

# سیاست تثبیت نرخ ارز در کشورهای در حال توسعه

نویسنده: ریمون مورنو

ترجمه: الهام میرتهامی\*

در این مقاله نظریه‌های جدید پیرامون انتخاب نظام مناسب نرخ ارز، سیاست تثبیت بررسی می‌شود. با توجه به نظریه‌های موجود در این زمینه این نتیجه حاصل می‌شود که انتخاب سیاست تثبیت در یک کشور می‌تواند نسبت به دیگر عوامل مانند رشد پولی در کاهش انتظارات تورمی مؤثر واقع شود، در صورتی که با افزایش شفافیت یا قابلیت کنترل سیاست پولی همراه شود. البته تحت شرایط خاص، احتمال آسیب‌پذیری این نظام در برابر تغییر انتظارات تورمی وجود دارد.

برقراری سیاست تثبیت نرخ ارز نیاز به محدودیت‌های بزرگ مالی دارد مانند محدود ساختن درآمد حاصله از مالیات تورمی. همچنین به دلیل تحریفات خاص اقتصادی، امکان انتخاب سیاست‌های انبساطی مالی تحت نظام نرخ ثابت ارز افزایش می‌یابد، زیرا سیاستگذاران عقیده دارند که تحت این شرایط، انتخاب نظام نرخ ثابت ارز نسبت به نظام نرخ شناور ارز ارجحیت دارد و مقرون به صرفه است. سیاست تثبیت با همراهی توسعه تجارت و سرمایه‌گذاری بین‌المللی می‌تواند موجب رشد اقتصادی

\* - الهام میرتهامی؛ کارشناس امور پژوهشی - پژوهشکده امور اقتصادی.

گردد، اما همچنین می‌تواند از توانایی سیاستگذاران برای توازن و تعدیل شوکها بکاهد و رفاه عمومی را به مخاطره اندازد.

در این مقاله با استفاده از روشهای جدید طبقه‌بندی نرخ ارز سعی شد تا رابطه سیاست تثبیت نرخ ارز با نرخ تورم و بازده تولید یک نمونه از کشورهای در حال توسعه آزمون شود و نشان می‌دهد که تثبیت نرخ ارز با تورم پایین و بی‌ثباتی سطح تولید همراه است. بنابراین برای انتخاب یک سیاست مناسب باید هریک از موارد به دقت ارزیابی شود.

## پیشگفتار

بروز بحرانهای مالی اخیر در بازارهای رو به رشد، بحث برتری نسبی نظام نرخ ثابت ارز را در برابر نظام نرخ شناور ارز قوت بخشیده‌است، همچنین موجب شده تا اثربخشی بلندمدت این نظام مورد تردید قرار گیرد. در کل باید گفت که سیاستگذاران برای انتخاب سیاست تثبیت با دو منطق روبرو هستند:

۱- برقراری نظام نرخ ثابت ارز در یک کشور از موفقیت‌های مقامات پولی به شمار می‌رود، زیرا به این وسیله می‌توانند سیاستهای خویش را موفق قلمداد کنند و در عین حال نرخ تورم را پایین آورند. البته باید متذکر شد که چنین مزایایی از طریق پایین آوردن سطح انتظارات تورمی و محدودیت‌های مالی و پولی حاصل می‌شد.

۲- سیاست تثبیت نرخ ارز باعث تشویق اقتصاد باز و حرکت به سوی تجارت بین‌الملل می‌شود و به این طریق به رشد سریع بازده کشور در طولانی‌مدت و یا میان‌مدت کمک می‌کند. به دلیل محدودیت‌های مالی و پولی در زمان برقراری سیاست تثبیت نرخ ارز، قدرت سیاستگذاران برای پاسخ به شوکها کاهش می‌یابد و در نتیجه با افزایش میزان بی‌ثباتی در بازده تولید و یا کاهش رفاه عمومی نظام اقتصادی کشور به خطر می‌افتد. بنابراین به وضوح ثابت نشده که این سیاست می‌تواند روش ایده‌آلی برای کاهش نرخ تورم محسوب شوند، زیرا به همان اندازه امکان وقوع تورم در

سیاست تثبیت وجود دارد که در سیاست نرخ ارز شناور هست. تحقیقات اخیر نشان می‌دهند که در زمان برقراری سیاست تثبیت امکان کاهش نرخ تورم و همچنین محدودیت‌های بزرگ اقتصاد در سطح کلان تحت شرایطی وجود دارد. در ادبیات نظری نیز تأثیرات سیاست تثبیت از این فراتر رفته و ممکن است باعث افزایش شفافیت یا قابلیت کنترل سیاست پولی شود، بنابراین می‌تواند تحت شرایط خاص نسبت به اهداف دیگری مانند رشد پولی در کاهش انتظارات تورمی مؤثر واقع شود. این سیاست در برابر تغییر انتظارات و یا شوک‌های مالی آسیب‌پذیر است و به محدودیت مالی بیشتری نیاز دارد مانند محدود ساختن درآمد حاصله از مالیات تورمی. اما در کل به دلیل هزینه اندک، سیاستگذاران سعی می‌کنند تا سیاست‌های انبساطی مالی را تحت سیاست تثبیت اجرا کنند و به این طریق رشد تولید را سرعت بخشند. تورم و تغییرات پی‌درپی آن در کوتاه‌مدت تحت نظام نرخ شناور ارز نسبت به سیاست تثبیت بیشتر است اما در کل در زمان برقراری نظام نرخ ثابت ارز رشد تولید سریعتر می‌باشد.

