مجله اقتصادی
شماره‌های ۹ و ۱۰، آذر و دی ۱۳۹۳، صفحات ۱۰۲-۸۳

مروری بر رژیم‌های ارزی مختلف و گزینه مناسب برای امارات متحده عربی

رویا عاطفی‌منش
کارشناس‌ارشد اقتصاد
ro_atef@yahoo.com

گزارش حاضر ضمن اشاره به سیر تاریخی رژیم‌های ارزی تجربه شده در جهان به طبقه‌بندی آنها می‌پردازد و با بررسی موضوع انتخاب رژیم نرخ ارز از منظر کشورهای پیشرفته و اقتصادهای نوظهور، شواهد تجربی را در زمینه عملکرد رژیم‌های مختلف ارزی ارائه می‌دهد. گزارش برای پاسخ به این پرسش که کدام‌یک از ترتیبات ارزی بهترین گزینه هستند به منافع و مضار رژیم‌های ثابت و شناور پرداخته و نتیجه می‌گیرد که انتخاب بهترین رژیم ارزی برای هر کشوری به ویژگی‌های منحصر به‌فرد آن کشور از قبیل سطح توسعه مالی، تورم، تحرک سرمایه، میزان آسیب‌پذیری در برابر شوک‌های اسمی و حقیقی و ... بستگی دارد. به این ترتیب نویسنده تحلیل می‌کند که چرا کشورهای نوظهور می‌بایست در پیروی کورکورانه از برنامه کشورهای توسعه‌یافته، که به‌صورت موفقیت‌آمیزی آن را انجام داده‌اند، محتاط باشند. آخرین بخش گزارش به رژیم ارزی کشور امارات متحده عربی اختصاص یافته است و ضمن بررسی منافع و مضار تداوم رژیم ارزی ثابت در این کشور نشان می‌دهد که با توجه به مسائل پیش رو و چشم‌انداز برنامه‌های اقتصادی این کشور، تداوم نظام ارزی فعلی امارات به‌دلیل وابستگی شدید این کشور به درآمدهای نفتی، آسیب دیدن سایر فعالیت‌ها نظیر توریسم از ناحیه افزایش قیمت نفت و تقویت پول ملی این کشور و همچنین جلوگیری از نوسانات شدید در بازار ارز به نفع آن کشور می‌باشد.

واژه‌های کلیدی: نرخ ارز، رژیم ارزی ثابت، رژیم شناور نرخ ارز، امارات متحده عربی.

۱. مقدمه

انتخاب رژیم ارزی موضوع پیچیده و دشواری است. در اوایل قرن ۲۰ میلادی گزینه منتخب، پیوستن به نظام استاندارد طلا و در اوایل قرن ۲۱ میلادی گزینه منتخب، رژیم نرخ ارز شناور بود. گزینه رژیم نرخ ارز شناور، گزینه‌ای که اکثر کشورهای پیشرفته آن را انتخاب کرده و در حال حاضر کشورهای نوظهور حتی سعی می‌کنند که در استقرار آن از کشورهای پیشرفته پیشی بگیرند. این در حالی است که در اکثر موارد، در اجرای آن با مشکلات بزرگی مواجه هستند. هدف مطالعه حاضر، بررسی موضوع انتخاب نرخ ارز از منظر کشورهای پیشرفته و اقتصادهای نوظهور است. درحالی‌که کشورها پیش‌تر امکان انتخاب بیشتری برای انتخاب رژیم ارزی

۱. این مقاله برگرفته از منبع ذیل می‌باشد:

Ishfaq, Mohammad (2010), *Overview of Different Exchange Rate Regimes and Preferred Choice for UAE,* Department of Finance, Government of Dubai.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-16]

خود داشتند. در حال حاضر آنها از قدرت مانور کمتری برخوردارند و اغلب از آنچه کشورهای پیشرفته انجام داده‌اند پیروی می‌کنند. مطالعه حاضر برخی از مسائل نظری در این خصوص را مطرح نموده و شواهد تجربی در زمینه رژیم‌های ارزی و عملکردشان ارائه می‌کند. سپس به‌عنوان نمونه و با استفاده از رژیم نرخ ارز امارات متحده عربی که در حال حاضر به دلار میخکوب شده، به منافع و مضار نرخ ارز ثابت پرداخته و در آخر با استفاده از تحلیل رژیم‌های ارزی به‌ویژه در مورد امارات متحده عربی نتایج سیاستی ارائه می‌دهد.

