می‌شود. در واقع نرخ تورم هدف، همان لنگر اسمی است.

هرچه وابستگی یک کشور به قرض‌گیری از خارج بیشتر باشد، ترس از شناور سازی ارز نیز در آن کشور بیشتر خواهد بود. به همین دلیل استقلال سیاست پولی برای کاهش تورم که با شناور شدن رژیم ارزی حاصل می‌شود (بدون اقدامات لازم برای کاهش آسیب‌پذیری نسبت به بحران‌های ترازنامه‌ای)، که در واقع محصول عدم تطابق پولی هستند، بسیار دشوار می‌شود.

به کارگیری و اجرای موفق هدف‌گذاری تورمی با ثبات سایر شرایط می‌تواند تسهیل‌کننده اقدامات لازم برای کاهش عدم تطابق پولی باشد. وام‌دهندگان خارجی معمولاً مایل نیستند که سهم بالایی از وام را بر حسب پول ملی کشور وام‌گیرنده بپردازند زیرا این کار ریسک بالایی را به آنها منتقل می‌کند. دلیل این امر آن است که با افزایش سهم وام بر حسب پول ملی کشور وام‌گیرنده (چه وام‌گیرنده دولت باشد و چه بخش خصوصی) ریسک

نقدینگی^{۴۹} افزایش می‌یابد. زیرا در اکثر کشورهای وام‌گیرنده-که معمولاً یا کشورهای در حال توسعه هستند و یا اقتصادهای نوظهور یک چارچوب سیاستی قابل اعتماد برای سیاست پولی وجود ندارد. این موضوع احتمال کاهش ارزش پول ملی این کشورها را افزایش داده است. بدون وجود چنین چارچوبی مشکل بتوان ریسک نقدینگی را ارزیابی کرد، زیرا معمولاً ریسک فرد قرض‌گیرنده را راحت تر می‌توان محاسبه و قیمت‌گذاری نمود تا ریسک پول ملی یک کشور. در چنین شرایطی وجود یک چارچوب سیاست پولی از نوع هدف‌گذاری تورمی می‌تواند نگرانی وام‌دهندگان خارجی را کاهش دهد. در نتیجه عرضه وام‌هایی که بر حسب پول ملی پرداخت و بازپرداخت می‌شوند، از سوی خارجیها افزایش می‌یابد. افزایش عرضه وام‌ها بر حسب پول ملی نیز احتمال بروز عدم تطابق پولی را کاهش می‌دهد.

علاوه بر اینکه کاهش تورم می‌تواند سهم وام‌های خارجی بر حسب پول ملی را افزایش دهد، می‌تواند عمق مالی اقتصاد را نیز افزایش دهد که در پی آن عرضه منابع اعتباری از داخل نیز افزایش می‌یابد. مطالعات نشان می‌دهند که کشورهای در حال توسعه در مقایسه با کشورهای صنعتی به میزان بیشتری از کمبود منابع مالی رنج می‌برند.^{۵۰} عامل عمده کمبود منابع اعتباری در کشورهای در حال توسعه نرخ‌های تورم بالا و نیز سیاست‌های اقتصاد کلان بی‌ثبات است. بنابراین، تلاش برای افزایش عرضه اعتبارات بلندمدت در این کشورها بدون توجه به حل مساله تورم تنها در کوتاه‌مدت موثر است و در بلندمدت مساله همچنان باقی است. تورم مشکل انتخاب معکوس، مخاطرات اخلاقی و مشکلات مربوط به هزینه نظارت و کنترل وام‌گیرنده^{۵۱} را در بازارهای مالی تشدید می‌کند. در واقع تورم بالا مانع گسترش اعتبارات بانکی شده و جیره‌بندی اعتبارات را تشدید می‌کند.^{۵۲}

بنابراین همچنان که کاهش عدم تطابق پولی می‌تواند هدف‌گذاری تورمی را تسهیل کند، کاهش تورم نیز می‌تواند باعث کاهش مشکل عدم تطابق پولی شود. در نتیجه هر دو جزء "الحاقی" رژیم شناور مدیریت شده با هم و در کنار هم کارآمدی دارند و یکی بدون دیگری موثر نیست. در واقع رژیم "شناور مدیریت شده به همراه الحاقات آن" به میزان زیادی به بازارهای سرمایه خصوصی متکی است. اعمال کنترل‌های بیش از حد و غیر ضروری در بازارهای سرمایه در بلندمدت هزینه این رژیم ارزی را بالا می‌برد و در نتیجه احتمال شکست آن بیشتر می‌شود.

۳-۳-۱. ترتیبات سیاست پولی در رژیم‌های شناور

تحت یک رژیم شناوری که به طور محدود مدیریت می‌شود، نیروهای بازار آزادانه بر روی نرخ‌های ارز در کوتاه‌مدت و بلندمدت اثر می‌گذارند. مقامات پولی ممکن است از طریق دخالت‌های خود در بازار ارز و یا از

49 - Currency Risk.

50 - Demirguc-Kunt, and Detragiache (1997).

51 - Adverse Selection, Moral Hazard and Monitoring Costs.

52 - Khan, Senhadji and Smith (2001).

طریق سیاست پولی نوسانات کوتاه‌مدت در بازار ارز را محدود کنند، اما باید توجه کرد که هیچ‌گونه تعهد یا التزام رسمی یا غیر رسمی برای حفظ نرخ‌های ارز در یک دامنه مشخص وجود ندارد. در این حالت نرخ ارز نقش لنگر اسمی را بازی نمی‌کند. در واقع رژیم شناور مدیریت شده با دخالت اندک در بازار تقریباً شبیه به یک رژیم ارزی شناور آزاد عمل می‌کند. با توجه به اینکه نرخ ارز نقش لنگر اسمی ندارد، پرسش اساسی این است که چگونه می‌توان یک لنگر اسمی معتبر و مناسب برای این رژیم ارزی طراحی کرد. در این شرایط استقلال بانک مرکزی برای کاهش احتمال رشد بی‌رویه حجم پول، بسیار اساسی است. نیازی نیست که حتماً بانک مرکزی در اهداف خود استقلال داشته باشد، بلکه باید در عملکردهای خود استقلال داشته باشد تا بتواند هدف خود را مستقل از نیازهای مالی بخش عمومی دنبال کند، در صورت اجرای این رویه، به طور حتم تورم کاهش می‌یابد.

اجرای موفق ترتیبات ارزی شناور به تعریف یک هدف برای هدایت سیاست پولی و نیز فراهم کردن مبنایی برای انتظارات بخش خصوصی نیاز دارد. چارچوب هدف‌گذاری تورمی که در اوایل دهه ۱۹۹۰ میلادی در چندین کشور صنعتی اجرا شد، می‌تواند این نقش را به خوبی ایفا نماید. چارچوب هدف‌گذاری تورمی نیازمند اعلان اهداف تورم پایین و نیز شفافیت و پاسخ‌گویی مقامات پولی است. اما مشکل در این است که در بسیاری از کشورهای در حال توسعه هنوز ترتیبات نهادی لازم برای اجرای موفق این چارچوب سیاستی فراهم نشده است. به همین دلیل در این کشورها، جایگزین مناسب برای این چارچوب سیاستی که بتواند نقش لنگر اسمی را در رژیم ارزی شناور بازی کند، هدف‌گذاری نرخ رشد برخی از متغیرهای پولی (مانند پایه پولی یا نقدینگی) است. این چارچوب به ویژه در کشورهایی می‌تواند موثرتر باشد که در آنها بخش قابل توجهی از تورم ناشی از رشد بی‌رویه حجم پول بوده است. برای اجرای موفق این چارچوب، علاوه بر اینکه باید مقامات پولی توانایی کنترل متغیرهای پولی (و یا حداقل برخی از متغیرهای پولی مانند پایه پولی) را داشته باشند، باید اهداف رشد متغیرهای هدف پولی اعلان شده و مقامات پولی نیز ضمن شفافیت، در مقابل این هدف پاسخ‌گو نیز باشند.

فصل دوم

تجربه عملی کشورها در دخالت در بازار ارز
تحت رژیم شناور مدیریت شده

مقدمه

حتی کشورهایی که ادعا می‌کنند دارای رژیم شناور آزاد هستند، هریک به نوعی نرخ‌های ارز خود را مدیریت می‌کنند. بیشتر بانک‌های مرکزی در سراسر دنیا سیاست‌هایی برای حفظ ثبات بازار ارز خود اتخاذ می‌کنند و زمانی که بازار ارز از نظر مقامات پولی دچار "بی‌نظمی‌های غیرقابل قبول" شود، دخالت‌های مناسب برای رفع آن در بازار صورت می‌گیرد. علاوه بر این، برخی از بانک‌های مرکزی با رژیم رسمی شناور آزاد نیز به صورت ضمنی و غیررسمی نرخ‌های ارز هدفی را برای اجرای سیاست‌های پولی خود در نظر می‌گیرند. در نظریات اقتصادی، تحت یک رژیم شناور آزاد، بانک مرکزی می‌تواند ذخایر رسمی پول (های) خارجی خود را تا حد صفر کاهش دهد. در این دنیای ایده‌آل میزان دخالت بانک مرکزی در بازار ارز صفر است. اما در عمل تمام دولت‌ها و بانک‌های مرکزی یک سطح حداقلی از ذخایر ارزی دارند و حتی در آن کشورهایی که رژیم ارزی رسمی آنها شناور آزاد است (مانند آمریکا و سایر کشورهای صنعتی) حق دخالت خود در بازار ارز را محفوظ داشته و عملاً به نوعی بازار ارز را مدیریت می‌کنند.

در عمل دلایل مختلفی را می‌توان برای دخالت بانک‌های مرکزی در بازار ارز برشمرد، اما شاید مهمترین این دلایل تثبیت نوسانات نرخ ارز باشد. اگر نرخ ارز دائماً در حال نوسانات شدید و غیرقابل پیش‌بینی باشد، در این صورت تصمیم‌گیری در زمینه تجارت و سرمایه‌گذاری در کشور بسیار مشکل می‌شود. اگر یک صادرکننده اطمینان کافی درباره روند بازار ارز نداشته باشد، در این صورت میزان سرمایه‌گذاری خود را کاهش می‌دهد. به همین دلیل اغلب زمانی که نرخ‌های ارز به میزان زیادی نوسان کنند، فشاری از سوی تجار و سرمایه‌گذاران بر روی دولت‌ها یا بانک‌های مرکزی برای دخالت در بازار ارز وارد می‌شود.

دلیل مهم دیگری که می‌توان برای دخالت مقامات پولی کشورها در بازار ارز برشمرد، تلاش برای متوقف کردن و یا معکوس کردن جریان کسری تجاری کشورها است. اگر میزان کسری تجاری کشور بالا باشد، در این صورت معمولاً بانک‌های مرکزی این انگیزه را خواهند داشت تا با دخالت در بازار ارز و کاهش ارزش پول ملی، میزان کسری تجاری کشور را کاهش دهند.

۱-۲. روش های کلی دخالت در بازار ارز

به طور کلی دو رویکرد کلی برای دخالت بانک مرکزی در بازار ارز وجود دارد: رویکرد دخالت مستقیم و رویکرد دخالت غیر مستقیم. در حالیکه در رویکرد دخالت مستقیم بانک مرکزی با خرید و فروش ارز در مقابل پول ملی تلاش می کند که روند بازار ارز را تحت تاثیر قرار دهد، اما در رویکرد دخالت غیرمستقیم بانک مرکزی تلاش می کند که با تغییر دادن حجم پول ملی بر روند بازار ارز به صورت غیرمستقیم تاثیر بگذارد.

دخالت در روش مستقیم در واقع شبیه عملیات بازار باز بانک مرکزی است، با این تفاوت که در این روش بانک مرکزی به جای خرید و فروش اوراق بهادار داخلی، پول خارجی را خرید و فروش می کند. در این روش بانک مرکزی با افزایش عرضه پول خارجی نرخ ارز را کاهش می دهد و برعکس با خرید پول خارجی ارزش پول ملی را کاهش می دهد. تاثیرگذاری این روش بر بازار ارز فوری است، اما تاثیر این روش در بلندمدت محدود است، زیرا در نهایت پس از گذشت مدت زمان مشخصی از دخالت، بازار نرخ ارز را به مسیر بلندمدت خود باز خواهد گرداند. در روش دخالت غیرمستقیم تلاش بر این است که با تغییر میزان عرضه پول در اقتصاد بازار ارز به صورت غیرمستقیم تحت تاثیر قرار گیرد. با افزایش عرضه پول ملی ارزش پول کشور کاهش می یابد و برعکس. این روش دخالت نیز روشی کارآمد است، با این تفاوت که تاثیر آن بر بازار ارز پس از گذشت چند هفته نمایان می شود. زیرا برای تاثیرپذیری بازار ارز از تغییرات حجم پول باید ابتدا سایر بازارهای دارایی از این سیاست تاثیر پذیرند و در نهایت تاثیرات به بازار ارز نیز منتقل شود. طی این فرایند نیازمند گذشت زمان است. دیگر نقطه ضعف این روش این است که در این روش با تغییر حجم پول نرخ بهره نیز تغییر می کند. در این صورت تغییر نرخ بهره بر سایر متغیرهای داخلی مانند نرخ تورم و نرخ های بیکاری و رشد اقتصادی نیز تاثیراتی خواهد گذاشت که لزوماً مطلوب نخواهد بود.

دخالت در بازار ارز به هر روشی که صورت پذیرد در بلندمدت روند سایر متغیرهای اقتصادی را نیز تغییر می دهد. برای پرهیز از این اثرات بلندمدت "سیاست خنثی سازی"^{۵۳} از سوی بانک های مرکزی اعمال می شود. سیاست خنثی سازی به معنی دخالت در بازار ارز بدون تغییر دادن عرضه پول یا نرخ های بهره است. این سیاست زمانی اجرا می شود که بانک مرکزی برای جبران اثرات دخالت مستقیم در بازار ارز اقدام به خرید و فروش اوراق بهادار برای بازگرداندن حجم پول (و نرخ بهره) به سطح قبلی کند. با این حال باید توجه کرد که سیاست خنثی سازی تنها می تواند در کوتاه مدت موثر باشد و در بلندمدت این سیاست بی تاثیر خواهد بود. اما اگر انتظارات سرمایه گذاران در بازار ارز با دخالت بانک مرکزی در بازار تغییر کند، در این صورت می توان انتظار داشت که روند بازار در بلندمدت نیز تغییر کند.

۲-۲. مسیرهای تاثیرگذاری مقامات پولی بر روند بازار ارز

دخالته در بازار ارز به معنی تلاش برای تغییر ارزشی است که فعالان بازار برای یک پول قائل هستند. برای انجام این کار شیوه‌ها و روش‌های مختلفی وجود دارد. بانک‌های مرکزی باید روش‌های عملیاتی را انتخاب کنند تا با کمک آنها بتوانند به صورت موثری بر ارزش بازاری پول‌های خارجی اثر بگذارند. در نظریات اقتصادی مسیرهایی برای تاثیرگذاری بانک مرکزی بر روی بازار ارز معرفی شده است^{۵۴} که در ادامه تشریح خواهند شد:

۲-۲-۱. مسیر سیاست پولی^{۵۵}

یک عامل بسیار مهمی که بر نرخ ارز موثر است تفاوت بین نرخ‌های بهره داخلی و خارجی است. اختلاف بین نرخ‌های بهره حقیقی در داخل و خارج از کشور که تحت تاثیر سیاست پولی تغییر می‌کند به ویژه اگر پیش‌بینی شده نباشد باعث تغییر نرخ بهره خواهد شد. در واقع در این صورت بازار ارز به عنوان بخشی از مکانیسم انتقال پولی، مد نظر مقامات پولی کشورها قرار می‌گیرد، به طوری که در طراحی و اجرای سیاست‌های پولی به تاثیر آن بر بازار ارز نیز توجه می‌کنند. دخالت مقامات پولی از این طریق نشان می‌دهد که مقامات پولی ترکیب کنونی شاخص شرایط پولی^{۵۶} را مطلوب نمی‌دانند و با تغییراتی که از طریق سیاست پولی در نرخ بهره و در پی آن در نرخ ارز ایجاد می‌کنند، به دنبال ترکیبی جدیدی از این شاخص هستند.

۲-۲-۲. مسیر ترکیب سبد دارایی‌های سرمایه‌گذاران^{۵۷}

از نگاه یک سرمایه‌گذار در بازار دارایی‌های خارجی، کمبود نسبی دارایی‌های مبتنی بر پول ملی نسبت به دارایی‌های مبتنی بر پول خارجی، موجب برهم خوردن ترکیب بهینه سبد دارایی‌های سرمایه‌گذار و در نتیجه تخصیص مجدد دارایی‌های این سبد به گونه‌ای خواهد شد که باعث تغییر در قیمت‌های نسبی این دارایی‌ها می‌شود. یکی از این قیمت‌های نسبی که احتمالاً تغییر خواهد نمود، نرخ ارز است. تا چند سال پیش، اجماع کلی بر این بود که این مسیر تاثیرگذاری ضعیف است. زیرا اعتقاد بر این بود که حداقل در کشورهای پیشرفته که دارای بازار مالی توسعه یافته‌ای هستند، تغییرات در کمیابی نسبی دارایی‌های مبتنی بر پول ملی نسبت به دارایی‌های مبتنی بر پول خارجی که ناشی از سیاست خنثی‌سازی باشد، بسیار اندک است. دلیل این امر این است که ظرفیت دخالت بانک مرکزی در مقایسه با حجم دارایی‌های داخلی و خارجی بسیار اندک است. اما تحقیقاتی که در سال‌های اخیر انجام شده نشان می‌دهند که حتی در کشورهای توسعه یافته دخالت‌های بازار ارز می‌تواند بر کمیابی نسبی دارایی‌هایی که جایگزین ناقص یکدیگر هستند، تاثیر بگذارد.^{۵۸}

54 - Archer, D.(2005).

55 - Monetary Policy Channel

۵۶- شاخص شرایط پولی (Monetary Condition Index) در واقع عبارتست از یک شاخص ترکیبی (یک ترکیب خطی) از نرخ بهره کوتاه مدت و نرخ ارز. برای مطالعه بیشتر به (Glenn, ۱۹۹۸) رجوع کنید

57- Portfolio Balance Channel

58 - Dominguez and Frankel (1993); Sarno and Taylor (2001).