## سیاست تثبیت، درجه اعتبار و سیاست اقتصاد کلان

تا نیمه دوم دهه ۱۹۷۰، معمولاً فرض بر این بود که منافع سیاستگذاران با منافع مصرف‌کنندگان و تولیدکنندگان منطبق می‌باشد. تحت شرایطی ویژه که در ذیل به آنها اشاره خواهد شد، سیاستگذاران سعی می‌کنند تا درآمد مالیات تورمی (کالو<sup>(۱)</sup> ۱۹۷۸) را به حداکثر رسانند یا تولید و اشتغال را افزایش دهند (بارو و گوردن<sup>(۲)</sup> ۱۹۸۳).

### الف) گرایش به سوی تورم

در جهت تولید یک کالای اقتصادی، سیاستگذاران با دقت مجذور انحرافات نرخ تورم و تولید<sup>(۳)</sup> از سطح مورد نظرشان را بررسی می‌کنند. ثبات بازار کار در این

1- Calvo

2- Barro and Gordon

بازده مورد نظر کالو =  $\bar{y}$ ، بازده واقعی تولید =  $y_t$ ، تابع زیان سیاستگذاران =  $L = (y_t - \bar{y})^2 + w\pi_t^2$  :

ارزش نسبی تعیین شده توسط سیاستگذار برای افزایش نرخ تورم =  $w$ ، نرخ تورم =  $\pi$

اقتصاد دلالت دارد بر اینکه سطح طبیعی تولید و اشتغال پایین و فاقد کارایی است (یعنی زمانی که نرخ تورم صفر است)، زیرا در زمان پیش‌بینی شده باعث کاهش موازنه واقعی پول و متعاقباً افزایش گردش پول یا نقدینگی می‌شود. همچنین تورم موجب توزیع مجدد درآمد شده و با ایجاد بی‌ثباتی در قیمت اثر سویی بر کارایی تخصیص منابع می‌گذارد و سیستم مالیاتی را مختل می‌کند. در این نظام اقتصادی دستمزدهای اسمی برای یک دوره و بر پایه نرخ پیش‌بینی شده تورم تنظیم می‌شوند. در این نرخ دستمزد، عرضه نیروی کار در جهت برآورده کردن تقاضای بنگاهها پرکشش است. اگر نرخ تورم از میزان مورد انتظار بیشتر شود، سطح دستمزدهای واقعی کاهش یافته و در مقابل جذب نیروی کار و همچنین اشتغال و تولید افزایش می‌یابد. عکس این امر نیز صادق است یعنی زمانی که نرخ تورم از چیزی که پیش‌بینی شده پایین‌تر باشد. در کل گرایش به سوی تورم باعث کاهش اعتبار بانک مرکزی می‌شود.

### ب) انتخاب نظام مناسب نرخ ارز، شفافیت و درجه اعتبار

در زمان برقراری سیاست تثبیت نرخ ارز سیاست انتخابی بانک مرکزی روشنتر است زیرا از شفافیت بیشتری برخوردار می‌باشد. همچنین مردم در این زمان می‌توانند پی به انگیزه‌های آن ببرند و بفهمند که سیاست این بانک تورمی است یا غیرتورمی. در این زمان بانک مرکزی باید منفعتی را که توسط افزایش نرخ تورم بدست می‌آورد با ضرر احتمالی که به اعتبارش وارد می‌شود، مبادله کند. انتخاب یک نظام مناسب نرخ ارز و همچنین میزان شفافیت ابزار سیاسی بکار گرفته شده بر این مبادله تأثیر به‌سزایی دارد. در کل تورم تعادلی به واکنش میان اقدامات بانک مرکزی و ادراک عمومی مردم درباره نوع سیاست بانک مرکزی (تورمی یا غیرتورمی) بستگی دارد که این سهم در نرخ پیش‌بینی شده تورم تأثیر به‌سزایی دارد. سیاست تثبیت نرخ ارز از قابلیت کنترل و شفافیت بسیاری برخوردار است و نظارت بر آن نسبت به