۲. مباحث تئوریک از منظر سیر تاریخی

طبقه‌بندی جدید متداول رژیم‌های ارزی شامل ۹ مورد به‌شرح ذیل است:

- ترتیبات کاملاً ثابت[1]

- نظام ارزی ثابت مبتنی بر دارایی‌های خارجی[2] که در آن مقامات پولی ۱۰۰ درصد ذخایر را بر حسب پول خارجی در برابر پایه پولی نگهداری می‌کنند. هر تغییر در تراز پرداخت‌ها به همان میزان تغییراتی را در عرضه پول ایجاد می‌کند و نقشی در ایجاد اعتبار داخلی ندارد.

- دلاریزه کردن[3] و حذف پول ملی به‌طور کامل (سیستم‌های مبتنی بر پول خارجی که در آنها پول داخلی به‌طور کامل حذف می‌شود).

- اتحادیه پولی[4] که در آن اعضا پول واحدی را انتخاب می‌کنند.

- میخکوب قابل تعدیل[5] که در آن تغییرات جزئی به‌صورت دوره‌ای اعمال می‌شود.

- میخکوب خزنده[6] که با یک سلسله از تغییراتی که در پول ملی ایجاد می‌شود تعدیل صورت می‌گیرد.

- میخکوب شدن به سبدی از ارزها[7] هنگامی که نرخ ارز به سبدی موزون از پول‌های خارجی ثابت شده است.

- منطقه یا دامنه هدف[8] یعنی دامنه‌ای که در آن نرخ ارز تعیین می‌شود و وقتی نرخ ارز از محدوده مورد نظر خارج شود مقامات پولی دخالت می‌کنند.

- کاملاً شناور[9] و شناور مدیریت شده[10]

انواع رژیم‌های ارزی در جدول (۱) نشان داده شده است:

1. Truly fixed
2. Currency Board
3. Dollarization
4. Currency Union
5. Adjustable Peg
6. Crawling Peg
7. Basket Peg
8. Target Zone or Bands
9. Floating
10. Managed Floating

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-16]

جدول۱. انواع رژیم های ارزی

رژیم‌های ارزی ثابت	رژیم‌های ارزی میانه	رژیم‌های ارزی شناور
اتحادیه پولی	میخکوب قابل تعدیل	شناور مدیریت‌شده
نظام ارزی ثابت مبتنی بر دارایی‌های خارجی	میخکوب خزنده	
نظام کاملاً ثابت	میخکوب به سبدی از ارزها	شناور آزاد
	منطقه یا دامنه هدف	

مأخذ: نتایج تحقیق.

گونه‌های مختلف رژیم‌های ارزی از سال ۱۸۸۰ میلادی در جدول (۲) شرح داده شده است: گرچه ۱۵ رژیم ارزی، بین استاندارد طلا و پول اعتباری توسط رینهارت و راگاف (۲۰۰۴) شناخته شده، انتخاب اصلی بین رژیم ثابت و شناور هنوز در کانون توجه مباحث مربوط به رژیم‌های ارزی قرار دارد.

جدول۲. گونه‌شناسی رژیم‌های ارزی طی سال‌های (۲۰۰۰-۱۸۸۰)

(۱۹۱۴-۱۸۸۰)	استاندارد طلا مبتنی بر (تک یا دو فلزی)، اتحادیه پولی، نظام ارزی ثابت مبتنی بر دارایی‌های خارجی، شناور
(۱۹۴۵-۱۹۱۹)	سیستم‌های ارزی مبتنی بر مبادله طلا، شناور، شناور مدیریت‌شده، اتحادیه پولی، کاملاً شناور، شناور مدیریت‌شده
(۱۹۷۱-۱۹۴۶)	میخکوب قابل تعدیل برتوون وودز، شناور (کانادا)، ۲ یا چند نرخی
(۲۰۰۰-۱۹۷۳)	شناور آزاد، شناور مدیریت‌شده، میخکوب قابل تعدیل، میخکوب خزنده، میخکوب به سبدی از ارزها، منطقه یا محدوده هدف، اتحادیه پولی، نظام ارزی ثابت مبتنی بر دارایی‌های خارجی

مأخذ: نتایج تحقیق.