علاوه بر این، در بازارهای مالی کوچکتر و کمتر توسعه یافته، ظرفیت دخالت بانک مرکزی در مقایسه با مجموعه دارایی های قابل جایگزینی قابل توجه است.^{۵۹} به همین ترتیب درجه جایگزینی بین دارایی های موجود در بازار مالی این کشورها، از جمله بین دارایی های مالی مبتنی بر پول ملی با دارایی های مالی مبتنی بر پول خارجی در مقایسه با کشورهای توسعه یافته کمتر است. در واقع بورس بازان تخصصی حاضر در بازار ارز کشورهای در حال توسعه و نیز بانک ها که در ترکیب دارایی های خود ارز و یا دارایی های مالی ارزش گذاری شده بر حسب پول خارجی دارند (مانند اوراق قرضه و سهام خارجی) بسیار به تغییرات بازدهی این دارایی ها حساس می باشند. این موضوع به دلیل ریسک بالاتر نقدینگی در بازارهای مالی کمتر توسعه یافته است.

۳-۲-۲. مسیر علامت دهی یا انتظارات^{۶۰}

دخالت در بازار ارز می تواند بر روی انتظارات یک یا برخی از گروه های عاملان اقتصادی حاضر در بازار ارز تاثیر بگذارد. این تاثیرات می تواند به شکل تغییراتی در انتظارات عاملان اقتصادی نسبت به کمیابی نسبی، جریان درآمدی آتی و ریسک دارایی های ارزی باشد که می تواند بدون ایجاد تغییر در حجم معاملات، قیمت این دارایی ها (و به تبع آن نرخ ارز) را تغییر دهد. برخی مباحث در این ارتباط بر روی علامتهای "سیاست پولی آتی" متمرکز شده اند. برخی شواهد نیز نشان می دهند که انتظارات مربوط به سیاست پولی در آینده از طریق پیش بینی اثرات آن بر روی نرخ های انتظاری دارایی های ارزی و نهایتاً نرخ ارز، اثر می گذارد.^{۶۱} مباحث دیگری نیز وجود دارد که در آنها به انتظارات آتی درباره خود سیاست ارزی و نقش آن بر انتظارات نرخ ارز پرداخت هاند. ادبیات مربوط به تجزیه و تحلیل حملات سفته بازان نشان می دهد که میزان اهمیت این مسیر بستگی به میزان اعتبار اخبار مربوط به تغییرات آتی در سیاست ارزی دارد.

۴-۲-۲. مسیر جریان سفارشات^{۶۲}

در طی دهه گذشته توجه محققان به جزئیات ساختار و عملکرد بازارهای مالی معطوف شده است. تمرکز این محققان بر روی آمار مربوط به سفارشات خرید و تغییرات آن است که توسط بانک ها و نیز کارگزاران در بازارهای مالی به طور عام و بازار ارز به طور خاص تهیه می شود. این محققان دریافته اند که بین جریان سفارشات خرید دارایی ها و تغییرات قیمت آنها ارتباط مستقیمی وجود دارد که از آنها می توان برای پیش بینی تغییرات آتی قیمت استفاده نمود.^{۶۳}

بنابراین می توان استدلال نمود که انتظارات فعالان بازار به آمار جریان سفارشات نیز بستگی دارد. از این رو

59 -Galati and Melick (2002).

60 -Signaling or Expectations Channel.

61 -Mussa (1981), Truman (2003), Sarno and Taylor (2001), Domac and Mendoza (2004).

62 -Order Flow Channel or Microstructure Channel.

63 -Evans and Lyons (2002a), Scalia (2004).

بانک های مرکزی می‌توانند با تغییر دادن آمار سفارشات خرید خود در بازار ارز، و به تبع آن تغییر حجم کل سفارشات، بر انتظارات فعالان بازار ارز (و به طور کلی بازار دارایی های مالی ارزی) اثر بگذارند.

۳-۲. تجربه برخی کشورها در زمینه چگونگی دخالت در بازار ارز تحت رژیم ارزی شناور
در این بخش تجربه کشورهای مختلف در زمینه دخالت در بازار ارز تحت رژیم های ارزی شناور بررسی و مرور می‌شود. اگرچه رژیم ارزی چند قدرت اقتصادی عمده از جمله آمریکا، اتحادیه اروپا، انگلستان و کانادا شناور آزاد است، اما حتی در این کشورها نیز دخالت در بازار ارز امری پذیرفته شده است، که گرچه بسیار به ندرت رخ می‌دهد، ولی اصول کلی آن قابل استفاده در رژیم های شناوری است که در آن بازار ارز با شدت بیشتری مدیریت می‌شود. بنابراین در بررسی تجربه کشورهایی که دارای رژیم شناور مدیریت شده هستند، ابتدا الگوی مدیریت بازار ارز حاکم بر اقتصادهای بزرگی مانند آمریکا، کانادا و اتحادیه اروپا بررسی می‌شود، سپس به طور متمرکز تجربه کشورهای در حال توسعه و برخی اقتصادهای نوظهور مورد بررسی و ارزیابی قرار می‌گیرد.

۱-۳-۲. اقتصادهای پیشرفته

۱-۳-۱-۲. نحوه مدیریت بازار ارز در ایالات متحده آمریکا

"خزانه‌داری" و "فدرال رزرو" که مقامات پولی را در آمریکا تشکیل می‌دهند، به صورت موردی برای اصلاح شرایط نامطلوبی که در بازار ارز رخ می‌دهد، در آن دخالت می‌کنند. پس از فروپاشی نظام برتون‌وودز در ۱۹۷۱، ایالات متحده از دخالت در بازار ارز هم به منظور کاهش سرعت حرکات نرخ ارز و هم به منظور اصلاح روندهای بازار ارز که از نظر مقامات پولی خارج از آن چیزی که عوامل بنیادی اقتصاد آمریکا تعیین می‌کنند، تفسیر می‌شود استفاده کرده است. با این حال از اواخر دهه ۱۹۹۰ میلادی دخالت در بازار ارز آمریکا، بسیار محدود بوده و به ندرت صورت گرفته است، به طوری که تنها در ۸ روز مختلف در سال ۱۹۹۵، و از آگوست ۱۹۹۵ تا دسامبر ۲۰۰۶ تنها در دو نوبت مقامات پولی آمریکا در بازار ارز دخالت کرده‌اند.^{۶۴}

نقش فدرال رزرو در مدیریت بازار ارز

گرچه کنگره آمریکا مسولیت سیاست مالی بین‌الملل را به خزانه‌داری آمریکا واگذار کرده است، اما در عمل تصمیمات مربوط به بازار ارز در خزانه‌داری با مشورت و هماهنگی فدرال رزرو شکل می‌گیرد. اگر مقامات پولی تصمیم به دخالت در بازار ارز گرفته باشند، این دخالت توسط شعبه فدرال رزرو در نیویورک اعمال می‌شود. به عنوان نمونه، اگر تصمیم به تقویت دلار در مقابل ارزهای دیگر گرفته شود، در این صورت فدرال رزرو نیویورک اقدام به خرید دلار و فروش پول های عمده خارجی مانند یورو، ین و پوند می‌کند و برعکس، در زمانی که تصمیم

۶۴-منبع: سایت رسمی فدرال رزرو نیویورک به آدرس

به تضعیف دلار گرفته می‌شود، فدرال رزرو نیویورک اقدام به فروش دلار و خرید ارزهای عمده خارجی می‌کند. به دلیل اینکه حجم دلار خرید و فروش شده در بازار توسط فدرال رزرو در مقایسه با حجم کل دلار مبادله شده در بازار ارز خارجی کوچک است، لذا در عرضه یا تقاضای بازار برای دلار پس از دخالت فدرال رزرو تغییرات عمده‌ای رخ نمی‌دهد، بلکه دخالت رفتار فعلی و آتی سرمایه‌گذاران را تحت تاثیر قرار می‌دهد. از همین رو از دخالت در بازار ارز به عنوان ابزاری برای علامت‌دهی مطلوب درباره نرخ ارز مورد نظر استفاده می‌شود (مسیر انتظارات).

فرآیند دخالت در بازار ارز

پول های خارجی مورد استفاده در فرآیند دخالت در بازار ارز معمولاً از ذخایر ارزی فدرال رزرو و نیز "صندوق تثبیت ارزی"^{۶۵} خزانه‌داری آمریکا تامین می‌شوند. در حال حاضر این ذخایر عمدتاً شامل یورو و ین ژاپن هستند. برای اجرای بهتر فرآیند دخالت، معمولاً فرآیند دخالت در آمریکا به صورت هماهنگ با سایر بانک های مرکزی، به ویژه بانک های مرکزی کشورهایی که پول ملی آنها در فرآیند دخالت استفاده می‌شود، اجرا می‌شود. در سال های اخیر، فدرال رزرو و خزانه‌داری فرآیند دخالت را بسیار شفاف‌تر انجام می‌دهند. به این صورت که فدرال رزرو نیویورک اغلب به صورت مستقیم با بسیاری از کارگزاران بین بانکی برای خرید یا فروش پول های خارجی در بازار نقدی تعامل می‌کند و از طریق آنها سفارش می‌دهد (مسیر سفارشات). به طور تاریخی فدرال رزرو وارد بازارهای آتی یا اوراق مشتقه نمی‌شود. معمولاً دبیرخانه خزانه‌داری^{۶۶} آمریکا دخالت فدرال رزرو را در بازار ارز به صورت همزمان با اندکی پس از آن، تایید می‌کند.

فدرال رزرو به صورت مداوم عملیات "خنثی سازی" را جهت جلوگیری از افزایش (یا کاهش) نامطلوب حجم ذخایر بانکی انجام می‌دهد. فدرال رزرو برای حفظ حجم پول در سطح مطلوب آن و برای خنثی سازی تاثیرات دخالت در بازار ارز، معمولاً از طریق عملیات بازار باز و خرید و فروش اوراق قرضه دولتی، حجم پول را در سطح مطلوب خود حفظ می‌کند.

تمام خرید و فروش های پول خارجی که توسط فدرال رزرو نیویورک انجام می‌گیرد، به معنی دخالت فدرال رزرو یا خزانه‌داری در بازار ارز نیست. در برخی موارد فدرال رزرو نیویورک به صورت کارگزار دیگر بانک های مرکزی و نیز سازمان های بین‌المللی که قصد انجام مبادلات مورد نیاز در بازار ارز خارجی در آمریکا را دارند (به شرطی که در مبادلات آنها از دلار آمریکا استفاده نشود) عمل می‌کند. معمولاً بانک های مرکزی برای خرید و فروش در بازار ارز خارج از زمان مبادلاتی^{۶۷} در کشور خود از فدرال رزرو نیویورک کمک می‌گیرند. در این صورت نرخ ارزهای مورد نظر این کشورها در مقابل پول ملی آنها، در بازار نیویورک نیز تغییر می‌کند.

65 -Exchange Stabilization Fund

66 -Treasury Secretary

67 -Time Zone

۲-۱-۳. نحوه مدیریت بازار ارز در کانادا

دلار کانادا نیز مانند پول های ملی بیشتر کشورهای صنعتی تحت رژیم شناور تعیین می شود. در واقع رژیم ارزی شناور یکی از اجزای اصلی چارچوب سیاست پولی کانادا است، که با اتکا بر آن اقتصاد کانادا به صورت کارآمدتری می تواند در مقابل شوکها واکنش نشان دهد. دولت کانادا و بانک کانادا (که در واقع بانک مرکزی این کشور است) هیچ سطح هدفی را برای نرخ دلار کانادا در مقابل پول ملی سایر کشورهای صنعتی در نظر نمی گیرند و نرخ دلار کانادا توسط نیروهای بازار تعیین می شود. هدف مقامات پولی این کشور از چنین سیاستی این است که قیمت دلار کانادا بر مبنای عوامل بنیادی اقتصاد کانادا مانند نرخ های بهره و تورم و نیز سیاست های پولی این کشور تعیین شود.^{۶۸}

سیاست مقامات پولی کانادا در مورد دخالت در بازار ارز

گرچه رژیم ارزی کانادا شناور آزاد است، اما از آنجایی که ممکن است بازار ارز در برخی زمان ها تغییرات بسیار غیرعادی را تجربه کند، لذا بانک کانادا برای اصلاح روند بازار و نیز از بین بردن حرکات و نوسانات مخرب در کوتاه مدت به نیابت از دولت کانادا در بازار ارز دخالت می کند. در هر مورد، دخالت در بازار ارز مبتنی بر سیاست های دخالت در بازار ارز انجام می شود، که این سیاستها نیز به نوبه خود توسط دولت کانادا و با مشورت نزدیک با بانک کانادا طراحی می شوند.

تا پیش از سپتامبر سال ۱۹۹۸ سیاست مقامات پولی در کانادا این بود که به صورت منظم و با قواعد از پیش تعیین شده در بازار ارز دخالت کنند؛ به این صورت که مقام پولی در مقابل افزایش یا کاهش قابل توجه قیمت دلار کانادا مقامات پولی به صورت منظم مقابله نموده و تغییرات قابل توجه خنثی سازی می گردید. اما به دلیل اینکه این سیاست کارایی مورد انتظار را نداشت، از سپتامبر سال ۱۹۹۸ به بعد این سیاست تغییر کرد. دلیل ناکارآمدی این سیاست آن بود که در بسیاری از مواقع بانک کانادا تلاش می نمود که جلوی روند افزایشی یا کاهش قیمت دلار کانادا را بگیرد، در شرایطی که این روندها ناشی از تغییر شرایط زیربنایی اقتصاد کانادا^{۶۹} بودند و در نتیجه دخالت مقامات پولی در میان مدت و بلندمدت نمی توانست اثر لازم را داشته باشد. در حال حاضر مقامات پولی کانادا برخلاف گذشته به صورت ارشادی و در شرایط بسیار استثنایی در بازار ارز دخالت می کنند و سعی می کنند که بازار ارز خود به صورت طبیعی عمل کند.

دخالت در بازار ارز زمانی صورت می گیرد که مقامات پولی کانادا نشانه هایی از التهاب یا بحران در بازار دریافت کرده باشند. مثلاً زمانی که نوسانات شدیدی در بازار ارز اتفاق می افتد و خریداران و فروشندگان ارز هر دو تمایلی به معامله ندارند. این شرایط می تواند باعث کاهش نقدینگی در بازار شود. به همین ترتیب یکی دیگر از

۶۸- منبع: سایت رسمی بانک کانادا به آدرس: <http://www.bank-banque-canada.ca>

Publications and Research>The Bank in Brief>Fact Sheets>Intervention in the Exchange Market

شرایطی که باعث می‌شود مقامات پولی کانادا در بازار ارز دخالت کنند، زمانی است که روند بازار ارز بتواند روند بلندمدت رشد اقتصادی کانادا را مخدوش کند.

مکانیسم دخالت مقامات پولی کانادا در بازار ارز

همان‌طور که بیان شد، بانک کانادا به عنوان کارگزار دولت کانادا و با استفاده از ذخایر ارزی دولت کانادا در بازار ارز دخالت می‌کند. ذخایر ارزی دولت کانادا عبارتند از دلار آمریکا، ین ژاپن، یورو، حق برداشت مخصوص (SDR) و طلا.

اگر دولت و بانک کانادا قصد داشته باشند که روند کاهش ارزش دلار کانادا را کند نمایند، بانک کانادا در بازار ارز دلار کانادا را می‌خرد و در مقابل آن سایر ارزهای معتبر، از جمله دلار عرضه می‌نماید. این کار باعث افزایش ارزش دلار کانادا می‌شود. اما تغییر حجم دلار کانادا و در نهایت تغییرات نرخ بهره را نیز به دنبال خواهد داشت که می‌تواند برخلاف اهداف بلندمدت سیاست پولی باشد. لذا در مرحله بعد بانک کانادا برای حفظ سطح حجم پول و نرخ بهره در سطوح مطلوب، سیاست خنثی‌سازی را در بازارهای مالی کانادا انجام می‌دهد. بدین منظور بانک کانادا در بازارهای مالی کانادا، میزان معینی از اوراق بهادار را خرید یا فروش می‌کند.

در حال حاضر بانک کانادا با بانک‌های مرکزی کشورهای صنعتی به صورت هماهنگ عمل کرده و دخالت در بازار ارز را با هماهنگی سایر بانک‌های مرکزی کشورهای صنعتی انجام می‌دهد.

سیاست هدف‌گذاری تورمی در کانادا

یکی از مهمترین اجزای سیاست پولی کانادا هدف‌گذاری تورمی است. این سیاست که از ۱۹۹۱ آغاز شد، در پی دوران تورمی دهه ۱۹۸۰ و مشکلات اقتصادی حاصل از آن در کانادا برای کاهش نرخ‌های تورم و افزایش ثبات اقتصادی در این کشور طراحی و اجرا شد. در چارچوب این سیاست، بانک کانادا و دولت کانادا بر روی یک نرخ تورم هدف توافق کردند. در پی اعلام این نرخ و اجرای آن از سال ۱۹۹۱، تا سال ۱۹۹۲ نرخ تورم در کانادا به ۲ درصد کاهش یافت. ترکیب سیاست پولی که منجر به تورم پایین، باثبات و قابل پیش‌بینی شد، و نیز سیاست مالی که به دنبال کاهش بدهی‌های عمومی دولت بود، باعث شد که اعتبار هر دو سیاست‌گذار پولی و مالی در کانادا افزایش یابد.

اتخاذ چارچوب سیاست پولی هدف‌گذاری تورمی در کانادا به این دلیل بوده است که اجرای سیاست پولی معتبر نیازمند وجود یک لنگر معتبر برای این سیاست است. هدف‌گذاری تورمی نقش این لنگر را بازی می‌کند و در کانادا این نقش به خوبی اجرا شد. هدف‌گذاری تورمی به این دلیل نقش لنگر سیاست پولی را بازی می‌کند که بر اساس آن تورم قابل پیش‌بینی می‌شود و در نتیجه انتظارات تورمی نیز با این شرایط در سطح باثبات و معقولی قرار می‌گیرند. با مهار شدن انتظارات تورمی توسط این لنگر، سرمایه‌گذاران بهتر قادر خواهند بود تا

ارزش آتی سرمایه‌گذاری های خود را برآورد کنند. پس‌انداز‌کنندگان اطمینان حاصل می‌کنند که ارزش حقیقی پس‌انداز‌هایشان به یکباره توسط تورم‌های پیش‌بینی نشده از بین نخواهد رفت. چانه‌زنی‌های دستمزد کمتر تنش‌زا می‌شوند و مدت زمان قراردادهای کارگری و همین‌طور قراردادهای مالی (مانند وام‌های بانکی) طولانی‌تر خواهد شد، زیرا مردم مطمئن خواهند بود که میزان تورم از سطح پایین هدف‌گذاری شده فراتر نخواهد رفت. در نتیجه بخش حقیقی اقتصاد بهتر عمل خواهد نمود.