اهدافی مانند پایه پولی دقیق‌تر می‌باشد. فرضاً با پیش‌بینی بازار به فوریت می‌توان به وجود سیاست تثبیت در کشور پی برد. همچنین پیش‌بینی نرخ تورم در این زمان آسان‌تر صورت می‌پذیرد اما در سیاست نرخ ارز شناور، پیش‌بینی نرخ تورم تحت یک هدف پایه پولی کاری سخت و مشکل‌ساز است زیرا در این زمان تورم حقیقی نه تنها منعکس‌کننده تورم طرح‌ریزی شده است بلکه نمایانگر شوکهای پیش‌بینی نشده‌ای می‌باشد که بر نرخ تورم تأثیر سویی دارد از قبیل ضریب فزاینده پول یا سرعت گردش پول. بنابراین برپایه بررسی‌های محققانی چون هرندرف<sup>(۱)</sup> (۱۹۹۹)، کنوان و توماس (۱۹۹۷)<sup>(۲)</sup> این نتیجه به دست می‌آید که هر یک از بانکهای مرکزی از ابزارهای سیاسی مختلفی استفاده می‌کنند که شفافیت این ابزار در دو دوره صورت می‌پذیرد، همچنین برخی از آنها به سوی نرخ بالای تورم و برخی دیگر به نرخ پایین تورم گرایش دارند که بر این اساس می‌توان سیاست انتخابی بانک مرکزی را به دو نوع تورمی و غیرتورمی طبقه‌بندی کرد:

#### **بانک مرکزی با سیاست تورمی: این بانک در دوره اول سعی می‌کند تا سطح**

انتظارات تورمی را کاهش دهد و با اجرای سیاست تثبیت در دوره اول حقیقت تورمی بودن خویش را پنهان سازد. البته انتخاب سیاست تثبیت در دوره اول تحت شرایط خاص صورت می‌پذیرد: (۱) در صورتی که هزینه سیاست تثبیت کم باشد و همچنین نرخ ارز کمتر بی‌ثبات باشد. (۲) در زمانی که کسب اعتبار برای بانک ارزش زیادی داشته باشد. (۳) شوکهای گردش پول بزرگ باشند. سپس این بانک در دوره دوم سیاست تثبیت را رها کرده و بطور غیرمنتظره‌ای نرخ تورم را افزایش می‌دهد. این بانک با استفاده از سیاست نرخ ارز شناور در دوره دوم سعی می‌کند قابلیت کنترل نرخ تورم را کاهش دهد، و چون این سیاست از شفافیت کمتری برخوردار است، می‌تواند در پنهان ساختن انگیزه‌های بانک مؤثر واقع شود.

#### **بانک مرکزی با سیاست غیرتورمی: این بانک سعی می‌کند تا سطح انتظارات**

تورمی را در دوره اول کاهش دهد و با استفاده از ابزار سیاسی شفافی مانند سیاست تثبیت، نرخ تورم را به صفر برساند. در نتیجه این بانک با استفاده از این سیاست در دوره اول می‌تواند به راحتی آن را در دوره دوم حفظ نماید. باید افزود که انتخاب نظام مناسب نرخ ارز می‌تواند بر نرخ تورم، درجه اعتبار، شفافیت و قابلیت کنترل ابزار سیاسی دولت تأثیر بگذارد.

### ج) سیاست تثبیت، اعتبار، بحرانها

موفقیت سیاست تثبیت نرخ ارز برای کنترل نرخ تورم محدود است. اگر: ۱- انتظارات تورمی به طور اتفاقی تغییر کند. ۲- نظام نرخ ارز ثابت با سیاست مالی فرضاً به دلیل وجود یک شوک پیش‌بینی نشده، سازگار باشد. در بیان مورد اول فرض کنید که بانک مرکزی بخواهد تابع زیان ناشی از مجذور انحرافات تورم و بازده را به حداقل برساند. البته در این مرحله با تنظیم نرخ تورم به صفر می‌توان گرایش به سوی تورم را حذف کرد. بنابراین در اقتصاد باز با برابری قدرت خرید این حالت می‌تواند در دو روش به نتیجه برسد: ۱- همراهی همیشگی سیاست تثبیت نرخ ارز با نرخ صفر تورم ۲- تبدیل نرخ ارز کشور به یک نرخ ارز دیگر مثل دلاری شدن نرخ ارز. اما در کل بانک مرکزی با انتخاب هر یک از این روشها قادر به تعدیل سیاست در برابر شوکها نخواهد بود و در نتیجه میزان بی‌ثباتی سطح تولید بالاتر می‌رود. در این زمان انتخاب سیاست نرخ ارز شناور برای کاهش تابع زیان بانک مرکزی ارجح می‌باشد و بانک مرکزی می‌تواند با انتخاب یک نرخ تنزیل و تورم تابع زیانش را به حداقل برساند.

اگر بانک مرکزی به غیر از مراقبت درباره مجذور انحرافات تورم تولید، برای اجرای سیاست تثبیت، هزینه ثابت را در نظر بگیرد در کل می‌توان گرایش به سوی تورم را در یک روش کم‌هزینه کاهش داد. حال ممکن است در این حالت بانک مرکزی یک سیاست تثبیت اما قابل تعدیل را اجرا نماید، بنابراین تا مادامی این سیاست را حفظ می‌کند که شوکهای وارده به پیکره اقتصاد کوچک باشند و مطمئن شود که هزینه حفظ