انتخاب رژیم ارزی در قرن گذشته موضوع بسیار ساده‌ای بود. رژیم ارزی در آن زمان بین استاندارد طلا و نظام نرخ ارز ثابت از یک‌سو و پول اعتباری و نرخ شناور از سوی دیگر قرار داشت. درک عمومی این بود که تبعیت از نظام استاندارد طلا، پیروی از سیاست‌های پولی قابل پیش‌بینی و دقیق، حفظ ثبات قیمت‌ها، یکپارچگی مالی و نیز بودجه متوازن را در پی خواهد داشت. همچنین هزینه مبادله با پول‌های مختلف را از بین می‌برد. در سال ۱۹۹۰، بسیاری از کشورها با تغییر جهت از استاندارد نقره و دوفلزی به نظام استاندارد طلا پیوستند. در آن زمان این باور وجود داشت که گذار از نظام استاندارد ثابت به پول اعتباری و نظام شناور به بی‌ثباتی بنیادین پولی و مالی کشورها خواهد انجامید. به‌هرحال پول اعتباری

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-16]

و سیاست‌های نظام شناور در شرایط اضطراری نظیر جنگ و بحران‌های مالی در برخی کشورها دنبال شد. پس از جنگ نیز بازگشت به استاندارد طلا عمر کوتاهی داشت و با رکود بزرگ خاتمه یافت.

آنچه در حال حاضر از تجربه سیستم شناور بین جنگ جهانی اول و دوم به‌نظر می‌رسد، این است که این نظام با بی ثباتی ناشی از سفته‌بازی، فقر و کاهش ارزش پول همراه بوده است (نرکس، ۱۹۴۴).

این تفکر، به خلق سیستم برتون وودز که به‌نوعی سیستم میخکوب قابل تعدیل است در سال ۱۹۴۴ منجر شد. بسیاری از کشورها، پس از سیستم برتون وودز ترتیبات پولی را پذیرفتند که در آن نرخ ارز کشورها با نسبت ثابتی به دلار میخکوب شود. در این نظام دلار به طلا میخکوب شده بود و اجازه داده می‌شد در دامنه ۲/۵ درصد نوسان داشته باشد و کشورها این حق را داشتند که در صورت نابرابری اساسی ارزش پول خود در برابر سایر ارزها آن را تغییر بدهند. اینگونه تصور می‌شد که این سیستم ترکیبی از امتیازات استاندارد طلا و نظام شناور (انعطاف‌پذیری و استقلال) را به‌همراه دارد. به‌هرحال کشورها دریافتند که یافتن نرخ‌های برابری که تراز پرداخت‌ها را در حالت تعادل قرار دهد، کار بسیار دشواری است. علاوه بر این، بحران‌های پولی در اوایل سال‌های اجرای سیستم برتون وودز یک سلسله مباحث در خصوص نظام نرخ ارز ثابت در برابر نظام شناور را ایجاد کرد.

فریدمن (۱۹۵۳) در پاسخ به باور رایج نرکس (۱۹۴۴) نکته جدیدی را در مورد نظام ارزی شناور مطرح نمود. بر اساس نظر فریدمن، شناور بودن نرخ ارز امتیازاتی نظیر استقلال پولی، مصون بودن از شوک‌های واقعی و مشکلات کمتر در مکانیزم تعدیل را به‌همراه دارد. ماندل (۱۹۶۱) با مطرح کردن بحث تحرک سرمایه، تحلیل فریدمن را بسط داد. بر اساس این تحلیل همچنین نظریه فلمینگ (۱۹۶۲)، انتخاب بین نظام ثابت و شناور نرخ ارز، به منشأ شوک‌های اسمی و حقیقی و درجه تحرک سرمایه بستگی دارد. بر اساس این دیدگاه در اقتصادی که از تحرک سرمایه برخوردار است شناوری نرخ ارز، کشور را در برابر شوک‌های واقعی نظیر تغییر در تقاضای صادرات یا رابطه مبادله مصون نگه می‌دارد. نظام نرخ ارز ثابت به‌منظور مقابله با شوک‌های اسمی نظیر تغییر در تقاضای پول مناسب است. مدل مندل- فلمینگ[1] به ۲ رویداد مهم در نظریه مربوط به انتخاب رژیم ارزی یعنی عدم امکان انتخاب همزمان سه‌گانه[2] و دامنه بهینه ارزی منجر شد. بر اساس نظریه سه‌گانه، کشورها امکان انتخاب ۲ گزینه از ۳ گزینه بازار سرمایه باز، استقلال سیاست پولی و نرخ ارز ثابت را دارند.