علاوه بر این مزایا، هدف‌گذاری تورمی این مزیت را نیز در پی خواهد داشت که پویایی فرایند تورم را نیز تغییر می‌دهد. به عنوان نمونه، تغییر ناگهانی و یکباره در قیمت‌های انرژی و یا تغییرات در نرخ‌های ارز به سایر قیمت‌ها و نیز دستمزدها در اقتصاد سرایت نخواهد کرد. این مزایا ناشی از آن است که انتظارات تورمی در این چارچوب (البته به شرطی که سیاست مورد نظر از اعتبار کافی میان مردم برخوردار باشد) نمی‌تواند فراتر از تورم هدف باشد. در نتیجه این شرایط، اقتصاد کانادا به یک شرایط باثباتی رسیده است.

با وجود یک لنگر معتبر برای سیاست پولی که با کمک سیاست هدف‌گذاری تورمی حاصل می‌شود، رژیم شناور ارزی می‌تواند باتوجه به ثبات انتظارات تورمی به خوبی عمل کند و از تغییرات و نوسانات شدید در نرخ‌های ارز مصون بماند. باتوجه به اینکه اقتصاد کانادا یک اقتصاد کوچک است، لذا رژیم شناور ارزی در اقتصاد کانادا، شوک‌های بخش خارجی این کشور را (شامل شوک‌هایی که از بخش تجارت خارجی حاصل می‌شوند و شوک‌هایی که از نقل و انتقالات بین‌المللی سرمایه ناشی می‌شوند) تعدیل می‌کند. بدین ترتیب، یکی از مهمترین دلایل کانادا در اجرای موفق رژیم ارزی شناور در این کشور، اعتبار سیاست‌گذاران پولی و مالی است که خود از طریق اجرای صحیح سیاست هدف‌گذاری تورمی حاصل شده است.

۳-۱-۲-۳. مدیریت بازار ارز در منطقه یورو

بر اساس پیمان منعقد شده میان کشورهای منطقه یورو، جامعه اروپا اجرای وظایف بانک مرکزی منطقه یورو را به سیستم بانک‌های مرکزی اروپا^{۷۰} که به اختصار سیستم یورو نامیده می‌شود واگذار نمود. در واقع سیستم یورو مسئول تدوین و اجرای سیاست پولی در منطقه یورو است. سیستم یورو از بانک مرکزی اروپا^{۷۱} به همراه بانک‌های مرکزی کشورهای عضو تشکیل شده است. وظیفه بسیار مهم سیستم یورو، کنترل پایه پولی سیستم یورو است. از آنجا که وظیفه انتشار پول واحد اروپایی - یعنی یورو - بر عهده بانک مرکزی اروپا است، لذا به طور طبیعی کنترل حجم پایه پولی در این منطقه نیز بر عهده این بانک و به طور کلی سیستم یورو می‌باشد.^{۷۲} علاوه بر کنترل حجم پول، یکی از مهمترین وظایف بانک مرکزی اروپا انجام عملیات ارزی و مدیریت ذخایر خارجی است. مدیریت ذخایر خارجی به این دلیل انجام می‌شود که نقدینگی لازم برای اجرای عملیات

70 -European System of Central Bank (ESCB)

71 -European Central Bank (ECB)

۷۲- منبع: سایت رسمی بانک مرکزی اروپا به آدرس: <http://www.ecb.int/ecb/html/index.en.html>

ارزی وجود داشته باشد. در حال حاضر ذخایر خارجی به شیوه غیر متمرکز توسط بانک های مرکزی کشورهای عضو مدیریت می شود. در واقع بانک های مرکزی به نمایندگی از بانک مرکزی اروپا و با هماهنگی آن دستورالعمل های بانک مرکزی اروپا در زمینه ذخایر ارزی را اجرا می کنند. گرچه بانک های مرکزی هر یک ذخایر ارزی خود را به صورت مستقل مدیریت می کنند، عملیات آنها در زمینه بازار ارز خارجی اگر بیش از حدود تعیین شده توسط بانک مرکزی اروپا باشد باید با تایید بانک مرکزی اروپا اجرا شود. این کار به دلیل ایجاد هماهنگی و سازگاری در سیاست های پولی و ارزی سیستم یورو است.

سیاست ارزی در منطقه یورو

برای اینکه سیاست پولی بتواند اهداف داخلی را محقق کند، باید هرگونه تعهد در زمینه نرخ های ارز برداشته شود. به بیان دیگر، کشور باید یک رژیم ارزی انعطاف پذیر داشته باشد. در دنیای امروز بیشتر کشورهای صنعتی و تعداد زیادی از اقتصادهای نوظهور رژیم ارزی انعطاف پذیر را برگزیده اند. این انتخاب با این واقعیت که در تمام کشورهایی که رژیم ارزی انعطاف پذیر دارند، وظایف بانک مرکزی بر اساس اهداف داخلی تعیین می شود، سازگار است.

این واقعیت در مورد منطقه یورو نیز صدق می کند، زیرا اعضای این مجموعه در سال ۱۹۹۸ تصمیم گرفتند که یک رژیم ارزی انعطاف پذیر را دنبال کنند. بنابراین طبیعی است که اهداف سیاست پولی در این منطقه نیز باید مبتنی بر اهداف داخلی-مانند رشد اقتصادی و اشتغال، تورم و نرخ های بهره در داخل منطقه یورو باشد، نه اهداف خارجی.

برای اجرای سیاست ارزی چهار مرحله متوالی وجود دارد:

مرحله اول: کنترل و ارزیابی بازارهای ارز و تحولات آن، به ویژه تغییر و تحولات مرتبط با عوامل بنیادی^{۷۳} بازار ارز.

مرحله دوم: بحث و گفتگو درباره تغییرات بازار با دیگر فعالان بازار ارز و ارزیابی سیاستها و اقدامات احتمالی جایگزین در این خصوص.

مرحله سوم: اطلاع رسانی درباره وضعیت موجود در بازار ارز و نیز سیاست های اتخاذ شده و یا در آستانه اجرا.

مرحله چهارم: دخالت در بازار ارز.

با توجه به اصول و مراحل برشمرده در زمینه دخالت در بازار ارز، سوال اساسی این است که آیا منطقه یورو بر اساس این اصول سیاست ارزی خود را اجرا می کند و نیز اینکه کیفیت اجرای این سیاست در هر کدام از چهار مرحله برشمرده چگونه است؟^{۷۴}

73-Fundamentals

۷۴- مستندات مرتبط با نحوه و کیفیت اجرای این چهار مرحله در منطقه یورو از متن سخنرانی یکی از اعضای شورای بانک مرکزی اروپا در نشست سالانه این بانک در سال ۲۰۰۷ استخراج شده است. علاقه مندان می توانند به متن سخنرانی فوق با مشخصات و آدرسی که در ذیل بیان شده دسترسی پیدا کنند:

مرحله اول: در منطقه یورو، تغییر و تحولات بازار ارز به طور منظم کنترل شده و در سطح کارشناسی و فنی بین بانک مرکزی اروپا و گروه کاری اروپا^{۷۵} در این زمینه مباحثه و مشورت دائمی صورت می‌پذیرد. رئیس گروه کاری اروپا و یک عضو شورای اجرایی بانک مرکزی اروپا در امور روابط بین‌الملل به صورت منظم، در زمینه تغییر و تحولات بازار مشورت می‌کنند و از نتایج این مشورت‌ها در موضوعات مرتبط با سیاست گذاری، بین بانک مرکزی اروپا و گروه کاری اروپا استفاده می‌شود. لازم به توضیح است که در بررسی و ارزیابی تحولات بازار تنها نرخ برابری میان دلار و یورو مورد توجه نیست، بلکه نرخ یورو با سایر ارزهای مهم طرفهای عمده تجاری اروپا نیز به طور مداوم رصد می‌شود. در واقع، آنچه که مورد توجه قرار دارد، نرخ ارز موثر چه نرخ اسمی آن و چه نرخ حقیقی آن - است.

مرحله دوم: مذاکره با دیگر گروه‌های همکار و صاحب‌نظر در موضوع سیاست ارزی در منطقه یورو در سه سطح صورت می‌پذیرد.

در مسائل و نشستهای گروه ۷، نمایندگان منطقه یورو، رئیس گروه کاری یورو و رئیس بانک مرکزی اروپا مشارکت دارند. قائم مقام این دو نماینده اغلب با دیگر اعضا، به ویژه قائم مقام خزانه‌داری آمریکا و قائم مقام وزیر دارایی ژاپن جلسات و نشست‌هایی را برگزار می‌کنند.

مباحث مربوط به سیاست ارزی در صندوق بین‌المللی پول نیز مطرح می‌شود. در زمینه نرخ ارز و سیاست ارزی منطقه یورو نماینده کشورهای منطقه یورو، در شورای اجرایی صندوق بین‌المللی پول توسط بانک مرکزی اروپا و نیز گروه کاری اروپا تعیین می‌شود.

مورد سومی که در آنها بحث‌های مربوط به موضوعات ارزی مطرح می‌شود، در حوزه روابط دوجانبه با دیگر کشورها است. در واقع این حوزه شامل مواردی می‌شود که قرار است بین یک کشور در حال توسعه یا یک اقتصاد نوظهور با منطقه یورو در محدوده مسائل ارزی مذاکراتی صورت گیرد. در این زمینه هنوز اتحادیه اروپا چارچوب مذاکره مشخصی را تدوین نکرده است.

مرحله سوم: اظهارات شفاهی یا اعلان‌های رسمی در مورد بازار ارز به صورت منظم در حوزه یورو جامعه و فعالان اقتصادی را از اهداف سیاست ارزی بانک مرکزی اروپا و سیستم یورو آگاه می‌کند. نمایندگان گروه کاری اروپا و بانک مرکزی اروپا به صورت منظم این کار را انجام می‌دهند. نکته مهم این است که نمایندگان این دو نهاد اروپایی تا به حال اظهارات و اعلان‌های کاملاً هماهنگ و سازگاری داشته‌اند. این موضوع باعث شده است که سیاست‌های نهادهای پولی اروپا تا زمان حاضر از اعتبار کافی برخوردار باشد.

مرحله چهارم: در زمینه دخالت عملی در بازار ارز، بانک مرکزی اروپا از ابزارهای لازم برای دخالت در بازار برخوردار است. بانک مرکزی اروپا در جریان کاهش ارزش یورو در سال ۲۰۰۰ دخالت‌های موثری داشته است.

ECB, "The exchange rate policy of the Euro", Speech by Lorenzo Bini Smaghi, Member of the Executive Board of the ECB. Annual Meeting, 21 September 2007. <http://www.ecb.int/press/key/date/2007/html/sp070921.en.html>

۷۵ - Euro working group با Eurogroup از گروهی از نمایندگان سطح بالای وزرای دارایی منطقه یورو تشکیل شده است.

در سال ۲۰۰۰ میلادی یورو یک سیر کاهش ارزش را طی می‌کرد. بانک مرکزی اروپا در این سال تلاش نمود که با دخالت‌هایی که انجام می‌دهد بر پویایی‌های بازار اثر گذاشته و از کاهش شدید ارزش یورو در بازار جلوگیری کند. بدین منظور در ۱۴ سپتامبر سال ۲۰۰۰، بانک مرکزی اروپا اعلام کرد که قصد دارد به میزان ۲/۵ میلیارد دلار از دارایی‌های مالی دلاری و نیز دارایی‌هایی که بر حسب این ژاپن ارزشگذاری شده‌اند را در بازار بفروشد. بدین منظور بانک مرکزی اروپا در ۲۲ سپتامبر سال ۲۰۰۰، و با هماهنگی فدرال رزرو آمریکا، بانک کانادا، بانک ژاپن و بانک انگلستان در بازار ارز دخالت کرد. بانک مرکزی اروپا بعد از این تاریخ نیز برای حفظ ثبات ارزش یورو مجدداً در تاریخ‌های ۳، ۶ و ۹ نوامبر سال ۲۰۰۰ در بازار ارز دخالت کرد. این نمونه‌ای است از مکانیسم دخالت در بازار ارز در منطقه یورو که با موفقیت انجام شد و از کاهش شدید ارزش یورو و بی‌ثباتی بازار جلوگیری نمود.

۳-۱-۳-۲. مدیریت بازار ارز در ژاپن

پس از اینکه در ماه فوریه سال ۱۹۷۳ رژیم ارزی ژاپن به شناور تبدیل شد، اقتصاد ژاپن نوسانات بزرگی را در نرخ‌های ارز خارجی تجربه نمود. برای جلوگیری از تاثیرگذاری منفی این نوسانات بر اقتصاد ژاپن، بانک ژاپن در زمان‌های مختلف دخالت‌هایی را در بازار ارز خارجی انجام داده است. در ژاپن اگرچه بر اساس قانون، وزارت مالیه این کشور مسئول حفظ ثبات نرخ‌های ارز از طریق دخالت‌های مناسب در بازار است، ولی این بانک ژاپن است که به عنوان کارگزار آن وزارت در عمل عهده‌دار دخالت در بازار ارز است (با هماهنگی وزارت مالیه).^{۷۶} دخالت‌های بانک ژاپن عمدتاً در بازار ارز توکیو انجام می‌شود، ولی به دلیل اینکه بعد از ساعت کار بازار توکیو (به دلیل اختلاف ساعت) فعالان بازار معاملات خود را در بازارهای اروپا و آمریکا ادامه می‌دهند، لذا در صورتی که ضرورت ایجاب کند، در این بازارها نیز مداخله نمایند. بدین منظور، بانک ژاپن از مقامات پولی آمریکا و اروپا می‌خواهد که به نیابت از بانک ژاپن در بازار مورد نظر دخالت کنند. در واقع، این بدان معنی است که مقامات پولی این کشورها با استفاده از منابع دولت ژاپن اقدام به خرید یا فروش خاصی برای ژاپن در بازارهای مالی خود می‌کنند. به طور متقابل، وقتی مقامات پولی سایر کشورها نیز نیاز به خرید و فروش پول خاصی در بازار ارز ژاپن برای تنظیم بازار ارز خود دارند، بانک ژاپن این کار را به نیابت از آنها و با استفاده از منابع مالی آنها انجام می‌دهد. بر اساس قانون تجارت و ارز ژاپن، هدف از دخالت در بازار ارز، تثبیت ارزش ین در بازارهای بین‌المللی است.^{۷۷}

چارچوب عملی دخالت بانک ژاپن در بازار ارز

واحد ارز خارجی بخش بازارهای مالی و واحد برنامه‌ریزی و هماهنگی بخش بین‌الملل بانک ژاپن مسئول

۷۶- منبع: سایت رسمی بانک ژاپن، به آدرس <http://www.boj.or.jp/en/index.htm>. مطالب مربوط به مدیریت بازار ارز ژاپن در لینک زیر قابل دسترسی است.

<http://www.boj.or.jp/en/type/exp/faqkainy.htm>

HOME > Document Type > Explanations > Outline of the Bank of Japan's Foreign Exchange Intervention Operations.

دخالت در بازار ارز هستند. این دخالت خود شامل سه مرحله مجزا است.

۱- جمع‌آوری اطلاعات: واحد ارز خارجی بانک ژاپن در طول یک روز معاملاتی^{۷۸} به صورت دائمی تغییرات در بازارهای ارز را - چه از طریق مشاهده تحولات بازار در طول روز و چه از طریق تعامل با صاحبان بازار - رصد می‌کند. علاوه بر این، واحد مزبور به طور منظم تحقیقات مرتبط با بازارهای ارز، بازار اوراق بهادار خارجی، بازارهای بورس و قیمت کالاهای خارجی را در دستور کار خود قرار می‌دهد. اطلاعات جمع‌آوری شده در این بخش به شورای سیاست‌گذاری و دیگر بخش‌های مرتبط در بانک ژاپن منتقل می‌شود. علاوه بر بخش‌های مرتبط در بانک ژاپن، این اطلاعات به بخش‌های مرتبط در وزارت مالیه ژاپن نیز منتقل می‌شود.

۲- تصمیم‌گیری درباره دخالت در بازار: وقتی نوسانات در بازار ارز بسیار شدید می‌شوند و شرایط بازار بی‌ثبات می‌گردد، بخش‌های مربوط به کنترل بازار ارز در وزارت مالیه و بانک ژاپن با یکدیگر اطلاعات بازار را تبادل نموده و جلسات مشترکی در خصوص دخالت یا عدم دخالت در بازار ارز و نحوه دخالت مناسب تشکیل می‌دهند. تصمیم‌گیری درباره دخالت بر مبنای این است که اولاً، تحولات بازار نباید برای مدت زمانی طولانی متفاوت از عوامل بنیادی اقتصاد ژاپن باشد، و ثانیاً، نوسانات ارزش ین نباید به میزانی باشد که در نتیجه آن به اقتصاد ژاپن لطمه وارد شود. اگر هر کدام از این دو شرط نقض شوند، در این صورت تصمیم به دخالت در بازار گرفته می‌شود. اگر وزارت مالیه در مشورت با بانک ژاپن به این نتیجه برسد که باید در بازار ارز دخالت صورت گیرد، وزارت مالیه، بانک ژاپن را مامور می‌کند که بر اساس دستورالعمل‌های معین - که در جلسات مشترک با بانک ژاپن بر روی آنها توافق شده است- در بازار ارز دخالت کند. در حین دخالت در بازار ارز، بانک ژاپن ضمن رصد بازار، دائماً اطلاعات مربوط به واکنش بازار به دخالت‌های صورت گرفته و سایر تحولات را به وزارت مالیه گزارش می‌دهد. در این تبادل اطلاعات این امکان نیز وجود دارد که در حین انجام دخالت، شیوه دخالت در بازار نیز تعدیل شود. ۳- بانک ژاپن و کارگزاران: بانک ژاپن خود مستقیماً در بازار ارز دخالت نمی‌کند، بلکه این کار را از طریق کارگزاران مورد اعتماد خود انجام می‌دهد. این کارگزاران از طریق یک سامانه الکترونیکی با بانک در ارتباط هستند و سفارشات خرید و فروش بانک از طریق این سامانه به این کارگزاران منتقل شده و سریعاً خرید یا فروش مورد نظر انجام می‌شود. منابع لازم برای دخالت در بازار از حساب مخصوص ذخایر ارز خارجی^{۷۹} دولت ژاپن تهیه می‌شود که از ین و سایر ارزهای مهم مانند دلار، یورو، پوند و مانند آن تشکیل شده است.

۴-۳-۱. جمع‌بندی و تحلیلی بر مکانیسم دخالت در بازار ارز در اقتصادهای پیشرفته

در این بخش مکانیسمها و شیوه‌های دخالت در بازار ارز در برخی کشورهای صنعتی بیان شد. با بررسی این مکانیسمها می‌توان چند ویژگی مشترک را در بین این کشورها مشخص نمود.