سیاست تثبیت از هزینه تعدیل آن کمتر است. آسیب‌پذیری اهداف پولی در زمان تغییر انتظارات تورمی بسیار است و سیاست تثبیت با سیاست پولی قوی می‌تواند در حل بحرانهای پولی مؤثر باشد. البته در مورد صحت این امر در میان اندیشمندان تناقض وجود دارد. در بیان مورد دوم با استفاده از مدل اولیه بحرانهای پولی می‌توان گفت که نظام تثبیت نرخ ترم صفر باید با سیاست مالی معین برون‌زا هماهنگ شود. این مدل که توسط سه اقتصاددان با اسم مخفف BER<sup>(1)</sup> در سال ۱۹۹۸ ارائه شده، دومین حالت محدودیت موفقیت سیاست تثبیت را این چنین توصیف می‌کند: زمانی که بانک مرکزی با معیاری مواجه می‌شود که بیانگر محدودیت در ارزش بودجه باشد، بنابراین آن را از طریق وام‌گیری، مالیاتهای بر مجموع درآمد و درآمد حاصله از ضرب سکه تأمین می‌کند. در این حالت با حفظ برابری قدرت خرید، نرخ تورم با نرخ تنزیل ارز یکسان می‌شود. به این ترتیب مطابق این مدل وجود کسری مالی مغایر با سیاست تثبیت است و در نتیجه این سیاست رها می‌شود. سپس این سه اندیشمند این مسئله را عنوان کردند که در زمانی که نرخ پیش‌بینی شده و حقیقی تورم صفر است. سیاست تثبیت ادامه می‌یابد (یعنی بدون درآمد حاصله از ضرب سکه)، بنابراین ارزش حال خالص درآمدهای آتی دولت با ارزش خالص بدهی فعلی آن برابر می‌شود. حال اگر میزان فعلی کسری دولت به منظور ترانز پرداختها و افزایش در پرداخت‌های انتقالی دولت در آینده بطور غیرمنتظره‌ای بالا رود، سیاست تثبیت متوقف می‌شود. در عین حال این مکان وجود دارد که دولت این کسری را از طریق افزایش حجم پول در زمان معین T و یا رشد مداوم عرضه پول برطرف کند که این خود سیاست تثبیت را برهم می‌زند. همچنین زمانی که خالص بدهی دولت تحت شرایط خاص به آستانه ویژه برسد سیاست تثبیت رها می‌شود. در کل به استثنای موارد مذکور و تأثیر مثبت یا منفی نرخ ارز بر اقتصاد کلان، می‌توان گفت که وجود حتی یک شوک مالی می‌تواند سیاست

1- Burnside, Eichenbaum, Rebelo-First, "Generation Currency Crises Models".

تثبیت را از حرکت باز دارد. مدل بحرانهای آسیای شرقی که توسط سه اندیشمند با اسم مخفف CPR<sup>(۱)</sup> در سال ۱۹۹۸ ارائه شده، تأکید می‌کند که وجود شوک مالی منجر به تراکم دیون اتفاقی دولت به وام‌گیرندگان می‌شود که پروژه‌هایشان نتایج رضایت‌بخشی نداشته‌است. حال اگر بدهیهای دولت نسبت به اندوخته خارجی به آستانه خاص برسد، با توجه به اینکه وام‌گیرندگان وام خویش را نقداً دریافت می‌کنند و بازپرداخت آن در زمانهای آتی صورت می‌گیرد، در این صورت این امر منجر به افزایش کسری دولت و سقوط سیاست تثبیت می‌شود.

### ه) سیاست تثبیت و نظام مالی

انتخاب نظام مناسب نرخ ارز برای نظام مالی مفاهیم و مضامین خاصی در بر دارد. رابطه میان سیاست تثبیت و نظام مالی درونی و ذاتی است، زیرا این امکان وجود دارد که سیاست تثبیت نرخ ارز درآمد حاصله از انتشار پول را کاهش دهد، در چنین شرایطی تداوم سیاست تثبیت نیاز به تعدیل مالی دارد. در مدل هم‌پوشانی تولیدات<sup>(۲)</sup> چین و میلر در سال ۱۹۹۸ برای بهینه‌سازی تابع تولیدات سازمان‌هایی که دو نوع کالای تجاری و غیرتجاری تولید می‌کنند و آنها نیز به ترتیب وام‌گیرندگان و وام‌دهندگان هستند، مشخص گردید که امکان اثربخشی شوکها بر قیمت‌های نسبی و نرخ بهره وجود دارد که این امر متعاقباً بر ثروت، توزیع درآمد میان وام‌گیرندگان و وام‌دهندگان و بودجه دولت تأثیر می‌گذارد. همچنین ترنل و ولاسکو<sup>(۳)</sup> در سال ۲۰۰۰ یک مدل بهینه بین زمانی در اقتصاد باز کوچک به همراه انعطاف‌پذیری قیمت‌ها و تحرک کامل سرمایه ارائه دادند. آنها در این مدل بیان کردند که چگونه انتخاب نظام مناسب نرخ ارز بر نظام مالی فرضاً محدود ساختن هزینه‌های دولت در جهت تداوم سیاست تثبیت تأثیر می‌گذارد. سؤال این است که چگونه انتخاب یک نظام مناسب روی سطح

1- Corsett, Pesenti and Roubini. (CPR)

2- Chin and Miller, "Overlapping Generation Model," 1998.

3- Tornell and Velasco, 2000.