بر اساس این دیدگاه استاندارد طلا در اجرای بازار سرمایه باز و نظام نرخ ارز ثابت موفق بود، اما استقلال پولی را فراهم نمی‌کرد. این سیستم بین جنگ جهانی اول و دوم دچار فروپاشی شد، زیرا سیاست‌های پولی که برای ایجاد اشتغال کامل اتخاذ شد اهمیت بیشتری پیدا کرد. در نظام برتون وودز

1. Mundell-Fleming Model
2. Trinity or Trilemma

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-16]

نرخ ارز میخکوب و استقلال پولی ترجیح داده شد، اما عدم توجه به کنترل‌های شدید سرمایه موجب شد تا این سیستم در برابر ورود و خروج سرمایه دچار فروپاشی شود. در واکنش به شکست سیستم برتون وودز نظریه سه‌گانه اقتصاددانان را به دیدگاه دوقطبی هدایت کرد. بر اساس دیدگاه دوقطبی با وجود تحرک زیاد سرمایه، تنها انتخاب ممکن میخکوب شدن به نرخ ارز یا شناوری آن است و به این دلیل است که کشورهای پیشرفته در اروپا یا نظام نرخ ارز شناور دارند یا بخشی از اتحادیه پولی اروپا هستند.

دومین موضوع در تئوری انتخاب رژیم ارزی مفهوم دامنه بهینه پولی (OCA) است. دامنه بهینه پولی به‌عنوان یک منطقه جغرافیایی تعریف می‌شود که در آن داشتن یک پول واحد و یک سیاست پولی واحد بهترین گزینه است فرانکل (۱۹۹۹). در مطالعات اقتصادی دامنه بهینه پولی به‌عنوان منطقه بهینه پولی (OCR) نیز شناخته می‌شود و منظور از آن ناحیه جغرافیایی است که در آن کارایی اقتصادی اگر در آن منطقه یک پول واحد وجود داشته باشد حداکثر خواهد شد. منطقه بهینه پولی (OCR) ویژگی‌های بهینه برای ادغام پول‌ها یا ایجاد یک پول جدید را شرح می‌دهد. بر اساس تئوری دامنه بهینه پولی، منافع ناشی از نرخ ارز ثابت به نسبت درجه یکپارچگی بین کشورها افزایش می‌یابد. ضابطه دیگر انتخاب رژیم ارزی بر پایه مفهوم لنگر ارزی بنا می‌شود. این معیار فارغ از موضوع منافع ناشی از ادغام در برابر منافع ناشی از استقلال پولی است. بر اساس این معیار در محیطی که تورم بالاست (دهه‌های ۱۹۸۰-۱۹۷۰) میخکوب شدن به کشوری که تورم پایین دارد به‌عنوان یک مکانیزم اولیه برای کنترل انتظارات تورمی مورد استفاده قرار می‌گیرد (بارو و گوردن، ۱۹۸۳). طبق مدل انتظارات عقلایی، افزایش در عرضه پول، یک تورم قابل پیش‌بینی را ایجاد می‌کند که در کاهش بیکاری بی‌تأثیر است. این در حالی است که فقط ایجاد یک مکانیزم الزام‌آور قبلی یا وضع یک قانون پولی می‌تواند مانع بروز رفتارهای ناسازگار سیاستگذاران اقتصادی در چنین زمان‌هایی شود. همچنین یک نرخ ارز میخکوب شده ممکن است در یک اقتصاد باز بتواند موجب تسهیل زمینه‌های اتخاذ چنین توافقاتی شود. این مسئله در دهه ۱۹۸۰ در اروپا به ایجاد مکانیزم نرخ ارز اروپایی (ERM) منجر شد و در دهه ۱۹۹۰ به پیدایش رژیم نرخ ارز ثابت مبتنی بر دارایی‌های خارجی و میخکوب شدید در کشورهای درحال گذار و نوظهور انجامید. این عقیده وجود دارد که در مورد میخکوب‌های شدید نرخ ارز (نظیر رژیم نرخ ارز ثابت مبتنی بر ذخایر ارزی و دلاریزه کردن) ترس و نگرانی از بحران‌های پولی وجود ندارد (چنگ و ولاسکو، ۲۰۰۱).