۷۸- منظور از یک روز معاملاتی (Market day) مدت زمان بین شروع کار بازارهای مالی و اتمام آن در یک روز است.

مقامات پولی در این کشورها به طور مداوم بازار را رصد می‌کنند و تحولات آنرا زیر نظر می‌گیرند. در این زمینه علاوه بر بررسی‌ها و تحلیل‌های کارشناسان متخصص بازار ارز، مشورت‌هایی نیز از کارشناسان و صاحب‌نظران بازار ارز چه در بخش دولتی و چه فعالان بازار دریافت می‌شود. علاوه بر این، در بررسی تحولات بازار تنها به بازارهای ارز داخلی بسنده نمی‌شود و بازارهای ارز عمده دنیا نیز مورد توجه است. مثلاً در مورد ژاپن ملاحظه شد که کارشناسان بانک ژاپن نه تنها به بازار ژاپن توجه دارند، بلکه تحولات بازارهای اروپا و آمریکا را نیز زیر نظر می‌گیرند. به دلیل این که امکان مبادلات در بازارهای مالی خارج از مرزهای ملی کشورها به دلیل پیشرفت در سامانه‌های الکترونیکی فراهم شده است، لذا فعالان بازار تنها در بازارهای داخلی فعالیت نمی‌کنند. علاوه بر این، به دلیل اینکه پول ملی کشورهای صنعتی، به ویژه دلار آمریکا و یورو در مبادلات بین‌المللی سایر کشورها نیز مورد استفاده قرار می‌گیرد، لذا این موضوع باعث شده است که ارزش پول ملی در این کشورها تنها به عوامل اقتصادی تعیین‌کننده در اقتصاد ملی بستگی نداشته باشد و تحولات تجارت در سطح جهانی بر ارزش پول ملی این کشورها تأثیرگذار باشد. لذا در این شرایط طبیعی است که تنها بازار ارز داخلی مورد نظر نیست. ویژگی بعدی که در بررسی ساز و کارهای دخالت در بازار ارز در کشورهای صنعتی بارز است این است که معیار دخالت در بازار ارز این نیست که نرخ ارز از یک نرخ معین منحرف شده است. دخالت در بازار ارز زمانی صورت می‌گیرد که یا نوسانات بازار ارز بسیار شدید باشد و بازار به سمت بی‌ثباتی منحرف شود، و یا اینکه به مدت زیادی نرخ ارز از نرخ ارز بلندمدت - که بر اساس عوامل بنیادی اقتصاد تعیین می‌شود - منحرف شده باشد. بنابراین اگر روند کاهش ارزش پول ملی در بازار ارز مطابق با نرخ ارز بلندمدت اقتصاد باشد و یا اینکه نوسانات در بازار ارز به سمت بی‌ثبات کردن بازار نباشد، دخالتی نیز در بازار صورت نمی‌گیرد.

ویژگی دیگری که باید به آن اشاره نمود، هماهنگی این کشورها در دخالت در بازار ارز است. این بدان معنی است که در فرآیند دخالت در بازار برای اصلاح ارزش دلار در مقابل یورو و ین، فدرال رزرو آمریکا با بانک ژاپن و بانک مرکزی اروپا به صورت هماهنگ عمل می‌کند. این موضوع باعث می‌شود که اثربخشی ساز و کار دخالت در بازار بیشتر باشد. در غیر این صورت، ممکن است تلاش فدرال رزرو برای اصلاح قیمت دلار در مقابل یورو و ین، با دخالت‌های بانک ژاپن و بانک مرکزی اروپا در جهت عکس مورد نظر آمریکا خنثی شود.

۲-۳-۲. اقتصادهای نوظهور و در حال توسعه

۲-۳-۲-۱. نیوزلند

از زمان شناور شدن رژیم ارزی در نیوزلند در سال ۱۹۸۵، سیاست بانک مرکزی نیوزلند^{۸۰} این بوده است که تنها در شرایط بحرانی که نوسانات و بی‌نظمی‌های حدی در بازار ارز اتفاق می‌افتد دخالت‌های خود را اعمال کنند. در واقع، بر اساس این سیاست بانک مرکزی تنها در مواقع نادر که احتمال سقوط بازار و نیز پدید آمدن

بحرانهای مالی و اقتصادی وجود دارد در بازار دخالت می‌کند. هدف از این سیاست که از ۱۹۸۵ تاکنون اجرا می‌شود، پیشگیری از بروز بحرانهای مالی و سقوط بازار ارز است و بانک مرکزی هیچ نرخ هدفی را برای انواع ارزهای موجود در بازار نیوزلند دنبال نمی‌کند. از ۳۰ مارس سال ۲۰۰۴ میلادی بانک نیوزلند سیاست جدیدی را برای دخالت در بازار ارز دنبال می‌کند، اما در سیاست جدید نیز به مانند سابق، سیاست قبلی دخالت در شرایط بحرانی حفظ شده است.

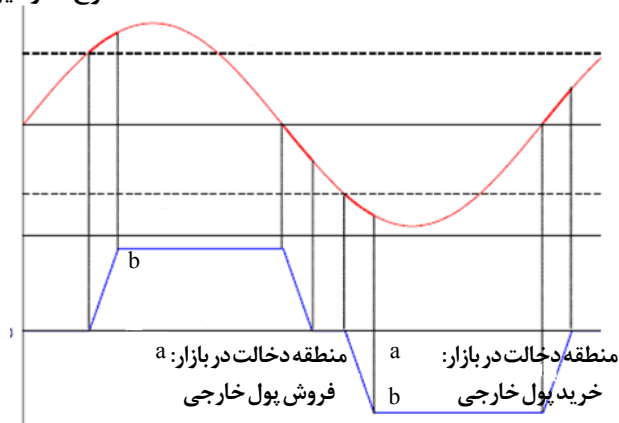
اهداف سیاست جدید دخالت در بازار ارز

در سیاست جدید دخالت، هدف این است که اوج‌ها و حوضیض‌های نوسانات میان‌مدت در نرخ دلار نیوزلند در شرایطی که بین نرخ‌های ارز و عوامل بنیادی تعیین‌کننده آن انحراف وجود دارد- هموار شود. ممکن است در مواقع خاصی نوسانات نرخ ارز کاملاً ناشی از عوامل بنیادی نباشد. مثلاً در شرایطی که ارزش کوتاه‌مدت نرخ ارز بسیار فراتر یا پایین‌تر از ارزشی باشد که بر اساس عوامل بنیادی انتظار داریم در بازار رایج باشد. این حالت معمولاً در شرایطی رخ می‌دهد که معاملات سفته‌بازان نرخ ارز را بیش از حد از ارزش معمول آن منحرف کرده باشد. اما مساله اساسی این است که چگونه می‌توان مشخص کرد که نرخ ارز از نرخ مبتنی بر عوامل بنیادی منحرف شده است.

شکل ۱ استراتژی جدید بانک نیوزلند در دخالت در بازار ارز را نشان می‌دهد. وقتی که ارزش دلار نیوزلند بسیار بالا باشد (که این بر اساس معیارهایی تعیین می‌شود که در ادامه تشریح می‌شوند) بانک نیوزلند اقدام به دخالت در بازار و فروش دلار نیوزلند در مقابل ارز خارجی می‌کند (در فاصله بین a و b) و برعکس زمانی که ارزش دلار نیوزلند بسیار پایین است (مجدداً بر اساس معیارهایی که در ادامه تشریح می‌شوند) بانک نیوزلند اقدام به خرید دلار نیوزلند در مقابل ارزهای خارجی می‌کند (در فاصله بین a' و b').

شکل ۱: الگوی دخالت بانک مرکزی نیوزلند در بازار ارز

نرخ دلار نیوزلند



دخالت در بازار ارز در شرایطی بیشترین تاثیر را بر عملکرد بازار دارد که دخالت بانک مرکزی از این طریق به بازار ارز اطلاعات جدیدی درباره ترتیبات سیاستی مورد نظر خود و نیز سطح تعادلی نرخ ارز انتقال دهد. این موارد باید اطلاعاتی باشند که در اختیار بانک مرکزی قرار دارد ولی فعالان بازار از آن اطلاعی ندارند، در غیر این صورت پیشاپیش فعالان بازار آنها را در انتظارات خود لحاظ می کنند. اما باید توجه کرد که هدف از دخالت های بانک مرکزی در بازار به هیچ وجه مقابله با عوامل بنیادی تعیین کننده نرخ ارز در بازار نیست، زیرا چنین سیاستی در میان مدت و بلندمدت ناموفق خواهد بود و لذا بانک نیوزلند به هیچ وجه چنین هدفی را دنبال نمی کند.

معیارهای تعیین زمان مناسب برای دخالت

برای اینکه دخالت در بازار ارز موثر باشد، بانک نیوزلند معیارهایی برای اتخاذ تصمیم نسبت به دخالت یا عدم دخالت طراحی کرده است. این معیارها عبارتند از:

- نرخ ارز باید به طور غیر عادی خیلی بالا یا پایین باشد،
- نرخ ارز باید از منظر بنیادهای اقتصادی^{۸۱} غیر قابل توجیه باشد،
- دخالت باید با اهداف چارچوب سیاستی هدف گذاری تورمی سازگار باشد،
- شرایط بازار باید به گونه ای باشد که میزان اثرگذاری دخالت بالا باشد.

نرخ ارز باید به طور استثنایی خیلی بالا یا پایین باشد.

تعیین اینکه نرخ ارز به صورت استثنایی بالا یا پایین است مساله های آماری بوده و با استفاده از تکنیکهای آماری مشخص می شود. بدین منظور سطح کنونی انحراف نرخ ارز نسبت به متوسط بلندمدت آن با انحرافات که در گذشته داشته، مقایسه شده و بررسی می شود که آیا انحراف کنونی غیرعادی است یا خیر. بانک نیوزلند به نرخ یک پول خارجی توجه نمی کند، بلکه نرخ ارز موثر را که متوسط وزنی نرخ های ارز کشورهای شریک تجاری است مد نظر قرار می دهد، زیرا این نرخ نماینده متوسط کل اقتصاد است. اما معمولاً نرخ برخی از ارزهای مهم (به ویژه دلار آمریکا) نیز در بازار رصد می شود.

نرخ ارز باید از منظر بنیادهای اقتصادی غیر قابل توجیه باشد.

گرچه الزام اول برای نرخ ارز- یعنی انحرافات غیرعادی نرخ ارز از روند بلندمدت- یکی از معیارهای دخالت در بازار ارز است، اما بلافاصله پس از مشاهده یک انحراف بلندمدت در نرخ ارز به سرعت تصمیم به دخالت گرفته نمی شود. در این مواقع این موضوع بررسی می شود که آیا این انحراف غیرعادی با بنیادهای اقتصادی سازگار است یا نه؟

در بررسی این موضوع کارشناسان بانک نیوزلند نرخ ارز را با وضعیت کنونی چرخه‌های اقتصاد نیوزلند و نیز سایر عوامل تعیین‌کننده نوسانات میان مدت نرخ ارز مقایسه می‌کنند. در واقع این بررسی نیازمند جمع‌آوری اطلاعات درباره متغیرهای مهم اقتصادی است، از جمله:

وضعیت چرخه‌های تجاری اقتصاد نیوزلند، رابطه مبادله^{۸۲}، وضعیت کسری یا مازاد تجاری، و وضعیت مربوط به کالاهای غیر قابل مبادله در اقتصاد نیوزلند. البته لازم به توضیح است که این شاخص‌ها در مجموع یک فهرست ثابتی را تشکیل نمی‌دهند. به بیان دیگر، بانک نیوزلند از یک فرایند مکانیکی برای ارزیابی بنیادهای اقتصاد نیوزلند تبعیت نمی‌کند، بلکه در هر موقعیتی باتوجه به شرایط خاص آن موقعیت تصمیم‌گیری می‌شود.

دخالت باید با اهداف چارچوب سیاستی هدف‌گذاری تورمی سازگار باشد.

بر اساس چارچوب سیاستی هدف‌گذاری تورمی در نیوزلند بانک نیوزلند، باید نرخ تورم را در سطحی بین ۱ تا ۳ درصد حفظ کند، با این شرط که این سیاست باعث ایجاد بی‌ثباتی در نرخ‌های بهره و تولید نشود. باتوجه به این چارچوب سیاستی، دخالت در بازار ارز نباید باعث شود که تورم از دامنه تعیین شده تجاوز کند. در صورتی که احتمال برود دخالت در بازار ارز موجب افزایش تورم می‌شود، بانک نیوزلند با استفاده همزمان از ابزار نرخ بهره تلاش می‌کند که نرخ تورم را در سطح کنونی خود حفظ کند. به منظور حفظ هر دو هدف نرخ ارز و تورم، بانک نیوزلند، به شاخص شرایط پولی^{۸۳} توجه می‌کند. اگر شاخص شرایط پولی بسیار بالا یا بسیار پایین باشد، در این صورت بانک نیوزلند تلاش می‌کند که همزمان با دخالت در بازار ارز، نرخ بهره را هم تعدیل کند تا شاخص در وضعیت عادی قرار گیرد. در این صورت اهداف نرخ ارز و نرخ بهره (که نهایتاً نرخ تورم را تعیین می‌کنند) با چارچوب هدف‌گذاری تورمی سازگار خواهند شد.

شرایط بازار باید به گونه‌ای باشد که میزان اثرگذاری دخالت بالا باشد.

حتی اگر از منظر سیاست‌گذاری دخالت در بازار توجیه‌پذیر باشد، شرایط بازار ارز باید به گونه‌ای باشد که دخالت بانک مرکزی در بازار نتایج دلخواه سیاست‌گذاران را در پی داشته باشد. در شرایطی که احتمال عدم موفقیت در دستیابی به نتایج دلخواه سیاست‌گذاران پایین است، دخالت در بازار ارز بشمار پرهزینه خواهد بود. کارشناسان بانک نیوزلند بر اساس معیارهای زیر تشخیص می‌دهند که آیا شرایط در بازار برای دخالت مناسب است یا خیر:

- بر اساس بررسی‌ها و ارتباطاتی که با فعالان در بازار صورت می‌گیرد مشخص شود که فعالان بازار اطمینان کمتری به نرخ‌های غیرعادی که اکنون در بازار ارز رایج است دارند و بیشتر احتمال می‌دهند که نرخ‌های ارز به سمت نرخ‌های متعادل‌تری تعدیل خواهند شد،

- جریان سرمایه در بازار در حال حرکت به سمتی است که نرخ های ارز را به سمت نرخ های تعادلی خود بازمی گرداند، اما هنوز چنین جریانی در بازار قدرت کافی پیدا نکرده است،
 - در بازار نشانه هایی از احتمال بروز معاملات سفته بازانه و یا جریانات سرمایه ای که اثر دخالت های بانک مرکزی در بازار را خنثی کند، وجود ندارد.
- با توجه به اینکه بانک مرکزی نیوزلند ارتباط بالایی با فعالان بازار دارد و نیز این که خود یکی از معامله گران فعال در این بازار است، لذا کارشناسان بانک قادرند صحت سه شرط بالا را بررسی کنند.
- اگر تمام شرایط برای دخالت در بازار فراهم باشد، در این صورت بانک نیوزلند در بازار دخالت می کند و با فاصله اندکی پس از دخالت در بازار آنرا از طریق رسانه ها به اطلاع عموم می رساند.

۲-۲-۳-۲. کره جنوبی

نظام ارزی کره جنوبی

در حدود دو تا سه دهه قبل، نظام ارزی در کره جنوبی مبتنی بر رژیم ارزی ثابت بود. از مارس ۱۹۹۰ میلادی کره یک رژیم ارزی مبتنی بر نرخ متوسط بازار^{۸۴} را ملاک عمل قرار داد. تحت این رژیم ارزی، حرکات روزانه نرخ ارز در داخل یک دامنه محدود می شد.^{۸۵} بعد از بحران مالی شرق آسیا در اواخر دهه ۱۹۹۰، رژیم ارزی کره جنوبی در دسامبر ۱۹۹۷ به رژیم شناور تبدیل شد. در کنار این رژیم ارزی، چارچوب سیاستی هدف گذاری تورمی برای سیاست پولی نیز در کره جنوبی انتخاب شد.^{۸۶}

با لحاظ این تغییرات در رژیم ارزی کره جنوبی، اهداف عملیات ارزی نیز در این کشور هماهنگ با این تغییرات عوض شد. تحت رژیم ارزی قبلی اهداف مورد نظر عمدتاً دستیابی به تعادل حساب جاری و یا حفظ ثبات نرخ ارز موثر حقیقی^{۸۷} بود. اما تحت رژیم های ارزی شناور، اهداف مورد نظر عمدتاً حفظ ثبات بازار ارز و جلوگیری از نوسانات اضافی در کوتاه مدت گردید. این بدان دلیل است که به همراه یک چارچوب هدف گذاری تورمی نمی توان هم هدف ارز را دنبال کرد و هم هدف تورم را. به علاوه، در حال حاضر نرخ ارز به عنوان یک ابزار برای علامت دهی عمل می کند.

مقامات پولی در بازار ارز کره

در عملیات ارزی کره جنوبی دو نهاد دخالت دارند: وزارت اقتصاد و دارایی و بانک (مرکزی) کره. بر اساس قانون معاملات ارزی و نیز قانون بانک کره، این دو نهاد باید در مدیریت بازار ارز با یکدیگر همکاری کنند. بر

84-Market average rate system.

۸۵ - پهنای این دامنه روزانه در ابتدا ۴/۰± درصد نسبت به متوسط نرخ روز قبل تعیین شده بود، اما به تدریج و در طول سال های بعدی این پهنای به تدریج افزایش یافت. به طوریکه در ۲۰ نوامبر ۱۹۹۷ این پهنای به ۱۰/۰± درصد رسید.

86-Rhee and Lee (2004)

87-Real effective exchange rate.

اساس قانون معاملات ارزی کره، وزیر اقتصاد و دارایی مسؤولیت سیاست ارز خارجی، شامل عملیات ارزی را بر عهده دارد. بر اساس قانون بانک کره، این بانک نیز باید با وزارت اقتصاد و دارایی در طراحی سیاست های بازار ارز همکاری کند. در واقع بر این اساس، بانک کره عضو کمیته بازار ارز کره است.