هزینه کسری بودجه و نرخ تورم در امروز یا فردا تأثیر می‌گذارد؟ باتوجه به تحقیقات ترنل و ولاسکو، زمانی که سیاست تثبیت در کشوری در حال اجرا باشد، نرخ تورم از طریق میزان ارزش نرخ ارز توسط بانک مرکزی تعیین می‌شود. هزینه‌هایی که از طریق بودجه سازمان مالی تأمین نمی‌شوند اجباراً از طریق وام‌گیری تأمین می‌شوند. محدودیت مقطعی بودجه دولت باعث می‌شود تا برای بازپرداخت بدهی اضافی، نرخ تورم افزایش یابد. بنابراین در زمان اجرای سیاست تثبیت، هزینه تورمی نه در امروز بلکه در فردا بوجود می‌آید و اگر بانک مرکزی سعی کند نرخ رشد اسمی پول را امروز ثابت نگه‌دارد، ناخودآگاه نرخ ارز در فردا بصورت شناور درخواهد آمد و به این ترتیب نرخ تورم افزایش می‌یابد. سؤال بعدی این است که هزینه مقامات پولی و مالی تحت نظام نرخ ارز ثابت بیشتر است یا تحت نظام نرخ ارز شناور؟ در پاسخ به این سؤال باید گفت که هر نوع افزایش در مخارج دولتی یا زمان ایجاد هزینه تورمی بستگی به نظامی دارد که در آن کشور در جریان است، زیرا هزینه تورم در سیاست تثبیت در فردا، اما سیاست نرخ ارز شناور در امروز بوجود می‌آید.

### سیاست تثبیت، رشد تولید و بی‌ثباتی سطح تولید

تأثیر سیاست تثبیت بر رشد بازده تولید و همچنین بی‌ثباتی آن اهمیت بسیاری دارد. اگر سیاست تثبیت بتواند بی‌ثباتی نرخ ارز و میانگین نرخ تورم را کاهش دهد، ممکن است از طریق کاهش ابهامات و اثرات مالیات تورمی باعث تشویق رشد و سرمایه‌گذاری شود. برخی محققان عقیده دارند که رابطه تورم و رشد غیرخطی است، اما محققانی مانند گوش و فیلیپ<sup>(۱)</sup> در سال ۱۹۹۸ به این نتیجه رسیدند که وابستگی میان رشد و نرخ تورم برای نرخهای تورمی در حدود ۳ درصد یا کمتر مثبت و برای نرخهای بالاتر از آن وابستگی منفی می‌باشد. سیاست تثبیت همچنین باعث کاهش بی‌ثباتی نرخ واقعی ارز یا محدودیت در ارزش نرخ واقعی ارز می‌شود زیرا این دو

عامل سبب تشویق اقتصاد باز می‌شوند. همچنین اقتصاد باز نیز یکی از دو متغیر مقاومی است که می‌تواند در برابر تغییرات خاص در یک رگرسیون استاندارد رشد مقاومت کند، این متغیر می‌تواند پس از اصلاح درون‌زایی مقیاسهای نمونه خویش بر رشد بازده تولید تأثیر بگذارد (رومر و فرانکل ۱۹۹۹)<sup>(۱)</sup>. «سیاست تثبیت سبب تشویق تجارت بین‌المللی و اقتصاد باز می‌شود»، البته احتمال این حالت به نظر برخی محققان مثل (مورنو<sup>(۲)</sup>، ۲۰۰۰) به استثنای مناطقی که دارای یک پول واحد هستند ضعیف می‌باشد. انتخاب نظام نرخ ارز به استثنای تأثیر بر رشد می‌تواند با تأثیر بر روشهای مالی و همچنین میزان آسیب‌پذیری نظامهای نرخ ارز در برابر بحرانها بر چرخه تجاری تأثیر بگذارد. نظام نرخ ارز ثابت پیکره اقتصاد را نسبت به سقوط نرخ ارز ناشی از کاهش نقدینگی، آسیب‌پذیر می‌سازد. در طی دوره سیاست تثبیت، رشد و سرمایه‌گذاری در سطوح مؤثر پیشین خویش توسعه می‌یابد و کسری حساب جاری افزایش می‌یابد. بنابراین وقتی اندوخته‌های دولت به زیر آستانه خاص سقوط کند، سیاست تثبیت رها می‌شود. در نتیجه کسری حساب جاری کاهش یافته و رشد به سطح مؤثر خویش محدود می‌شود. در کل چگونگی انتخاب نظام نرخ ارز بر میزان بی‌ثباتی بازده تولید در واکنش به شوکها از منابع مختلف تأثیر می‌گذارد. در مدل IS-LM اقتصاد باز نشان داده‌شد که اگر شوکهای وارده به تقاضای پول (LM) موجود باشند، نظام نرخ ثابت ارز می‌تواند بی‌ثباتی سطح تولید را به حداقل برساند، اما نظام نرخ شناور چنین بی‌ثباتی را با وجود شوکهای حقیقی IS یا شوکهای برونی به حداقل می‌رساند. حال اگر منابع شوکها نامعلوم باشند، یک واکنش پیچیده صورت می‌گیرد که بازتابی از بی‌ثباتی نسبی شوکهای زیربنایی است (بویر، ۱۹۷۸)<sup>(۳)</sup>. برخی محققان عقیده دارند که شوکهای برونی برای توجیه جریانهای سرمایه یا بحرانهای پول مهم هستند و در نوسانات ادوار تجاری نقش ایفا می‌کنند. حال اگر قدرت شوکهای

1- Frankel and Romer, 1999.