علاوه‌بر این، بسیاری از کشورهای نوظهور به لحاظ مالی توسعه‌یافته نیستند و ممکن است که تجربه تورم بالا و بی‌انضباطی مالی داشته باشند. در این‌صورت این کشورها ممکن است یا قادر نباشند در بلندمدت از منابع داخلی خود تأمین مالی کنند و یا اگر از طریق وام گرفتن از خارج تأمین مالی کنند این منابع بر حسب پول‌های خارجی نظیر دلار خواهد بود.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-16]

۳. انتخاب رژیم ارزی از نقطه‌نظر اندازه‌گیری و اجرا

برای انتخاب رژیم ارزی، داشتن شواهد تجربی در مورد عملکرد اقتصادی این رژیم ها بسیار مهم است. مطالعات فراوانی برای پاسخ به این پرسش که کدام رژیم ارزی بهترین عملکرد را دارد، در دسترس هستند. به‌هرحال قبل از پرداختن به این مطالعات، نخست می‌بایست رژیم‌های ارزی دسته‌بندی شوند. دو نوع طبقه‌بندی رژیم ارزی وجود دارد:

- دسته‌بندی بر اساس رژیم ارزی رسمی[1] و حقیقی[2]

- دسته‌بندی که تحت‌عنوان ترس از شناوری و بی‌اعتباری سیاست‌های اظهاری شناخته شده و توسط کالو و رینهارت (۲۰۰۰) و لوی- یی یاتی شوارتزینگر (۲۰۰۱) و بر حسب رفتار کشورها ارائه شده است.

گزارش‌های سالانه صندوق بین‌المللی پول در خصوص ترتیبات نرخ ارز و محدودیت‌های آن، منبع اصلی اطلاعات در خصوص سیاست‌های ارزی است که توسط کشورها دنبال می‌شود. این نوع طبقه‌بندی می‌تواند برای بسط و تکامل ترتیبات ارزی در طول زمان، عوامل تعیین‌کننده انتخاب رژیم ارزی توسط کشورها و نیز وابستگی ترتیبات نرخ ارز و عملکرد اقتصادی‌شان به‌کار رود. از آنجا که در این روش سیاست‌های نرخ ارزی که توسط کشورها اظهار می‌شود به‌عنوان آنچه که واقعاً از آن پیروی می‌کنند، تلقی می‌شود، این روش به طبقه‌بندی رسمی معروف است. اگرچه پس از دوره برتون وودز هیچ کشوری الزامی به پایبندی به آنچه که به‌عنوان رژیم ارزی خود اظهار می‌کند، ندارد. ذکر این نکته ضروری است که گرچه کشورها ممکن است سیاست نرخ ارز خاصی را انتخاب کنند اما لزوماً سیاست‌های سازگار با آن را دنبال نمی‌کنند. به‌عنوان مثال، در طول دوره استاندارد طلا بانک انگلستان اجازه نمی‌داد تا رابطه یک به یکی بین جریان طلا و عرضه پول وجود داشته باشد. بعداً در طول دوره برتون وودز کشورها از طریق عقیم‌سازی فعال مانع تأثیرگذاری تغییرات ذخایر ارزی خود بر وضعیت پولی داخلی‌شان شدند. علاوه بر این، در (۱۵-۱۰) سال ابتدای دوره برتون وودز بسیاری از کشورها محدودیت‌های سختی را بر نرخ ارز رسمی اعمال کردند که در نتیجه آن بازار موازی گسترش پیدا کرد. اختلاف نرخ‌های ارز در این بازارها با نرخ ارز رسمی اعلامی بسیار زیاد بود. به‌دلیل تفاوت‌هایی که بین سیاست‌های اعلامی کشورها و آنچه در عمل اتخاذ می‌کنند وجود دارد، اخیراً طبقه‌بندی جدیدی از ترتیبات نرخ ارز پدیدار شده است.