وزارت اقتصاد و دارایی کره جنوبی در سال ۱۹۶۷ صندوقی را برای حفظ ثبات در بازار ارز تاسیس کرده است و آن را مدیریت می کند. بر اساس قانون تاسیس این صندوق وزارت اقتصاد و دارایی کره مسؤول استفاده از این منابع برای حفظ ثبات بازار ارز است و لذا تصمیمات کلی درباره چگونگی استفاده از این منابع را اتخاذ می کند. با این حال در عمل مدیریت روزانه و تصمیمات جزئی در ارتباط با نحوه استفاده از منابع این صندوق به شورای بانک کره^{۸۸} سپرده شده است. بانک کره به عنوان بانک مرکزی ذخایر خارجی کره شامل ذخایر این صندوق و نیز ذخایر خود بانک را نگهداری و مدیریت می کند و با استفاده از منابع آنها در بازار دخالت می کند.

دخالت در بازار ارز

در کره از دخالت در بازار ارز به عنوان ابزاری برای دستیابی به ثبات بازار ارز استفاده می شود. اهداف مورد نظر برای دخالت در بازار ارز در کره جنوبی همانند سایر کشورهای که طبق رژیم های شناور در بازار دخالت می کنند، عبارتست از: (۱) کاهش نوسانات کوتاه مدت در بازار ارز، (۲) تثبیت بازار ارز، (۳) پیش گیری از هجوم سفته بازان به بازار ارز، (۴) بدست آوردن ذخایر خارجی. بانک کره به هیچ وجه یک نرخ ارز معینی را به عنوان هدف در نظر نمی گیرد. علاوه بر آن، مقامات ارزی در کره نقش بازارگردان را نیز ایفا می کنند، یعنی با عرضه مقادیر کافی نقدینگی به بازار ارز از بروز شکاف بین عرضه و تقاضا و کاهش درجه نقدشوندگی بازار جلوگیری می نمایند. بعد از بحران مالی شرق آسیا، یکی از اهداف دخالت در بازار ارز این کشور افزایش میزان ذخایر بین المللی بوده است، زیرا با افزایش این ذخایر رتبه اعتباری کره افزایش پیدا می کند و از بروز بحران های مالی بعدی نیز ممانعت می شود. ابزارهای دخالت در بازار ارز عبارتند از دخالت شفاهی و نیز دخالت عملی^{۸۹} در بازار. منظور از دخالت شفاهی این است که مقامات بانک مرکزی یا وزارت اقتصاد و دارایی کره با اظهارات خود اطمینان می دهند که ثبات بازار را حفظ خواهند کرد. با این اظهارات معمولاً آرامش به بازار باز خواهد گشت، اما در مواقعی نیز لازم است تا مقامات پولی واقعا در بازار دخالت کرده و مقادیری از یک یا چند پول خارجی را بخرند یا بفروشند. تصمیم گیری برای دخالت در بازار بیش از آنکه بر یک قاعده معینی مبتنی باشد، به قضاوتها و تصمیمات ارشادی مقامات پولی بستگی دارد. بسیاری از عناصر از قبیل، اندازه و نوع شوک خارجی وارد شده، تغییرات رخ داده در شاخص های بازار، جو روانی حاکم بر بازار و نهایتاً میزان ذخایر خارجی در دسترس در شکل گیری این تصمیم ارشادی نقش دارند. برای تعیین بهترین زمان جهت دخالت در بازار، مقامات ارزی کره درجه انحراف^{۹۰}

88-Governor of the Bank of Korea.

89-Verbal intervention and real intervention.

90-Misalignment.

در بازار ارز و میزان ماندگاری این انحرافات را مد نظر قرار می‌دهند. ولی به هرحال انحراف در بازار ارز تنها معیار مورد نظر برای زمان دخالت نیست (به ویژه در کوتاه‌مدت). این بدان دلیل است که هیچ‌کدام از روش‌های برآورد درجه انحراف در بازار ارز بدون اشکال نیستند و هرکدام ضعف‌های خود را دارند. علاوه بر آن، در رژیم‌های شناور به جهت آنکه نرخ ارز بوسیله نیروهای بازار تعیین می‌شود، لذا این نرخ را می‌توان به عنوان یک نرخ تعادلی تفسیر کرد. به علاوه، اندازه دخالت در بازار ارز به جریان سفارشات موجود در بازارهای نقدی و آتی ارز، حاشیه ریسک موجود در بازار و نیز انتظارات بازار نیز بستگی دارد.

به هرحال معیارها و شاخص‌های زیر برای دخالت در بازار ارز مد نظر قرار می‌گیرند: (۱) سرعت تغییرات نرخ ارز، (۲) اندازه نوسانات نرخ ارز، (۳) شکاف بین سفارشات خرید و فروش،^{۹۱} (۴) حجم معاملات. به هرحال، حتی اگر بی‌ثباتی در بازار ارز مشاهده شود، دیگر ملاحظات نیز به طور وسیع قبل از دخالت در بازار ارز در نظر گرفته می‌شوند. مهمترین این موارد عبارتند از سازگاری دخالت در بازار ارز با سیاست‌های جاری اقتصاد کلان و دسترسی به منابع لازم برای دخالت در بازار ارز.

زمانی که تصمیم به دخالت در بازار ارز گرفته شود، این کار را از طریق بانک‌های عامل انجام می‌شود. بانک کره از این بانک‌ها تعهد گرفته است که در جریان اجرای مداخله در بازار اصول رازداری و امانت را حفظ کنند. بعد از اینکه دخالت در بازار ارز انجام شد، بانک کره عملیات خنثی‌سازی را انجام می‌دهد تا حجم پول به طور نامطلوب کم یا زیاد نشود. مهمترین ابزار برای این کار عبارتست از خرید یا فروش اوراق قرضه. در بسیاری از موارد دولت کره نیز در این کار سهیم می‌شود و به بانک کره برای حفظ سطح مطلوب متغیرهای پولی کمک می‌کند. زمانی که وزارت اقتصاد و دارایی در بازار ارز دخالت می‌کند، نیازی به انجام عملیات خنثی‌سازی نیست، زیرا پول جدیدی به اقتصاد تزریق نمی‌شود. مقامات ارزی کره جهت دخالت در بازار ارز شفاف عمل نمی‌کنند. به بیان دیگر، جزئیات، میزان و زمان دخالت در بازار را به اطلاع عموم نمی‌رسانند. این موارد در نهایت در گزارشات ادواری اعلام خواهند شد. این مورد مربوط به دخالت‌های عملی است، زیرا در دخالت‌های شفاهی اصل بر اعلان عمومی نیات مقامات پولی برای تاثیرگذاری در روندهای بازار است.

۳-۲-۳-۲. اندونزی

رژیم ارزی در اندونزی به همراه تحولات و تکامل بازار ارز این کشور در حال تکوین و گسترش است. اساساً، رژیم ارزی در اندونزی در حال گذار از یک سیستم مبتنی بر کنترل شدید دولت به سمت یک رژیم ارزی شناور آزاد است. در اندونزی نیز مانند سایر کشورها بانک مرکزی (بانک اندونزی) دارای اختیار قانونی برای دخالت (چه در سطح سیاست‌گذاری و چه در سطح اجرا) در بازار ارز است. هدف از دخالت در بازار ارز در اندونزی نیز حفظ ثبات در بازار ارز است، به ویژه در زمان‌هایی که احتمال این وجود دارد که برخی عوامل ارزش روپیه را بیش

از اندازه کاهش دهند. با این حال، دخالت عملی تنها زمانی در بازار صورت می‌پذیرد که دخالت‌های شفاهی مقامات مسؤول در بازار موثر واقع نشود.^{۹۲} دستورالعملها و قواعدی که در بانک اندونزی تاکید می‌کنند که دخالت باید به صورت موثر و کارآمد و با لحاظ کردن ملاحظات مالی مانند شرایط نقدینگی بازار، حجم معاملات، انتظارات و جو روانی حاکم بر بازار اعمال شود. در فرایند دخالت در بازار ارز همیشه به شرایط عرضه و تقاضا توجه می‌شود. بانک اندونزی دخالت در بازار ارز را به عموم اعلان نمی‌کند.

نحوه دخالت در بازار ارز در اندونزی

روش‌های دخالت در بازار ارز را می‌توان از یک منظر به دو روش باز و بسته تقسیم‌بندی کرد. در روش باز، بانک اندونزی به طور مستقیم و بدون واسطه کارگزاران، در بازار ارز دخالت می‌کند. در روش بسته، از یک بانک عامل به عنوان کارگزار استفاده می‌شود. معمولاً بانک اندونزی دخالت در بازار را بر مبنای چندین معیار صورت می‌پذیرد:

- آیا بانک اندونزی می‌خواهد که فعالان بازار از دخالت بانک اندونزی در بازار مطلع شوند یا خیر،
- آیا جو روانی بازار به گونه‌ای است که در صورت اطلاع خریداران و فروشندگان از قصد بانک اندونزی از دخالت در بازار، التهاب آن بیشتر می‌شود،
- عرضه و تقاضای دلار در بازار چگونه است؟ اگر کمبود دلار در بازار وجود داشته باشد، دخالت در بازار برای ممانعت از افزایش ارزش دلار موثر نخواهد بود.
- آیا روند نرخ‌های ارز با متغیرهای مبنایی اقتصاد^{۹۳} اندونزی سازگار است یا خیر،
- و نهایتاً آیا در صورت عدم دخالت اقتصاد اندونزی با بحران روبرو می‌شود یا خیر.

۲-۳-۲-۴. ترکیه

در اواسط ماه می سال ۲۰۰۱ میلادی و دقیقاً سه ماه پس از شروع یک بحران مالی در ترکیه، دولت این کشور یک برنامه اصلاحات را آغاز کرد. این در شرایطی بود که بخش بانکی ترکیه در شرایط ناآرامی به سر می‌برد، و نیاز به یک اقدام جدی در این خصوص وجود داشت. این برنامه نجات نسبت بدهی به GDP را در ترکیه به شدت افزایش داد. پایه‌های اصلی این برنامه نجات عبارت بودند از انضباط مالی دولت، نوسازی و تجدید ساختار بخش بانکی و اصلاحات ساختاری در سایر بخش‌های مرتبط. این برنامه نجات توسط اعتبارات IMF و بانک جهانی تامین شد و در آن تاکید بر شناورسازی رژیم ارزی بود. بعد از سال ۲۰۰۱، موفقیت‌های این برنامه کم‌کم نمایان شد: تورم و تورم‌انتظاری در ترکیه به شدت کاهش یافتند، نسبت بدهی به GDP کاهش یافت و اقتصاد ترکیه وارد یک دوره جدید رشد بالای اقتصادی گردید.^{۹۴}

92- Bank for International Settlements, (2005)

93 -Economic Fundamentals

94 -Özatay (2004)

سیاست پولی و ارزی ترکیه در دوران اصلاحات اقتصادی

در آغاز سال ۲۰۰۲، بانک مرکزی ترکیه اعلام کرد که قصد دارد سیاست هدف‌گذاری تورمی را اجرا کند. هسته اصلی چارچوب هدف‌گذاری تورمی در برنامه بانک مرکزی ترکیه عبارت بود از: استفاده از ابزار نرخ بهره کوتاه‌مدت برای کنترل تورم، اعلام دلایل و نحوه استفاده از این ابزار در هر نوبت به عموم. با اجرای این برنامه، نرخ‌های تورم در ترکیه به شدت کاهش یافت. به عنوان مثال، نرخ تورم بر مبنای شاخص قیمت مصرف‌کننده از ۳۷/۵ درصد در ماه سوم سال ۲۰۰۱ به ۹/۳ درصد در ماه ۱۲ سال ۲۰۰۴ رسید.^{۹۵}

یکی از مهمترین عناصر اجرای این برنامه اصلاحی در ترکیه شناسایی نرخ‌های ارز بود. رژیم ارزی ترکیه از ماه ژوئن سال ۲۰۰۰ نظام مبتنی بر افزایش ثابت و از پیش اعلام شده نرخ‌های ارز بود که در فوریه سال ۲۰۰۱ این رژیم ارزی فرو ریخت. از اوایل سال ۲۰۰۲، بانک مرکزی با قوت رژیم ارزی شناور را دنبال کرد. بانک مرکزی اعلام کرد که سطح یا روند نرخ ارز را دستکاری نخواهد کرد و تنها در مواقعی در بازار ارز دخالت خواهد کرد که نوسانات اضافی و شدید در بازار ارز وجود داشته باشد.

بانک مرکزی ترکیه قصد داشت تا با اجرای موفق این سیاستها فرآیند دلاریزه شدن اقتصاد ترکیه را متوقف کند. علاوه بر این، به دلیل اینکه اولاً این کشور برای تامین مالی برنامه اصلاحی خود بدهکار شده بود، و ثانياً اینکه میزان ذخایر خارجی هر کشوری یک عامل مهم و تاثیرگذار در کسب اعتبار مالی و جذب سرمایه‌های خارجی محسوب می‌شود، لذا در فرآیند دخالت در بازار یکی از اهداف مورد توجه -علاوه بر کاهش نوسانات بازار- جمع‌آوری سطح مطلوبی از منابع ارزی خارجی، به ویژه دلار بوده است. اما نکته مهم این است که بانک مرکزی ترکیه جمع‌آوری این ذخایر ارزی را از طریق یک روش شفاف و منظم و از پیش اعلام شده انجام داده است. این بانک در مواقع مورد نظر خود از پیش اعلام می‌کند که در چه تاریخی قصد خرید کدام ارز خارجی را دارد. سپس در بازار ارز اقدام به خرید ارزهای مورد نظر می‌کند.

در فاصله بین سال‌های ۲۰۰۲ تا ۲۰۰۴ میلادی بانک مرکزی ترکیه تنها در هشت روز مختلف اقدام به خرید دلار آمریکا و در سه روز مختلف اقدام به فروش دلار آمریکا کرده است. در مجموع در پایان سال ۲۰۰۴ مجموع خالص خرید دلار توسط بانک مرکزی ترکیه بالغ بر ۱۲۷۴ میلیون دلار بوده است.^{۹۶}

۵-۲-۳-۲. تایلند

از ماه جولای سال ۱۹۹۷ میلادی رژیم ارزی تایلند از رژیم ارزی مبتنی بر یک سید ارزی (که از سال ۱۹۸۴ اقتباس شده بود) به رژیم شناور تبدیل شد.^{۹۷} گرچه نیروهای بازار ارزش پول ملی تایلند را تعیین می‌کنند، اما بانک تایلند برای رفع نوسانات اضافی در بازار ارز دخالت می‌کند. با این حال هیچ‌گاه هدف از این دخالتها

95 - Turkish Central Bank.

96 - Özatay (2004), P. 289, Table 3.

97 - Financial Markets Operations Group, Bank of Thailand, (2005).

تغییر روند بازار ارز بر خلاف روند بنیادهای اقتصادی تایلند نیست. نوسانات کوتاه‌مدت وقتی توسط بانک تایلند از بازار حذف می‌شوند که مدت زمانی تداوم یابند و تهدیدی برای ثبات بازار ارز به حساب بیایند. در تایلند نیز مانند بسیاری دیگر از کشورهای که رژیم ارزی شناور آزاد یا شناور مدیریت شده را انتخاب نموده‌اند، چارچوب هدف‌گذاری تورمی اجرا می‌شود. این چارچوب از ماه می سال ۲۰۰۰ میلادی به صورت رسمی اعلام شده و بانک تایلند بر اساس آن، با استفاده از ابزار سیاستی نرخ بهره تلاش می‌کند که تورم را در حول و حوش نرخ هدف نگه دارد.

ترتیبات نهادی در ارتباط با بازار ارز در تایلند به گونه‌ای است که نوع رژیم ارزی را دولت تایلند معین می‌کند، اما مسؤولیت مدیریت بازار ارز تحت رژیم تعیین شده بر عهده بانک تایلند است. علاوه بر مدیریت بازار ارز، بانک تایلند ذخایر ارزی تایلند را نیز مدیریت می‌کند. بنابراین، بانک تایلند مسؤول همه هزینه‌ها و منافع (بر حسب کم و زیاد شدن ذخایر ارزی) دخالت در بازار ارز و دیگر عملیات مرتبط است و موظف شده است که در پایان سال سود خالص حاصل از عملیات خود را به دولت واگذار کند.^{۹۸}

دلایل دخالت بانک تایلند در بازار ارز این کشور

در اقتصاد کوچکی مانند تایلند، تغییرات و نوسانات نرخ‌های ارز می‌تواند موجب تغییر در نرخ‌های اسمی و حقیقی موثر ارز شده و نهایتاً اثرات بزرگی را بر GDP و تورم در این کشور ایجاد کند. علاوه بر این، نرخ‌های ارز می‌توانند از نرخ تعادلی خود به میزان قابل ملاحظه‌ای منحرف شوند. در این شرایط دخالت در بازار ارز می‌تواند جلوی این گونه پرشها^{۹۹} را بگیرد یا آنها را محدود کند. علاوه بر این موارد، دخالت در بازار ارز باعث خواهد شد تا بخش خصوصی با سهولت بیشتر و کم‌هزینه‌تر با شرایط جدید اقتصادی تطبیق پیدا کند.

بانک تایلند تأکید زیادی برای دخالت جهت کاهش نوسانات شدید در بازار ارز دارد. بانک تایلند هیچ هدف مشخصی برای نرخ ارز ندارد، بلکه تنها سعی می‌کند که نوسانات شدید بازار ارز را کاهش دهد. با این حال، اگر این نوسانات در جهت تغییرات بنیادهای اقتصادی آن کشور باشند، در این شرایط اصراری بر کاهش نوسانات وجود ندارد، مگر در شرایط استثنایی.

لازم به ذکر است که ملاحظه اصلی بانک تایلند برای دخالت در بازار ارز این است که نرخ ارز از مقادیر تعادلی خود منحرف شود و این انحراف فراتر از کوتاه‌مدت باقی بماند. اما برای تشخیص اینکه آیا نرخ‌های ارز رایج در بازار از نرخ‌هایی که از بنیادهای اقتصادی تایلند حاصل می‌شوند منحرف شده‌اند یا خیر، بانک تایلند معیارهایی برای خود تعریف کرده است که بر اساس آنها تعیین می‌کند که آیا تغییرات جاری در نرخ ارز مطلوب هستند یا خیر.

بانک تایلند هم به نرخ برابری اسمی دلار در برابر بات^{۱۰۰} (پول ملی این کشور) توجه می‌کند، و هم به نرخ های حقیقی و موثر. بانک تایلند همچنین فعالیتهای بازار، وضعیتهای استراتژیک، شکاف بین سفارشات خرید و فروش در بازار، ترکیب و نیز اندازه گردش مالی در بازار، نوسانات ناشی از اختیارات^{۱۰۱} خرید و فروش، و نیز نوسانات کوتاه‌مدت بازار را نیز تحت نظر می‌گیرد.