2- Moreno

3- Boyer (1978)

برونی از شوکهای داخلی بیشتر باشد، بی‌ثباتی در بازده تحت سیاست تثبیت نسبت به نظام نرخ شناور افزایش می‌یابد زیرا سیاست تثبیت برای حفظ اقتصاد در برابر شوکها از کارایی کمتری برخوردار است. اندیشمندیانی چون اشمیت - گرون و یوریب<sup>(۱)</sup> مدل برابری اقتصاد باز کوچک را در بخشهای کالاهای غیرتجاری، صادراتی و ضروری با برجسب قیمت ارائه دادند (مورد کشور مکزیک). به عقیده این اندیشمندان اقتصاد با سه شوک برونی مواجه است: ۱- رابطه مبادله؛ ۲- نرخ جهانی بهره؛ ۳- تورم وارداتی که هر سه آنها به اقتصاد آسیب می‌رسانند. در کل افزایش نرخ جهانی بهره تأثیر به سزایی بر بازده مکزیک گذاشت. واکنش کشور در برابر این افزایش با سقوط تقاضای کل نمایان می‌گردد و همچنین در قیمت نسبی کالاهای غیرتجاری نسبت به تجاری تعادل ایجاد می‌شود، زیرا در سیاست تثبیت قیمت کالاهای غیرتجاری ثابت است و این موجب کاهش بازده این کالاها می‌شود. در کل این دو اقتصاددان اثبات کردند که دولت‌ها به جای اینکه بخواهند سیاست تثبیت را بطور مداوم در کشور اجرا کنند بین ۰/۱ تا ۰/۳ از مصرف یکنواخت غیرتصادفی خویش صرف‌نظر می‌کنند. مدل یک دوره‌ای تعادل عمومی<sup>(۲)</sup> مدل دیگری بود که در زمینه انتخاب نظام نرخ ارز و تأثیر آن بر رفاه عمومی، نرخ پیش‌بینی شده بازده تولید و شرایط مورد انتظار تجارت ارائه شد. روگف و اُبستفلد<sup>(۳)</sup> (۲۰۰۰) در این مدل نتیجه گرفتند که رشد واقعی تولیدات ناخالص ملی در سیاست تثبیت نسبت به نظام نرخ شناور بالاتر است. البته با این شرط که این سیاست بتواند سرمایه‌گذاری و اقتصاد باز را تحریک کند و همچنین باید گفت که همانگونه که امکان رشد اقتصادی در سیاست تثبیت هست، امکان نوسان ادوار تجاری نیز وجود دارد. هزینه تأمین رفاه عمومی در سیاست تثبیت نسبت به نظامهای دیگر بالاتر است زیرا در سیاست تثبیت، میزان بی‌ثباتی در بازده تولید به دلیل وجود شوکهای برونی افزایش می‌یابد. همچنین این

1- Schmitt - Grohe, Uribe  
3- Rogoff, Obstfeld (2000)

2- General Equilibrium Model

امکان وجود دارد که سیاست تثبیت موجب شود تا تعدیل بازده تولید با تأخیر در تعدیل دستمزدهای واقعی و عرضه نیروی کار صورت پذیرد. اگر شوکهای وارده به بهره‌وری و دستمزدها ثابت باشند، هزینه رفاه عمومی در سیاست شناور از طریق سیاست پولی موافق ادواری گسترش می‌یابد که همچنین امکان بی‌ثباتی سطح تولید در زمان برقراری این سیاست نیز وجود دارد.

## حقایق موجود

### الف) طبقه‌بندی نظام‌های نرخ ارز

ابهامات موجود در زمینه تصمیم‌گیری برای انتخاب سیاست تثبیت ممکن است با نرخ تورم یا بازده تولید بستگی داشته باشد. برای بیان حقایق، اطلاعات ماهانه درباره نرخ ارز در جدولهای ۱ و ۲ نشان داده می‌شود. جدول ۱ در جهت تشریح نرخ تورم شاخص قیمت مصرفی (CPI) و تولید ناخالص ملی (GNP) سعی دارد تا برخی مشکلات در طبقه‌بندی نظام‌های نرخ ارز را برپایه اطلاعات مرکز بین‌المللی آمار مالی CD-Rom و صندوق بین‌المللی پول (IMF) نشان دهد. این جدول نظام نرخ ارز را در آسیای شرقی، آمریکای لاتین و همچنین آلمان و ژاپن نمایش می‌دهد و همچنین میانگین درصد تغییرات ماهانه و انحراف استاندارد ارز هر کشور را در مقابل دلار آمریکا در میان کشورها مقایسه می‌کند. در ستون آخر جدول، نظام نرخ ارز بر پایه رفتار مشاهده شده آن بصورت ماهانه در چهار مرحله طبقه‌بندی می‌شود: ۱- تعیین ارز رایج در هر کشور در مقابل ارزی که در مدت ۱۲ ماه بی‌ثباتی کمتری داشته باشد مثل دلار. ۲- بررسی میزان سقوط ارز رایج کشور در مقابل ارزهای عمده و اصلی نسبت به آستانه خاص  $(\bar{y})$ . ۳- تعیین نظام جدید مستمر و تعیین حداقل دوره، فرضاً یک دوره شش ماهه. ۴- استفاده از معیار تغییر درصدی برای تعیین زمان تغییرات نظام. اگر تغییر در نظام نرخ ارز ثابت یا شناور مطابق با کمترین معیار بی‌ثباتی گزارش شود، تغییرات درصد مطلق نرخ ارز از  $t-1$  به  $t-n$  تنظیم می‌شود ( $n=12$  و