نیاز به این طبقه‌بندی جدید در زمان بحران آسیا که تفاوت بین رژیم‌های نرخ ارز واقعی و گزارش شده کاملاً آشکار گردید، اهمیت بسیاری یافت. معروف‌ترین طبقه‌بندی توسط رینهارت و راگاف (۲۰۰۴)

1. De jure
2. De facto

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-16]

و لوی- یی یاتی- شوارتزینگر (۲۰۰۵) صورت گرفت. این طبقه‌بندی‌ها در جزئیات ممکن است تفاوت داشته باشند، اما همه بر رفتار واقعی نرخ ارز تأکید دارند. به‌عبارت دیگر در طبقه‌بندی جدید آنچه که کشورها در عمل انجام می‌دهند ملاک عمل قرار می‌گیرد نه آنچه در گزارش‌ها اظهار می‌شود. به این ترتیب این طبقه‌بندی به‌عنوان ترتیبات ارزی حقیقی معروف است. به‌نظر می‌رسد طبقه‌بندی حقیقی جدید به‌طور کامل جانشین طبقه‌بندی رسمی شده است. این اتفاق ممکن است یکی از نتایج یافته‌های رینهارت و راگاف (۲۰۰۴) در نظر گرفته شود که بیان می‌کنند تکیه کردن به آنچه کشورها در مورد شناوری یا میخکوب بودن نظام ارزی خود ادعا می‌کنند واقعاً مانند تکیه کردن به نتایج انداختن یک تاس است، حتی اگر نتیجه به‌کارگیری الگوریتم طبیعی (که اساس طبقه‌بندی حقیقی است) به آنچه که آنها گفته‌اند منجر شود. این نشان می‌دهد که اگر طبقه‌بندی حقیقی نظام‌های ارزی صحیح باشد، استفاده از طبقه‌بندی رسمی با هدف درک انتخاب رژیم ارزی و پیامدهای آن اساساً بی‌ارزش است.

با این‌حال نمونه‌های بسیاری هم وجود دارد که به رفتار واقعی نرخ ارز می‌نگرند، اما این شیوه از طبقه‌بندی به‌طور قطع تصویر صحیحی از آنچه که مقامات پولی یک کشور واقعاً انجام می‌دهند ارائه نمی‌دهد. به‌عنوان مثال طبق ادعای بانک ملی سوئیس و باور بسیاری از مشاهده‌کنندگان مناسب‌ترین عنوان برای رژیم ارزی این کشور، شناور است. در عین‌حال الگوریتم طبیعی که بر رفتار واقعی نرخ ارز در رابطه با مارک آلمان یا یورو متمرکز است، این نوع ترتیبات ارزی را به‌عنوان رژیم ارزی به‌شدت مدیریت‌شده طبقه‌بندی می‌کند. بر اساس طبقه‌بندی رینهارت و راگاف (۲۰۰۴) بین سپتامبر سال ۱۹۸۱ تا اواخر سال ۲۰۰۱، فرانک سوئیس از یک محدوده خزنده حقیقی که کمتر از یا برابر با ۰/۰۲+/- است، پیروی می‌کند. در حقیقت، ویژگی سیاست پولی این کشور (که در راستای حفظ ثبات نرخ بهره است) موجب گمراهی می‌شود. مثال دیگر، در مورد کاناداست که به مدت ۳۰ سال بین ژوئن سال ۱۹۷۰ تا دسامبر سال ۲۰۰۱ به‌عنوان رژیم ارزی خزنده در دامنه معین طبقه‌بندی شد.