با این حال بانک تایلند تمام نوسانات موجود در بازار را از بین نمی‌برد، زیرا وجود نوسانات (اگر بیش از اندازه و بی‌ثبات کننده نباشند) برای علامت دادن به فعالان بازار و مشخص شدن میزان ریسک فعالیتهای مرتبط با بازار ارز لازم است. از بین بردن تمام نوسانات بازار ارز موجب خواهد شد که نظامها و راهبردهای مدیریت ریسک و نیز ابزارهای مالی لازم برای پوشش ریسک، توسعه‌نیافته باقی بمانند.

بعد از بحران مالی ۱۹۹۷ شرق آسیا، بانک تایلند نیز مانند بسیاری کشورهای آسیای دیدی از این بحران جمع‌آوری ذخایر بین‌المللی را نیز به عنوان یکی از اهداف مورد نظر خود برای دخالت در بازار ارز قرار داده است. وجود سطح مطلوب ذخایر ارزی آسیای‌پذیری مالی اقتصاد تایلند را کاهش می‌دهد و رتبه اعتباری این کشور را بالا می‌برد، در نتیجه شرکتهای تایلندی با هزینه کمتری قادر خواهند بود تا از خارج وام ارزی دریافت کنند و سرمایه‌گذاران خارجی نیز با اطمینان بیشتری در این کشور سرمایه‌گذاری خواهند کرد. همچنین وجود ذخایر بین‌المللی قابل توجه باعث می‌شود که اعتبار پول ملی این کشور نیز افزایش یافته و ارزش آن تقویت شود. تا اکتبر سال ۲۰۰۴، ارزش ذخایر بین‌المللی این کشور بالغ بر ۴۶ میلیارد دلار بوده است.^{۱۰۲}

نحوه اجرای سیاست ارزی در تایلند

سیاست ارزی تایلند باید با چارچوب سیاستی هدف‌گذاری تورمی در این کشور هماهنگ باشد. زیرا این چارچوب سیاستی یک توازن معقولی بین تورم و رشد اقتصادی برای اقتصاد تایلند فراهم می‌کند. لذا بانک تایلند در هنگام اجرای سیاست ارزی، کاملاً به چارچوب هدف‌گذاری تورمی پایبند است.

کمیته سیاست پولی در بانک تایلند^{۱۰۳} برای هماهنگی بین سیاست ارزی و نیز چارچوب سیاست هدف‌گذاری تورمی مجموعه دستورالعملها و رهنمونها را برای واحد مدیریت بازار ارز بانک تایلند تهیه کرده است. مسؤولان و کارشناسان این واحد هر هفته جلسه برگزار می‌کنند و در فواصل چهارماهه فنون دخالت در بازار و نیز میزان مؤثر بودن آنرا بررسی می‌کنند و اگر لازم باشد آنرا تغییر می‌دهند.

100-Baht

101-Option-implied volatility

103-Monetary Policy Committee (MPC)

رصد کردن تحولات بازار

در بررسی شرایط بازار، نرخ های اسمی ارز با نرخ های حقیقی و مؤثر ارز مقایسه می شوند تا مشخص شود که آیا بازار با روند میان مدت و بلندمدت هماهنگ است یا نه. علاوه بر اینها، برخی شاخص های کمی دیگر نیز رصد می شوند تا بررسی شود که دلایل بی ثباتی ها و نوسانات اضافی موجود در بازار چیست. برخی از این شاخصها عبارتند از: جریان خالص ورود یا خروج منابع توسط خارجیها در تمام بازارهای مالی تایلند، جریان مبادلات بازرگانی تایلند، میزان نقدینگی در بازارهای نقدی و آتی ارز، بازار اوراق اختیار خرید (فروش) معامله^{۱۰۴} و نیز نوسانات آن و شکاف بین سفارشات خرید و فروش در بازار.

دخالت در بازار

بانک تایلند از هر دو شیوه دخالت شفاهی و دخالت عملی استفاده می کند. بانک تایلند بیشتر در بازار نقدی ارز و به طور عمده در بازار دلار-بات دخالت می کنند. البته گاهی در کنار بازار نقدی، بانک تایلند در بازار سواپ^{۱۰۵} نیز دخالت می کند تا میزان نقدینگی را در بازارهای فرعی نیز تحت تاثیر قرار دهد. بانک تایلند در مواقع دخالت هم مستقیماً خود اقدام به خرید یا فروش می کند، و هم در مواقع لزوم از کارگزاران خود استفاده می کند و سفارشات خرید یا فروش خود را از آن طریق انجام می دهد. در واقع هر زمانی که لازم باشد که بازار با دخالت بانک تایلند غافل گیر شود و پیش از آن از قصد بانک مطلع نباشد، خود بانک تایلند مستقیماً خرید و فروش را انجام می دهد. در غیر این صورت خرید و فروش از طریق کارگزاران معتمد بانک صورت می پذیرد.

خنثی سازی

خنثی سازی یک بخش بسیار مهم در رژیم ارزی شناور مدیریت شده است، زیرا سازگاری سیاست ارزی با سیاست هدف گذاری تورمی از این طریق محقق می شود. بدین منظور، بانک تایلند به صورت روزانه عملیات بازار باز را برای حفظ توازن بین عرضه و تقاضای پول انجام می دهد. میزان مطلوب تزریق پول به بازار یا استخراج آن توسط عملیات بازار باز از طریق پیش بینی های یک روزه که در روزهای قبل انجام شده است، تعیین می شود و سپس بانک تایلند بر اساس این پیش بینی ها در هر روز مقداری اوراق بهادار را می خرد یا می فروشد.

اعلان عمومی

داده های مربوط به دخالت در بازار ارز در تایلند منتشر نمی شود. یکی از دلایل این امر این است که هنوز عمق بازار ارز در تایلند به سطح مطلوبی نرسیده و در مقایسه با کشورهای صنعتی هنوز کوچک است. به همین

104 -Option

105-Swap

دلیل، کارشناسان بانک تایلدن اعتقاد دارند که انتشار این اطلاعات بیش از اینکه اثرات مطلوبی داشته باشد، مخرب خواهد بود. یکی از اثرات نامطلوب این است که انتشار این اطلاعات باعث می‌شود که میزان تاثیر دخالت در بازار ارز کاهش یابد.^{۱۰۶}

۲-۳-۲-۶. جمع‌بندی تجربه کشورهای در حال توسعه و اقتصادهای نوظهور

در این بخش مکانیسمها و شیوه‌های دخالت در بازار ارز در کشورهای در حال توسعه و اقتصادهای نوظهور بیان شد. با بررسی این مکانیسمها می‌توان چند ویژگی مشترک را در بین این کشورها مشخص نمود.

۱- در تمام کشورهای بررسی شده سعی شده است که دخالتها در بازار تنها در موارد ضروری انجام شود و نرخ ارز توسط نیروهای بازار تعیین شود. به هیچ وجه تلاش نمی‌شود که روند نرخ ارز تغییر کند و یا نرخ ارزی تعیین شود که بر خلاف بنیادهای اقتصادی کشور باشد. در بیشتر موارد تلاش شده است تا نوسانات شدید در بازار ارز با استفاده از دخالت‌های مقامات ارزی کاهش یابد.

۲- در تمام کشورهای بررسی شده (و نیز در کشورهای صنعتی) مسؤلیت اجرای سیاست ارزی و مدیریت بازار بر عهده بانک مرکزی است. ممکن است در برخی کشورها سیاست ارزی توسط دولت و یا با مشارکت دولت تعیین شود، اما در عمل مسؤلیت اجرای سیاست ارزی بر عهده بانک مرکزی گذاشته شده است.

۳- در کشورهای در حال توسعه و اقتصادهای نوظهور، در مقایسه با کشورهای صنعتی، بازار ارز حجم محدود و کوچکی دارد. کوچک بودن حجم بازار ارز در این کشورها باعث شده است که همیشه خطر هجوم سفته‌بازان به بازار ارز این کشورها وجود داشته باشد. به همین دلیل در این کشورها بر کنترل و آرام کردن جو روانی حاکم بر بازار تاکید زیادی می‌شود. در اکثر این کشورها یکی از انواع دخالت در بازار ارز از نوع دخالت شفاهی است؛ یعنی مقامات پولی و ارزی با اظهارات خود تلاش می‌کنند تا جو بازار را آرام کنند و به عاملان بازار اطمینان دهند که در صورت بروز التهاب در بازار مقامات ارزی در بازار دخالت می‌کنند و آنها آرام می‌کنند. در برخی از کشورها بر خلاف کشورهای صنعتی مقامات ارزی در مواقع دخالت عملی در بازار آنها اعلان نمی‌کنند. دلیل این امر ترس از نامؤثر بودن دخالت در بازار و تمایل به غافل‌گیر کردن عاملان اقتصادی است. چون در صورت اعلان رسمی دخالت در بازار قبل از انجام آن (و یا حتی در هنگام دخالت) انتظارات عاملان اقتصادی سریعاً اصلاح می‌شود و تاثیر دخالت مقامات ارزی در بازار کاهش می‌یابد.

۴- یکی از اهداف مقامات ارزی از دخالت در بازار ارزی در تمام کشورهای بررسی شده جمع‌آوری مقادیر کافی ذخایر ارزی از بازار است. به دلیل بروز تجربه بحران مالی در شرق آسیا، و نیز برخی از اقتصادهای نوظهور دیگر، مقامات پولی در این کشورها تلاش می‌کنند تا همواره مقادیر مطلوبی از ذخایر بین‌المللی را در اختیار داشته باشند. وجود این ذخایر بین‌المللی و اعلان رسمی موجودی آن باعث می‌شود که اولاً رتبه اعتباری کشورها

بهبود یابد و سرمایه‌گذاران خارجی با اطمینان بیشتری در این کشورها سرمایه‌گذاری کنند، ثانیاً سفته‌بازان نیز از هجوم به بازار ارز این کشورها منصرف می‌شوند، چون می‌دانند که مقامات پولی مقادیر کافی ارز در اختیار دارند و می‌توانند جلوی روندهای غیرطبیعی بازار را بگیرند.

۵- یکی از ویژگی‌های مهمی که در تجربه کشورهای در حال توسعه و اقتصادهای نوظهور و نیز کشورهای صنعتی در ارتباط با اجرای رژیم‌های ارزی شناور وجود دارد، اجرای چارچوب سیاستی هدف‌گذاری تورمی است. با توجه به اینکه در رژیم‌های ارزی شناور ابتکار عمل سیاست پولی در اختیار مقام پولی همان کشور قرار می‌گیرد (برخلاف رژیم‌های ارزی که در آنها استقلال سیاست پولی وجود ندارد و سیاست پولی تابعی از تصمیمات سیاست پولی در کشوری است که پول ملی به آن قفل شده است)، لذا سیاست پولی نیاز به یک لنگر اسمی دارد تا از رشد لجام‌گسیخته حجم پول پرهیز شود. با توجه به اینکه در رژیم ارزی شناور نرخ ارز نمی‌تواند نقش این لنگر اسمی را بازی کند، لذا در اکثر کشورهایی که از ترتیبات شناور استفاده می‌کنند، به نوعی از چارچوب هدف‌گذاری تورمی به عنوان لنگر اسمی سیاست پولی که می‌تواند سیاست پولی را محدود کند، استفاده شده است. در واقع نرخ تورم به عنوان جایگزین نرخ ارز ثابت نقش لنگر اسمی را بازی می‌کند.

۶- در این کشورها نیز همانند کشورهای صنعتی، بعد از دخالت در بازار ارز تلاش می‌شود تا با اجرای سیاست خنثی‌سازی از تاثیرگذاری بر روی حجم پول جلوگیری شود. البته سیاست خنثی‌سازی در بلندمدت موثر نیست، اما با توجه به اینکه دخالت در بازار ارز تنها در جهت اصلاح روندهای کوتاه‌مدت صورت می‌پذیرد و مقامات پولی این کشورها به دنبال تغییر روندهای بلندمدت بازار نیستند، لذا در بلندمدت نیز حجم پول تنها توسط سیاست‌های پولی کشور و نیز سایر بنیادهای اقتصادی کشورها تعیین می‌شود و دخالت‌های انجام شده در بازار ارز اثرات معنی‌داری بر روی حجم پول کشورها نخواهند گذاشت.

فصل سوم

تجربه مدیریت بازار ارز در ایران

مقدمه

در این بخش تجربه مدیریت بازار ارز در ایران بررسی می شود. از سال ۱۳۸۲ به بعد سیاست یکسان سازی نرخ های ارز اجرا شد، انواع نرخ های ارز رقابتی، حمایتی و مانند آن حذف شد و و از آن زمان تاکنون برای هر پول خارجی یک نرخ معین (نرخ بازار آزاد یا نرخ های شبکه بانکی) رایج است. بر اساس ماده ۴۱ قانون برنامه چهارم توسعه اقتصادی، اجتماعی و فرهنگی جمهوری اسلامی ایران، دولت موظف است، در برنامه چهارم، در جهت بهبود فضای کسب و کار در کشور و زمینه سازی توسعه اقتصادی و تعامل با جهان پیرامون، اقدامهایی را به عمل آورد، که از جمله آنها کنترل نوسانات شدید نرخ ارز در تداوم سیاست یکسان سازی نرخ ارز، به صورت نرخ شناور مدیریت شده و با استفاده از ساز و کار عرضه و تقاضا، با در نظر گرفتن ملاحظات حفظ توان رقابت بنگاه های صادر کننده و سیاست جهش صادرات است. در واقع بر اساس این ماده قانونی، ترتیبات ارزی در ایران باید به صورت رژیم شناور مدیریت شده اداره شود. در بخش های قبلی، ابتدا مبانی نظری و سپس تجربه عملی رژیم شناور مدیریت شده بیان شد. مهمترین ویژگی هایی که باید در باره این رژیم ارزی در تجربه و عمل به آن اشاره نمود عبارتند از:

- ۱- تاکید بر عرضه و تقاضا در تعیین نرخ های ارز،
- ۲- دخالت در جهت کاهش نوسانات شدید در بازار ارز و پرهیز از تغییر دادن روندهای طبیعی بازار،
- ۳- اجرای سیاست خنثی سازی بعد از اعمال دخالت در بازار ارز جهت پرهیز از اثرات دخالت در بازار ارز بر روی حجم مطلوب پول در کوتاه مدت،
- ۴- جایگزینی نرخ تورم به جای نرخ ارز به عنوان لنگر اسمی سیاست پولی از طریق اجرای چارچوب سیاستی هدف گذاری تورمی،

۱-۳. عملکرد مدیریت ارزی در ایران

با توجه به ویژگی‌هایی که برای اجرای موفق یک رژیم ارزی شناور مدیریت شده برشمردیم، در این بخش به دنبال بررسی این پرسش هستیم که مدیریت ارزی در ایران تا چه حد با اصول نظری و نیز تجربه عملی رژیم ارزی شناور مدیریت شده سازگار بوده است. برای بررسی میزان موفقیت مدیریت ارزی در کشور از معیارهایی استفاده خواهد شد که در مقدمه این بخش به عنوان چکیده ویژگی‌های رژیم ارزی شناور مدیریت شده در نظریه و عمل معرفی شدند. این ویژگی‌ها عبارتند از:

- ۱- شناور بودن نرخ‌های ارز، به معنی اینکه بازار عامل اصلی تعیین نرخ‌های ارز است.
- ۲- دخالت در بازار ارز در جهت کاهش نوسانات شدید در بازار ارز و پرهیز از تغییر دادن روندهای طبیعی بازار،
- ۳- اجرای سیاست خنثی‌سازی بعد از اعمال دخالت در بازار ارز جهت پرهیز از اثرات دخالت در بازار ارز بر روی حجم مطلوب پول در کوتاه‌مدت،
- ۴- جایگزینی نرخ تورم به جای نرخ ارز به عنوان لنگر اسمی سیاست پولی از طریق اجرای چارچوب سیاستی هدف‌گذاری تورمی،

علاوه بر این موارد، از آنجا که سیاست ارزی نقشی بسیار مهم و تاثیرگذار در موفقیت سیاست‌های اقتصاد کلان هر کشوری دارد، لذا روند متغیرهای مهم اقتصاد کلان کشور از قبیل تورم، نرخ رشد اقتصادی و نیز تراز پرداخت‌ها نیز به عنوان متغیرهای مهم اقتصاد کلان بررسی می‌شود تا بررسی شود آیا نحوه مدیریت بازار ارز در ایران توانسته است این روندها را بهبود بخشد یا خیر.

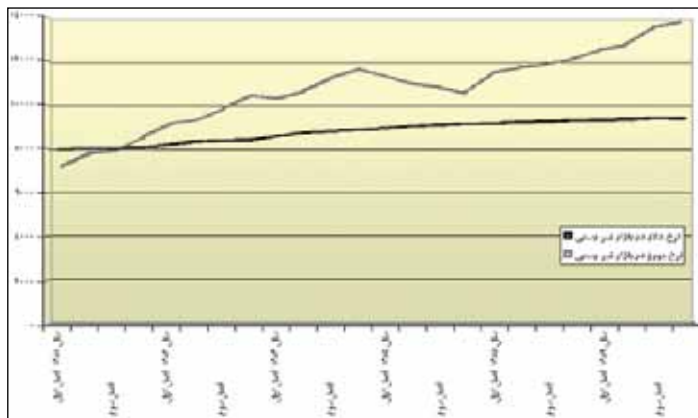
بنابراین، میزان تطابق رژیم ارزی در ایران با مبانی نظری و تجربه عملی کشورهای دارنده رژیم ارزی شناور مدیریت شده و نیز موفقیت آن با توجه به معیارهای برشمرده در بالا بررسی خواهد شد.

۱-۱-۳. شناور بودن نرخ ارز

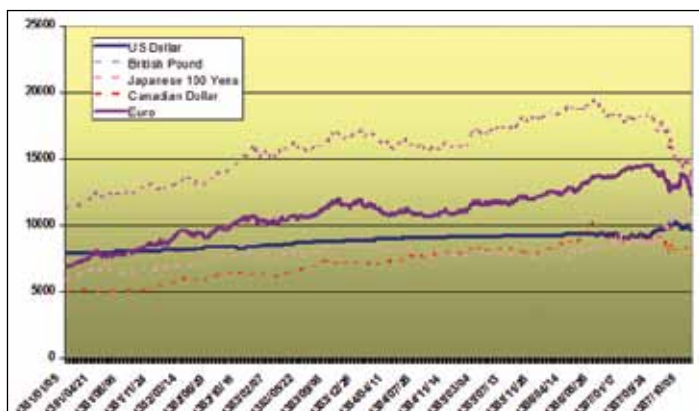
شناور بودن نرخ ارز بدین معناست که نرخ‌های ارز باید توسط نیروهای بازار تعیین شوند. گرچه در رژیم ارزی شناور مدیریت شده در بازار دخالت‌هایی صورت می‌پذیرد، اما با این حال نیروهای بازار عمده عامل تعیین‌کننده نرخ‌های ارز هستند.