زمان تنظیم در ۱-۲ شروع می‌شود). در کل در این چهار مرحله سعی کردیم تا ارز رایج در کشورها را در حال تثبیت یا شناور بر یکی از پنج ارز عمده (دلار آمریکا، ین ژاپن، مارک آلمان، فرانک فرانسه و پوند انگلستان) بسنجیم.

## ب) نظام‌های نرخ ارز، تورم و بازده تولید

جدول (۲) با استفاده از جدول (۱) رابطه میان نظام‌های نرخ ارز، نرخ تورم و بازده تولید را در نمونه کشورهای رو به توسعه در سال ۱۹۹۸ نشان می‌دهد. جدول (۲) نمایانگر میانگین تغییرات درصدی نرخ تورم، تولید ناخالص ملی و بی‌ثباتی سطح تولید در نظام‌های نرخ ارز ثابت و شناور است که این مهم مطابق با آزمون آماری (۲) صورت گرفته است. با انجام این آزمون نتیجه گرفتیم که:

۱- رژیم پولی در کشورهای ثروتمند به سوی سیاست نرخ ارز شناور و در کشورهای فقیر به سوی سیاست تثبیت گرایش دارد.

۲- نرخ تورم در سیاست تثبیت نسبت به سیاست نرخ شناور کمتر و رشد واقعی تولید ناخالص ملی بیشتر است اما بی‌ثباتی سطح تولید در هر دو نظام پولی مشابه می‌باشد.

۳- سیاست تثبیت منجر به افزایش سطح بی‌ثباتی تولید نمی‌شود.

۴- کاهش نرخ تورم در سیاست تثبیت، به دلیل وجود سیاست‌های مالی سازگار و یا شوک‌هایی که موجب افزایش قابلیت دفاعی سیاست تثبیت می‌شوند. در باقی جدول اطلاعات از طریق محاسبه احتمال «گرایش به سوی تداوم نرخ تورم»<sup>(۱)</sup> بدست آمده‌است، به ویژه اینکه نتایج حاصل تأثیر نقاط دور افتاده را منعکس می‌سازد. این نقاط که تأثیر قوی روی میانگین نرخ تورم در سیاست نرخ شناور دارند، همراه‌کننده هستند، زیرا ممکن است با گرایش به سوی تداوم نرخ تورم همراه شوند. فرضاً نرخ بالای تورم اغلب ناشی از بحران‌های پولی و تحت سیاست نرخ شناور می‌باشد، اما

لزوماً چنین وقایعی همیشه مرتبط با سیاست نرخ شناور نیستند. در محاسبه اثرات گرایش به سوی تداوم نرخ تورم از دو روش استفاده کردیم: ۱- محاسبه بحران پولی ناشی از سیاستهای انتخابی دولت و حذف مشاهدات در سال بروز بحران و همچنین در سال بعد آن، نتایج حاصله از این محاسبه نشان می‌دهد که میانگین نرخ تورم در نظام نرخ ارز ثابت و شناور کاهش می‌یابد، اما میزان آن چندان قابل توجه نیست. در کل نرخ تورم و تغییرات مکرر آن در کوتاه‌مدت در نظام نرخ شناور نسبت به سیاست تثبیت بالاتر است. اما میانگین نرخ رشد در سیاست نرخ شناور به نرخ رشد در سیاست تثبیت نزدیک است. ۲- حذف موارد دارای تورم خیلی بالا یا فرض اینکه نظام نرخ ارز نسبت به نرخ بالای تورم برون‌زا است و نه برعکس. نتایج در این مرحله نشان می‌دهد که کاهش نرخ میانگین تورم و تغییرات آن در طول تمام نظام‌ها با سرعت زیاد صورت می‌گیرد اما در کل نرخ تورم در سیاست نرخ شناور نسبت به سیاست تثبیت بالاتر است.

## خلاصه و بحث

نتایج حاصل از بحث مقاله این موارد را می‌رساند: ۱- چگونگی انتخاب نظام نرخ ثابت و تأثیر احتمالی آن بر نرخ تورم و بازده تولید. ۲- بررسی شرایط ممکن و احتمالی در جهت کاهش انتظارات تورمی و تشویق نظام اقتصاد کلان در زمان برقراری سیاست تثبیت نرخ ارز. ۳- بررسی روش تأثیر سیاست تثبیت بر افزایش بازده تولید، تحریک و تشویق رشد بازده تولید، تولید و خلق ادوار تجاری یا تأثیر روی بی‌ثباتی سطح تولید، ۴- مروری بر حقایق شکل گرفته به همراه بررسی نظام نرخ ارز ثابت و شناور با استفاده از روشهای جدید طبقه‌بندی و همچنین بی‌ثباتی مشاهده شده در نرخ ارز، ۵- مقایسه مقادیر میانه نرخ تورم که نمایانگر بالابودن نرخ تورم و بی‌ثباتی آن در نظام نرخ شناور نسبت به نظام نرخ ثابت ارز می‌باشد.

در کل ارزیابی‌های انجام شده نشان می‌دهد که سیاست تثبیت نسبت به

سیاست نرخ شناور با افزایش سرعت رشد تولید ناخالص ملی همراه است. نرخ پایین تورم در سیاست تثبیت لزوماً منعکس‌کننده نظام گسترده اقتصاد کلان می‌باشد. همچنین زمانی که نرخ تورم از سطح طبیعی خویش فراتر رود، امکان سقوط سیاست تثبیت و ناپایداری رشد اقتصادی وجود دارد.

### جدول ۱- نظام نرخ ارز اعلام شده و شاخص‌های رفتاری نرخ ارز در مقابل دلار آمریکا

کشور	نظام نرخ ارز موجود در آن کشور مطابق با گزارشات خود کشور به IMF	میانگین سالانه	انحراف استاندارد در مقابل دلار آمریکا	نظام تخمینی
East Asia (آسیای شرقی)				
تایلند	برقراری سیاست تثبیت- ترکیب ارز کشورها (b)	۰/۱	۱/۴	تثبیت دلار آمریکا
هنگ کنگ	(a) تثبیت دلار آمریکا	۰/۲	۰/۴	تثبیت دلار آمریکا
کره جنوبی	نظام نرخ شناور کنترل شده	۲/۵	۰/۹	تثبیت دلار آمریکا
Latin America (آمریکای لاتین)				
آرژانتین	تثبیت دلار آمریکا	۰/۸	۰/۹	تثبیت دلار آمریکا
برزیل	نظام نرخ شناور مستقل	۳۷۶/۷	۱۴/۳	نظام نرخ شناور
مکزیک	نظام نرخ شناور کنترل شده	۰/۳	۱/۱	تثبیت دلار آمریکا
پاناما	(دلاری شدن) تثبیت دلار آمریکا	۰/۰	۰/۰	تثبیت دلار آمریکا
(ارزهای مهم)				
آلمان	نظام نرخ شناور مستقل	۷/۳	۱۰/۵	
ژاپن	نظام نرخ شناور مستقل	۱۰/۵ (بی ثباتی این ارز از دهه ۱۹۷۵)	۹/۴	

- a) میانگین سالانه توسط عملیات ضرب می‌شود ۱/۲۰۰
- b) دلار استرالیا، مارک آلمان، رویه هند، لیر ایتالیا، راند آفریقای جنوبی و روبل روسیه
- c) مطابق با گزارش کشور هنگ کنگ به IMF

توجه: اطلاعات برای نیمه اول سال ۱۹۹۳ هستند.

جدول ۲- نرخ تورم و رشد واقعی تولید ناخالص ملی (۱۹۷۴-۱۹۹۸)

آزمون (Z)	نظام نرخ شناور ارز	نظام نرخ ثابت ارز	
***۳/۴۲-	۱۴۷/۶ (۱/۵۹۹/۹)	۱۶/۶ (۹۵/۴)	(CPI) شاخص تولید مصرفی، تورم
**۴/۳۷	۳/۲ (۵/۶)	۴/۳ (۵/۶)	(ZOP) رشد واقعی تولید ناخالص ملی
به استثنای بخش های تضعیف ارزش پول که توسط سیاست تثبیت ایجاد می شوند و ۲ مرحله بعد آن			
**۲/۸۰-	۱۴۲/۵ (۱/۱۴۱/۶)	۱۴/۱ (۹۸/۸)	نرخ تورم
***۳/۴۳	۳/۶ (۵/۳)	۴/۶ (۵/۶)	(GNP) رشد واقعی تولید ناخالص ملی
به استثنای نرخ های تورم بالاتر از ۱٪			
***۳/۶-	۳۶/۷ (۷۶/۷)	۱۲/۷ (۲۵/۶)	نرخ تورم
***۳/۸۶	۳/۳ (۵/۵)	۴/۴ (۵/۶)	(GNP) رشد واقعی تولید ناخالص ملی

\*\*\* معنی دار در سطح ۱ درصد

\*\* معنی دار در سطح ۵ درصد

توجه: ارقام گزارش شده میانگین و ارقام داخل پرانتز انحراف استاندارد هستند. اطلاعات رشد واقعی تولید ناخالص ملی مانع از مشاهدات نقطه انتهایی می شود.

منبع:

Ramon Mareno, "Pegging and Stabilization Policy in Developing Countries," *Economic Review 2001*, Federal Reserve Bank of San Francisco, 2001.