نگاهی به روند نرخ‌های ارز در ایران در طی سال‌های اخیر مؤید این مطلب است که نرخ دلار در برابر ریال چندان آزادانه توسط نیروهای بازار تعیین نشده است، بلکه به نظر می‌رسد که مقامات پولی در ایران نسبت به نرخ دلار در برابر ریال حساسیت خاصی دارند. روند نرخ‌های ارز نشان می‌دهد که نرخ‌های سایر ارزها مانند یورو، یین و پوند در بازار ارز نوسانات بیشتری نسبت به دلار داشته‌اند و نرخ دلار در برابر ریال در یک دامنه بسیار محدود نوسان داشته است. این نشان می‌دهد که گرچه شاید سایر ارزها در بازار ارز ایران به طور عمده توسط نیروهای بازار تعیین می‌شوند، ولی تعیین نرخ دلار در برابر ریال در کشور به میزان زیادی تحت کنترل مقامات پولی قرار دارد.

نمودار ۱: روند نرخ برابری دلار و یورو در برابر ریال طی سال های اخیر (فصلی)^{۱۰۷}



نمودار ۲: روند نرخ برابری دلار و یورو در برابر ریال طی سال های اخیر (روزانه)^{۱۰۸}



۳-۲-۱. دخالت در جهت کاهش نوسانات شدید در بازار ارز و پرهیز از تغییر دادن روندهای طبیعی بازار

بر اساس ادبیات نظری و نیز تجربیات مرور شده چند کشور در فصول قبلی، این نتیجه کلی قابل استنباط بود که دخالت در بازار ارز باید برای کاهش نوسانات شدید در بازار باشد که ممکن است به سلامت اقتصاد کشور لطمه وارد کند. با این حال نباید دخالت به میزانی باشد که روند کلی بازار ارز را تغییر دهد و تعادل بازار را مخدوش کند. تاکید اصلی دخالت در بازار ارز بر این موضوع است که بازار ارز باید روندی هماهنگ با آنچه که بنیادهای اقتصادی دیکته می کنند، طی کند.

۱۰۷- منبع: بانک اطلاعات سری های زمانی بانک مرکزی

۱۰۸- منبع: بانک مرکزی

جدول ۱: ضریب تغییرات ارزهای عمده در بازار تهران طی سال های اخیر^{۱۰۹}

سال شمسی	یورو	یکصدین ژاپن	پوند انگلیس	دلار
۱۳۸۱	۳۵/۶	۵۴/۳	۱۳/۴	۴۹/۰
۱۳۸۲	۷۶/۵	۵۶/۵	۴۶/۶	۱۲/۱
۱۳۸۳	۱۹/۵	۷۴/۳	۵۵/۳	۲۶/۱
۱۳۸۴	۴۰/۲	۲۳/۳	۳۲/۲	۸۴/۰
۱۳۸۵	۶۶/۲	۹۹/۱	۷۱/۳	۳۴/۰
۱۳۸۶	۱۳/۴	۱۸/۵	۹۷/۱	۷۵/۰
۱۳۸۷	۳۱/۴	۶۰/۹	۱۴/۸	۰۱/۴
متوسط	۴۰/۴	۶۹/۴	۳۳/۴	۲۶/۱

نگاهی به ضریب تغییرات نرخ های ارز طی سال های اخیر نشان می دهد که نرخ دلار در برابر ریال تحت کنترل شدیدی بوده و اساسا نوسان عمده ای در بازار دلار به چشم نمی خورد، گرچه در سال ۱۳۸۷ نوسانات این ارز به میزان زیادی افزایش یافته است. این درحالی است که سایر ارزهای عمده نوسانات بیشتری داشته اند. درواقع این اطلاعات نیز نشان دهنده حساسیت بیشتر مقامات پولی در ایران به نرخ برابری دلار در برابر ریال است. این شرایط با اصول برشمرده مبنی بر دخالت در جهت کاهش نوسانات و پرهیز از تغییر دادن روندهای بازار سازگار نیست، زیرا اگر شرایط عرضه و تقاضا بر بازار حاکم بود، در این صورت با توجه به افزایش درآمدهای نفتی طی سال های اخیر و عرضه بیشتر دلار در بازار ارز از یک سو و روند کاهش ارزش دلار در برابر سایر ارزهای معتبر طی سال های اخیر از سوی دیگر باید شاهد کاهش نرخ برابری دلار در بازار تهران بودیم، درحالیکه با دخالت مقام پولی در بازار طی سال های اخیر جلوی کاهش ارزش دلار در بازار تهران گرفته شده و درواقع روند بازار تغییر کرده است.

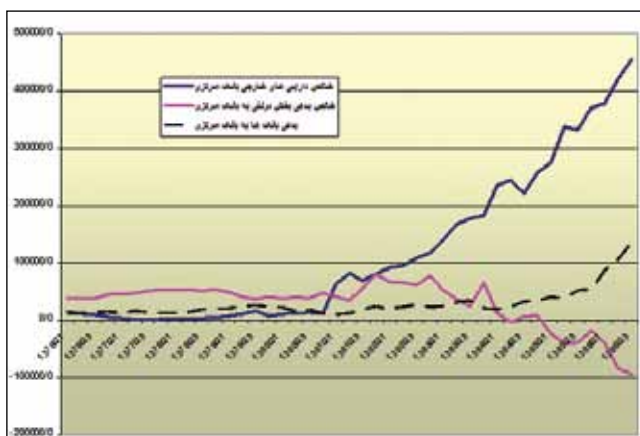
۳-۱-۳. اجرای سیاست خنثی سازی بعد از اعمال دخالت در بازار ارز جهت پرهیز از اثرات دخالت در بازار ارز بر روی حجم مطلوب پول در کوتاه مدت

بر اساس اصول و مبنای برشمرده دربخش های قبلی، یکی از اقداماتی که در رژیم ارزی شناور مدیریت شده باید مورد توجه قرار گیرد، عملیات خنثی سازی است. باتوجه به اینکه دخالت در بازار ارز به معنی خرید و فروش

۱۰۹ - محاسبات با استفاده از داده های روزانه نرخ های ارز انجام شده است که این نرخها در سایت بانک مرکزی قابل دسترسی است. لازم به توضیح است که ضریب تغییرات مربوط به سال ۱۳۸۷ بر اساس داده های موجود تا ابتدای بهمن ماه سال ۱۳۸۷ محاسبه شده است.

ارز خارجی در مقابل پول ملی است، لذا با اعمال دخالت در بازار ارز به طور طبیعی حجم پول نیز تغییر خواهد کرد. لذا برای حفظ سطح مطلوب حجم پول و حفظ سازگاری بین سیاست ارزی و نیز سیاست پولی، مقام پولی باید برای برطرف کردن اثرات دخالت در بازار ارز بر روی بازار پول در کوتاه‌مدت از سیاست خنثی‌سازی استفاده کند. اجرای این سیاست به معنی خرید یا فروش سایر انواع دارایی بانکی مرکزی (به جز ارز) در جهت برعکس خرید و فروش های ارزی است. این دارایی ها معمولا اوراق قرضه دولتی یا سایر اوراق بهاداری هستند که بانک مرکزی برای کنترل حجم پول در عملیات بازار باز از آنها استفاده می کند.

نمودار ۳: روند اجزای پایه پولی طی ۱۰ سال اخیر (میلیارد ریال)^{۱۱۰}



بر خلاف اصول برشمرد، هیچ‌گونه آثاری از سیاست خنثی‌سازی در مورد سیاست ارزی در ایران مشاهده نمی‌شود. در سال های اخیر حجم پایه پولی در ایران روندی صعودی را طی کرده است که مهمترین دلیل آن افزایش در دارایی های خارجی بانک مرکزی بوده است (نمودار ۳). به بیان دیگر، با افزایش عرضه دلار در بازار ارز ایران طی سال های اخیر (عمدتا ناشی از افزایش درآمدهای نفتی) مقامات پولی در ایران تنها توانسته‌اند این دلار ها را از بازار خریداری کنند و در ذخایر بانک مرکزی انباشت کنند. با توجه به اینکه در سال های اخیر عملا سیاست حفظ نرخ برابری دلار در برابر ریال در یک دامنه محدود اجرا شده است، لذا افزایش عرضه دلار در بازار به دلیل افزایش درآمدهای نفتی در کنار این سیاست به طور طبیعی، این نتیجه را در پی خواهد داشت که باید دلارهای اضافی از بازار جمع‌آوری شوند تا نرخ برابری دلار در برابر ریال از دامنه مورد نظر خارج نشود. اگرچه باید پذیرفت که ابزارهای سیاست پولی در ایران در مقایسه با کشورهای صنعتی و حتی بسیاری از اقتصادهای نوظهور توسعه نیافته و محدود هستند، اما حتی در شرایط وجود چنین ابزارهایی نیز نمی‌توان انتظار داشت که بانک مرکزی بتواند

۱۱۰- منبع: بانک اطلاعات سری‌های زمانی بانک مرکزی

در بلندمدت هم نرخ برابری دلار در برابر ریال را حفظ کند، و هم حجم پول را کنترل کند. در واقع آنچه که از سوی بانک مرکزی انجام شده است بیشتر شبیه به رژیم کنترل نوسانات دلار در یک دامنه بوده است، تا رژیم ارزی شناور مدیریت شده. لذا در این شرایط، در بلندمدت امکان کنترل همزمان نوسانات دلار و حجم پول وجود ندارد.

۴-۳. جایگزینی نرخ تورم به جای نرخ ارز به عنوان لنگر اسمی سیاست پولی از طریق اجرای

چارچوب سیاستی هدف گذاری تورمی

یکی از مهمترین پیش نیازها برای اجرای موفق رژیم شناور مدیریت شده وجود یک چارچوب سیاستی هدف گذاری تورمی است. بر این موضوع هم در ادبیات نظری و هم در تجربه کشورهای مختلف تاکید شده است. وجود چنین چارچوبی از آن جهت اهمیت دارد که در حرکت از یک رژیم ارزی ثابت به سمت رژیم ارزی شناور نرخ ارز دیگر نمی تواند نقش یک لنگر اسمی را بازی کند. در این شرایط وجود چنین چارچوب سیاستی می تواند خلاء چنین لنگری را به خوبی پر کند و از لجام گسیختگی سیاست پولی جلوگیری کند.

متأسفانه، هنوز چنین چارچوب سیاستی در ایران وجود ندارد و لذا خلاء لنگر اسمی برای سیاست پولی در ایران به شدت احساس می شود. شاید یکی از دلایل حساسیت مقام پولی در ایران به حفظ نرخ برابری دلار در برابر ریال این باشد که مقام پولی هنوز از این نرخ به عنوان یک لنگر اسمی استفاده می کند. اما این شیوه هزینه های بسیاری را به شکل رشد بی رویه حجم پول به اقتصاد ایران تحمیل نموده است. شاید اگر نرخ ارز کمتر کنترل شود و بتواند آزادانه تر در بازار نوسان کند، پایه پولی و نهایتاً حجم پول به این صورت افزایش نیابد و تورم در بلندمدت کاهش یابد.

به نظر می رسد که یک گزینه رقیب برای نرخ برابری دلار در مقابل ریال به عنوان لنگر اسمی سیاست پولی در شرایطی که فعلاً اجرای چارچوب سیاستی هدف گذاری تورمی در ایران عملی نیست، استفاده از یک نرخ هدف برای رشد پایه پولی به عنوان جایگزینی برای لنگر سیاست پولی و در مقابل آزادتر گذاشتن نرخ ارز باشد. اگر مقامات پولی در ایران بتوانند نرخ ارز را آزاد گذاشته و در مقابل رشد پولی را به عنوان یک هدف سیاست پولی کنترل کنند، در بلندمدت می توان انتظار داشت که نرخ تورم در کشور کاهش یابد و بسیاری دیگر از مشکلات اقتصادی ایران نیز کاهش یابد.

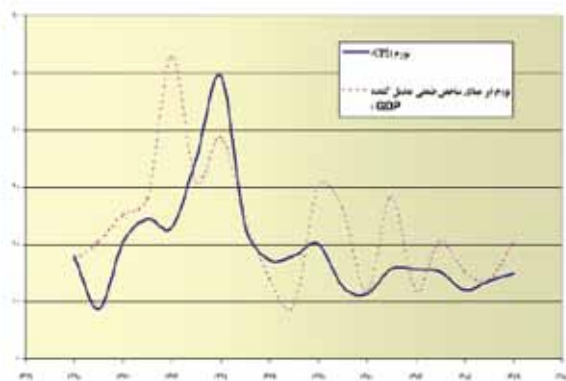
۵-۱-۳. تاثیر سیاست ارزی بر روند برخی متغیرهای مهم اقتصاد کلان در ایران

با توجه به اینکه سیاست ارزی نقشی بسیار مهم و تاثیرگذار در موفقیت سیاست های اقتصاد کلان هر کشوری دارد، لذا روند متغیرهای مهم اقتصاد کلان کشور از قبیل تورم، نرخ رشد اقتصادی و نیز تراز پرداخت ها نیز به عنوان متغیرهای مهم اقتصاد کلان مشخص خواهد نمود که آیا نحوه مدیریت بازار ارز در ایران توانسته است این روندها را بهبود بخشد یا خیر.

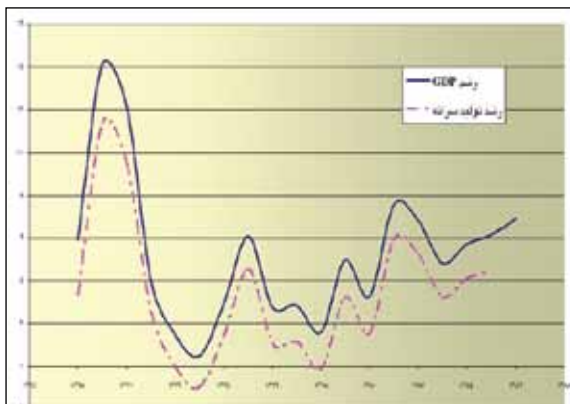
نگاهی به روند نرخ های تورم در ایران نشان می دهد که گرچه نرخ های تورم در دهه ۱۳۸۰ در مقایسه با دهه ۱۳۷۰ کاهش یافته است، اما اقتصاد ایران هنوز نرخ های تورم دو رقمی را تجربه می کند و نرخ تورم به سمت تک رقمی شدن پیش نرفته است.

شاید یکی از دلایل این موضوع این باشد که مقامات پولی در ایران در عمل بیشتر به دنبال حفظ نرخ برابری ارزهای مهم، به ویژه دلار در برابر ریال بوده اند و کمتر از شناور بودن نرخها حمایت کرده اند. نتیجه چنین روندی نیز رشد بی رویه پایه پولی و حجم پول بیش از ظرفیت اقتصاد ملی و انتقال شوک های بازار نفت به درون اقتصاد ملی بوده است.

نمودار ۴: نرخ های تورم طی دو دهه اخیر^{۱۱۱}



نمودار ۴: روند رشد اقتصادی طی دو دهه اخیر^{۱۱۲}

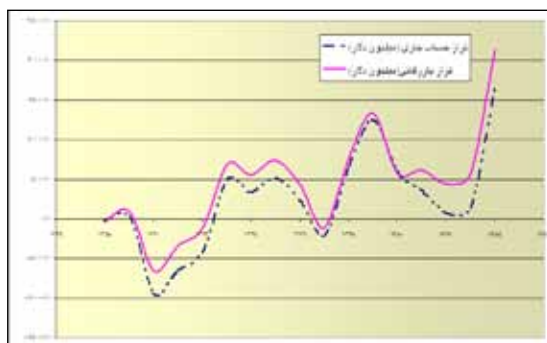


۱۱۱- منبع: بانک اطلاعات سریهای زمانی، بانک مرکزی

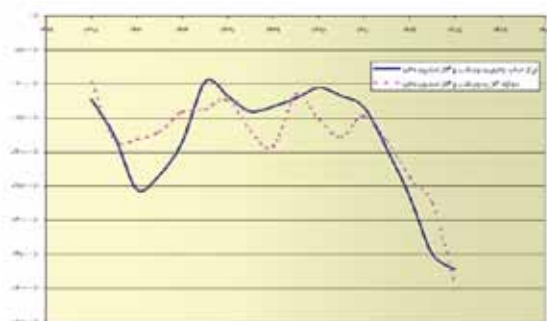
۱۱۲- منبع: بانک اطلاعات سریهای زمانی، بانک مرکزی

روند نرخ رشد اقتصادی طی دو دهه گذشته نشان می‌دهد که به طور متوسط در دهه ۱۳۸۰ نرخ‌های رشد اقتصادی بالاتر از نرخ‌های رشد دهه ۱۳۷۰ بوده‌اند. با این حال با توجه به تعداد بالای جمعیت جوان جویای کار در ایران و نیاز به اشتغالزایی بیشتر، اقتصاد ایران باید نرخ‌های رشد ۸ درصد و بیشتر را تجربه کند تا بتواند این جمعیت جویای کار را جذب کند. با این وجود هنوز چنین نرخ‌های رشدی در دهه ۱۳۸۰ محقق نشده‌اند.

نمودار ۵: تراز بازرگانی و تراز حساب جاری طی دو دهه اخیر^{۱۱۳}



نمودار ۶: تراز حساب جاری و موازنه کل بدون نفت^{۱۱۴}



گرچه در دهه ۱۳۸۰ تراز حساب جاری در ایران همواره مثبت بوده است، ولی این موضوع مرهون افزایش درآمدهای نفتی طی دهه ۱۳۸۰ بوده است، زیرا تراز بدون نفت در این دوره به شدت منفی بوده است. بر این اساس اگر هدف سیاست ارزی در ایران دستیابی به رشد اقتصادی بالا، بهبود تراز پرداخت‌ها (طبیعتاً بدون نفت) و کنترل و کاهش تورم بوده است، با حقایق آشکار شده بالا باید پذیرفت که این اهداف محقق

۱۱۳- منبع: بانک اطلاعات سربهای زمانی، بانک مرکزی

۱۱۴- منبع: بانک اطلاعات سربهای زمانی، بانک مرکزی

نشده‌اند. در واقع نحوه مدیریت بازار ارز در ایران نتوانسته است کمکی به بهبود این سه شاخص کلان کشور بکند. گرچه بسیاری از عوامل را می‌توان بر شمرده که بر روی رشد اقتصادی، تورم و تراز پرداخت‌ها موثرند، اما بدون شک باید نحوه مدیریت بازار ارز نیز جزء یکی از مهمترین این عوامل به شمار آورد.

۲-۳. چالش‌های سیاست‌گذاری ارزی در ایران

مهمترین چالش مدیریت بازار ارز در ایران به رابطه بین دولت، بانک مرکزی، و نحوه مصرف درآمدهای نفتی در طول زمان برمی‌گردد، زیرا بزرگترین عرضه‌کننده در بازار ارز کشور بخش دولتی است. تجربه نشان می‌دهد که در مواقع کاهش درآمدهای نفتی، استقراض از بانک مرکزی یکی از منابع عمده افزایش نقدینگی است. به علاوه در این مواقع به دلیل کاهش عرضه منابع نفتی به بازار، نرخ‌های ارز افزایش می‌یابند. بسیاری از صنایع در ایران به مواد اولیه و کالاهای واسطه‌ای وارداتی نیازمند هستند، لذا در مواقع کاهش شدید درآمدهای نفتی اقتصاد ایران با بحران کمبود ارز مواجه می‌شود. در مواقع افزایش درآمدهای نفتی با توجه به اینکه معمولاً به اندازه ارز حاصل شده در نرخ‌های رایج ارز مشتری در بازار وجود ندارد، لذا نرخ‌های ارز تمایل به کاهش دارند (مازاد عرضه در نرخ‌های ثابت). از سوی دیگر، دولت به دلیل نیازهای بودجه‌ای ارز حاصل از درآمدهای نفت را به بازار عرضه می‌کند. در چنین شرایطی بانک مرکزی با دخالت در بازار ارز، از کاهش نرخ ارز (عمدتاً نرخ دلار در برابر ریال) جلوگیری می‌کند. این کار به معنی افزایش پایه پولی و تورم است.

اگر بانک مرکزی به نرخ‌های ارز اجازه دهد که انعطاف‌پذیری بیشتری داشته باشند و در مقابل کنترل خود را بر روی پایه پولی افزایش دهد، شوک‌های بازار نفت به صورت افزایش پایه پولی و تورم به اقتصاد ایران منتقل نمی‌شوند. از طرف دیگر، وابستگی بودجه دولت به درآمدهای نفتی و عدم مصرف یکنواخت و کنترل شده مازاد درآمدهای نفتی در قالب بودجه‌های سالانه باعث شده است که شوک‌های نفتی مستقیماً به داخل اقتصاد ایران منتقل شوند. اولین جایی که این شوکها بر آن اثر می‌گذرانند، بازار ارز است. معمولاً بانک مرکزی برای جلوگیری از کاهش نرخ ارز در بازار دخالت می‌کند و دلارهای اضافی را از بازار جمع‌آوری می‌کند، اما در مقابل پایه پولی افزایش می‌یابد.

۳-۳. جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

در این فصل به دنبال بررسی این پرسش بودیم که مدیریت ارزی در ایران تا چه حد با اصول نظری و نیز تجربه عملی رژیم ارزی شناور مدیریت شده سازگار بوده است. برای بررسی میزان موفقیت مدیریت ارزی در کشور از معیارهایی استفاده شد که در بخش‌های قبلی و پژوهش‌های رژیم ارزی شناور مدیریت شده در نظریه و

عمل معرفی شدند. این ویژگی ها عبارتند از:

- ۱- شناور بودن نرخ های ارز، به معنی اینکه بازار عامل اصلی تعیین نرخ های ارز است.
 - ۲- دخالت در بازار ارز در جهت کاهش نوسانات شدید در بازار ارز و پرهیز از تغییر روندهای طبیعی بازار،
 - ۳- اجرای سیاست خنثی سازی بعد از اعمال دخالت در بازار ارز جهت پرهیز از اثرات دخالت در بازار ارز بر روی حجم مطلوب پول در کوتاه مدت،
 - ۴- جایگزینی نرخ تورم به جای نرخ ارز به عنوان لنگر اسمی سیاست پولی از طریق اجرای چارچوب سیاستی هدف گذاری تورمی،
- علاوه بر این موارد، از آنجا که سیاست ارزی نقشی بسیار مهم و تاثیرگذار در موفقیت سیاست های اقتصاد کلان هر کشوری دارد، لذا روند متغیرهای مهم اقتصاد کلان کشور از قبیل تورم، نرخ رشد اقتصادی و نیز تراز پرداخت ها نیز به عنوان متغیرهای مهم اقتصاد کلان بررسی شد تا مشخص شود آیا نحوه مدیریت بازار ارز در ایران توانسته است این روندها را بهبود بخشد یا خیر.
- بر این اساس مشخص شد که:

- ۱- نرخ دلار در برابر ریال تقریباً ثابت بوده و در یک دامنه حفظ شده است و نیروهای بازار عامل اصلی تعیین کننده نرخ برابری دلار-ریال نبوده اند،
 - ۲- نرخ دلار در برابر ریال شدیداً تحت کنترل بوده و اساساً نوسان عمده ای در بازار دلار به چشم نمی خورد،
 - ۳- مقامات پولی قادر نبوده اند که در این شرایط سیاست خنثی سازی را اجرا کنند، لذا در کنار سیاست حفظ ارزش دلار، خالص دارایی های خارجی بانک مرکزی به عنوان یکی از اجزای اصلی پایه پولی افزایش یافته است، و نهایتاً حجم پول به صورت بی رویه افزایش یافته است،
 - ۴- چارچوب سیاستی هدف گذاری تورمی در ایران وجود ندارد و لذا خلاء لنگر اسمی برای سیاست پولی در ایران به شدت احساس می شود. شاید یکی از دلایل حساسیت مقام پولی در ایران به حفظ نرخ برابری دلار در برابر ریال این باشد که مقام پولی هنوز از این نرخ به عنوان یک لنگر اسمی استفاده می کند. اما این شیوه هزینه های بسیاری را به شکل رشد بی رویه حجم پول به اقتصاد ایران تحمیل نموده است. به نظر می رسد که یک گزینه رقیب برای نرخ برابری دلار در مقابل ریال به عنوان لنگر اسمی سیاست پولی در شرایطی که فعلاً اجرای چارچوب سیاستی هدف گذاری تورمی در ایران عملی نیست، استفاده از یک نرخ هدف برای رشد پایه پولی به عنوان جایگزینی برای لنگر سیاست پولی و در مقابل آزادتر گذاشتن نرخ ارز باشد.
 - ۵- شیوه مدیریت فعلی بازار ارز نتوانسته است کمک چندان قابل توجهی به بهبود عملکرد متغیرهای کلان اقتصادی مانند تورم و رشد اقتصادی بکند.
- با توجه به این شرایط، باید پذیرفت که نحوه مدیریت بازار ارز در ایران با اصول و مبانی و نیز تجربه عملی کشورهایی که رژیم ارزی شناور مدیریت شده را اجرا می کنند، سازگار نمی باشد.

فصل چهارم

جمع بندی و پیشنهادات

در بخش های قبلی ابتدا مبانی نظری و سپس تجربه عملی رژیم شناور مدیریت شده بیان شد. مهمترین ویژگی هایی که باید در باره این رژیم ارزی در تجربه و عمل به آن اشاره نمود عبارتند از:

- ۱- تاکید بر عرضه و تقاضا در تعیین نرخ های ارز،
- ۲- دخالت در جهت کاهش نوسانات شدید در بازار ارز و پرهیز از تغییر روندهای طبیعی بازار،
- ۳- اجرای سیاست خنثی سازی بعد از اعمال دخالت در بازار ارز جهت پرهیز از اثرات دخالت در بازار ارز بر روی حجم مطلوب پول در کوتاه مدت،
- ۴- جایگزینی نرخ تورم به جای نرخ ارز به عنوان لنگر اسمی سیاست پولی از طریق اجرای چارچوب سیاستی هدف گذاری تورمی،

سپس در بخش سوم نحوه مدیریت بازار ارز در ایران بر اساس ویژگی های فوق بررسی و تجزیه و شد و مشخص شد که نحوه مدیریت بازار ارز در ایران با این ویژگی ها سازگار نیست. مهمترین چالش مدیریت بازار ارز در ایران به رابطه بین دولت، بانک مرکزی، و نحوه مصرف درآمدهای نفتی در طول زمان برمی گردد، زیرا بزرگترین عرضه کننده ارز در بازار ارز ایران بخش دولتی است.

در مواقع افزایش درآمدهای نفتی با توجه به اینکه معمولاً به اندازه ارز حاصل شده در نرخ های رایج ارز مشتری در بازار وجود ندارد، لذا نرخ های ارز تمایل به کاهش دارند (مازاد عرضه در نرخ های ثابت). از سوی دیگر، دولت به دلیل نیازهای بودجه ای ارز حاصل از درآمدهای نفت را به بازار عرضه می کند. در چنین شرایطی بانک مرکزی با دخالت در بازار ارز، از کاهش نرخ ارز (عمدتاً نرخ دلار در برابر ریال) جلوگیری می کند. این کار به معنی افزایش پایه پولی و تورم است.

اگر بانک مرکزی به نرخ های ارز اجازه دهد که انعطاف پذیری بیشتری داشته باشند و در مقابل کنترل خود را بر روی پایه پولی افزایش دهد، شوک های بازار نفت به صورت افزایش پایه پولی و تورم به اقتصاد ایران منتقل نمی شوند. از طرف دیگر، وابستگی بودجه دولت به درآمدهای نفتی و عدم مصرف یکنواخت و کنترل شده مازاد درآمدهای نفتی در قالب بودجه های سالانه باعث شده است که شوک های نفتی مستقیماً به داخل اقتصاد ایران منتقل شوند. اولین جایی که این شوکها بر آن اثر می گذارند، بازار ارز است. معمولاً بانک مرکزی برای جلوگیری از کاهش نرخ ارز در بازار دخالت می کند و دلارهای اضافی را از بازار جمع آوری می کند، اما در مقابل پایه پولی افزایش می یابد.

بر این اساس می توان پیشنهادات زیر را برای بهبود عملکرد مدیریت ارزی در ایران پیشنهاد داد:

- ۱- مصرف هموار مازاد درآمدهای نفتی در طول زمان و پرهیز از انتقال شوک های بازار نفت به بودجه دولت،
- ۲- کاهش دخالت بانک مرکزی در بازار ارز و اجازه نوسانات بیشتر به نرخ های ارز،
- ۳- تغییر نگرش از کنترل نرخ ارز به کنترل پایه پولی و استفاده از پایه پولی به عنوان لنگر اسمی جایگزین نرخ ارز برای سیاست پولی در میان مدت،
- ۴- توسعه ابزارهای سیاست پولی، به ویژه ابزارهایی که بانک مرکزی را قادر به اجرای عملیات بازار باز می نماید.

منابع و مآخذ

• بانک مرکزی، بانک اطلاعات سری های زمانی

- Aizenman, J. (1992), the Competitive Externalities and the Optimal Seignorage, NBER Working Paper, No. W2937
- Archer, D. (2005), Foreign exchange market intervention: methods and tactics, in Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications, Bank for International Settlements, BIS Papers No. 24.
- Bank for International Settlements, (2005), Foreign exchange intervention and policy: Bank Indonesia experiences, in: Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications, Bank for International Settlements, BIS Papers No 24, May 2005, pp.177-187
- Barrell, R. (1992), Economic Convergence and Monetary Union in Europe, Sage Publications (CA)
- Barro R. J. and Gordon D. B., (1983), Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy, NBER Working Paper No. 1079
- Bernanke, B. S.; Laubach, T. Mishkin, F. S. and Posen, A. S., (1999) Inflation Targeting: Lessons from the International Experience. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Blanchard O. J. and Katz L. F., (1992), Regional Evolution, Brooking Papers On Economic Activity: 1, Macroeconomics.
- Caballero J. R, (1991), A Fallacy of Composition, NBER Working Paper No. W3735
- Calvo, G. and Reinhart C., (2000), When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options, Reforming the International Monetary and Financial System, MPRA Paper No. 6982
- Cukierman, A. Kiguel, M. A. and Liviatan N., (1992), How much to commit to an exchange rate rule : balancing credibility and flexibility, World Bank Policy Research Working Paper Series, No. 931, World Bank
- De Grauwe, P.,(2000), Exchange Rates in Search of Fundamentals: The Case of the Euro-Dollar Rate, International Finance- Blackwell Synergy

- Demirguc-Kunt, A. and Detragiache, E. (1997). The Determinants of Banking Crises: Evidence from Industrial and Developing Countries, World Bank Policy Research Working Paper 1828, September,
- Domac, I. and Mendoza, A., (2004). Is There Room for Foreign Exchange Interventions under an Inflation Targeting Framework? Evidence from Mexico and Turkey, World Bank Policy Research Working Paper No. 3288
- Edwards, Sebastian, 1993b, "Trade Policy, Exchange Rates, and Growth," in R. Dornbusch and S. Edwards, eds., Reform, Recovery and Growth: Latin America and the Middle East, Chicago, University of Chicago Press, 13-49, 1995.
- Eichengreen, B. J.,(1990), Is Europe an Optimum Currency Area?, NBER Working Paper No. W3579
- Evans, M. D. and Lyons, R. K., (2002a), Order Flow and Exchange Rate Dynamics, Journal of Political Economy
- Financial Markets Operations Group, Bank of Thailand, (2005). Foreign exchange policy and intervention in Thailand, in: Bank Indonesia experiences Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications, Bank for International Settlements, BIS Papers No 24, May 2005.
- Financial Stability Forum (2000),
- Fisher, S. (2001), Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?, Journal of Economic Perspectives
- Fleming, J. M.,(1962), Domestic Financial Policies Under Fixed and Flexible Exchange Rates, IMF Staff Papers,
- Frankel J. A. and rose A. K., (2000), Estimating the Effect of Currency Unions on Trade and Output, CEPR Discussion Paper No. 2631
- Friedman, M., (1953), the Case for Flexible Exchange Rates, Essays in Positive Economics
- Ghosh A. R, and Pesenti P,(1994), Real Effects of Nominal Exchange Rate Regimes, IGIER Working Paper
- Ghosh, A. R, Glude, A. M., and Wolf, H. C., (2002), Exchange Rate Regimes: Choices

and Consequences, the MIT Press

- Ghosh, A. R., Glude, A. M., Ostry, J. and Wolf, H. C., (1997), Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter?, NBER Working Paper No. W5874,
- Glenn, S. (1998), “Pitfalls in the Use of Monetary Conditions Indexes,” Reserve Bank of Australia Bulletin (August): 34-43.
- Glick R. and Wihlborg C.,(1997), Exchange Rate Regimes and International Trade, in: International Trade and Finance: New Frontiers for Research, Essays in the Honor of Peter B. Ken, Edited by Benjamin J. Cohen, Cambridge University Press
- Goldestein, M. (2002), “Managed Floating Plus: The Great Currency Regime Debate”, Institute for International Economics.
- Haussmann, Ricardo, Ugo Panizza and Ernesto Stein (2000); “Why Do Countries Float The Way They Float?” Mimeo.
- Kaminsky and Schmukler(2001)
- Kenen, P. B., (1969), The Optimum Currency Area: An Eclectic View, Monetary Problems of the International Economy, University of Chicago Press
- Khan, M. Senhadji, A. and Smith, B., (2001). Inflation And Financial Dept, IMF Working Paper WP/01/04
- Khan, M. Senhadji, A. and Smith, B., (2006). Inflation And Financial Dept, Macroeconomic Dynamics
- Masson, P., Sevastano, M. and Sharma S., (1997), ‘‘ The Scope for Inflation targeting in Developing Countries’’, IMF Working paper 97/130.
- McKinnon R., (1963), Optimal Currency Areas, American Economic Review
- Mishkin, F. S.,(2000), Inflation Targeting in Emerging Market Countries, NBER Working Paper No. W7618
- Mundell R., (1961), A theory of optimum currency areas, American Economic Review
- Mundell, R., (1963), Inflation and Real Interest, The Journal of Political Economy
- Mussa M., (1981), The role of official intervention, Group of Thirty
- Mussa, M., (1986), Nominal Exchange Rate Regimes and the Behavior of Real Exchange Rates: Evidence and Implications, Carnegie-Rochester Conference Series on

Public Policy

- Özatay, F. (2004), Monetary and exchange rate policies in the post-crisis period in Turkey, Paper prepared for the BIS Deputy Governors' Meeting on 2-3 December 2004, Basel, in: Bank Indonesia experiences Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications, Bank for International Settlements, BIS Papers No 24, May 2005.
- Poirson, H., (2001), How Do Countries Choose Their Exchange Rate Regime?, International Monetary Fund (IMF), IMF Working Paper No. 01/46
- Portes, R., H., De Grauwe, P., & Honkapohja, S. (1998), the Emergence of the Euro as an International Currency. Economic Policy, Vol. 13, No. 26, EMU (Apr., 1998), 305-343
- Reinhart, C. (2000), The Mirage of Floating Exchange Rates, American Economic Review
- Reinhart, C. M. and Rogoff, K. S., (2004), The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation, Quarterly Journal of Economics
- Rhee G. J. and Lee E. M., (2004), "Foreign Exchange Intervention and Foreign Exchange Market Development in Korea", in : Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications, Bank for International Settlements, BIS Papers No 24, May 2005
- Robert J. Barro, R. J. and Sala-i-Martin, X., (1992), Convergence, Journal of Political Economy, vol. 100, no. 2
- Roggof, K., (1985), The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target, Quarterly Journal of Economics.
- Sala-i-Martin, X. and Sachs, J., (1992), Fiscal Federalism and Optimum Currency Areas: Evidence for Europe from the United States, C.E.P.R. Discussion Paper No.632.
- Sarno, L. and Taylor, M. P., (2001). Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Is it Effective, and, If so, How Does it Work?, CEPR Discussion Paper No. 2690
- Scalia, A. (2004). Is Foreign Exchange Intervention Effective? Some Micro-Analytical Evidence from Central Europe, Bank of Italy
- Siklos, P., (2006), Managed Floating as a Strategy to Achieve Selected Monetary Policy

Objectives, Journal of Economics and Business, Vol. 58

- Szapary, G.(2001), Transition Countries' Choice of Exchange Rate Regime in the Run-Up to EMU Membership, Finance & Development, June 2001, Volume 38, Number 2
- Tower E. and Willet T.D., (1976), The Theory of Optimum Currency Areas and Exchange-rate Flexibility: A More General Framework, International Finance Section, Dept. of Economics, Princeton University
- Truman E., M., (2003), Inflation Targeting in the World Economy, Institute for International Economics
- Yeyati L. E. and Sturzenegger F., (1999), Classifying exchange rate regimes: Deeds vs. words, European Economic Review, 2005