مثال سوئیس برای دو کشوری که از سیاست‌های پولی مشابه و قوانین تیلور برای نرخ بهره کوتاه‌مدت پیروی می‌کنند، قابل تعمیم است. اگر دو کشور هدفگذاری مشابهی برای نرخ تورم داشته باشند و هر دو کشور سطح یکسانی از شکاف بین تولید ملی محقق و تولید در سطح اشتغال کامل را پذیرفته باشند، سیاست‌های پولی آنها به نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت بسیار مشابهی منجر خواهد شد. تحت چنین شرایطی به‌دلیل یکپارچگی بازارهای مالی نرخ ارز انتظاری بین دو کشور ثابت خواهد ماند و تجارت بر پایه چنین انتظاراتی شکل می‌گیرد و به نرخ برابری ثابتی بین ارزش پول دو کشور منجر خواهد شد. از این نظر طبقه‌بندی این دو کشور بر مبنای روش طبقه‌بندی حقیقی رژیم‌های ارزی (به‌دلیل ثابت بودن نرخ برابری ارزش پول دو کشور رژیم‌های ارزی آنها را ثابت ارزیابی می‌کند) در حالی‌که سیاست‌های پولی

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-16]

بانک‌های مرکزی دو کشور ناظر بر نرخ ارز ثابت نبوده است و طبقه‌بندی حقیقی از رژیم‌های ارزی قادر نخواهد بود که ماهیت شناور آزاد ترتیبات نرخ ارز بین دو کشور را تشخیص دهد.

بدون شک طبقه‌بندی جدید ترتیبات نرخ ارز مهم است و منجر به ارزیابی مجدد بسیاری از یافته‌های مربوط به تکامل و عملکرد رژیم‌های ارزی می‌شود. به‌هرحال این موضوع نباید موجب نادیده گرفتن وضعیت کشورها از نقطه‌نظر سیاست‌های نرخ ارزی که به‌طور رسمی اعلام می‌کنند، بشود. طبقه‌بندی قدیمی (رسمی) هنوز برای پاسخ به برخی پرسش‌ها مناسب است. در مورد این موضوع اتفاق‌نظر وجود دارد که اتخاذ رژیم نرخ ارز شناور، استراتژی سیاست پولی را تعیین نمی‌کند. به این ترتیب کاملاً این امکان وجود دارد که سیاست پولی که توسط یک کشور در چارچوب رژیم نرخ ارز شناور دنبال می‌شود به نرخ ارز ثابت منجر شود؛ همانطور که مثال سوئیس نشان داد. به‌طور کلی، اگر ما به تشریح رژیم سیاست پولی یک کشور علاقمند باشیم آنچه بانک مرکزی به عامه مردم می‌گوید ممکن است مهم باشد. فرض کنید بانک مرکزی یک کشور ادعا کند که رژیم ارزی میخکوب خزنده دارد، در این صورت عوامل اقتصادی احتمالاً رفتار متفاوتی را نسبت به زمانی‌که رژیم ارزی شناور آزاد اعلام شود، از خود نشان خواهند داد. به‌عنوان مثال التزام صریحی که بانک مرکزی یک کشور در مورد نرخ ارز می‌دهد ممکن است رفتار سفته‌بازانه‌ای را در پی داشته باشد که این رفتار بر اساس آن شکل گرفته که بانک مرکزی نمی‌خواهد یا نمی‌تواند به این الزام پایبند باشد. همچنین، این احتمال وجود دارد که ادغام بیشتر یک کشور در بازارهای مالی بین‌المللی موجب شود که بانک مرکزی یک کشور در رابطه با نرخ ارزی که در معرض وقایع پیش‌بینی نشده یا شوک‌های احتمالی بی‌ثبات‌تر قرار دارد تعهدات کمرنگ‌تری بپذیرد. در این مورد بانک مرکزی ممکن است در وهله اول از اینکه تعهدی نسبت به نرخ ارز معینی بدهد اجتناب کند و این امر منجر به بروز خلائی در رابطه با دورنمای نرخ ارز شود[1] (هال، ۲۰۰۸). با این وجود، همان بانک مرکزی ممکن است به این نتیجه برسد که به‌منظور محدود کردن نوسانات واقعی نرخ ارز پذیرش چنین تعهداتی مطلوب است زیرا این نوسانات اثرات نامطلوبی بر عملکرد اقتصادی خواهند داشت. به این ترتیب اگر به رفتار حقیقی نرخ ارز توجه کنیم آنچه که کالو و رینهارت آن را ترس از شناوری نرخ ارز نامیدند وجود دارد و وقتی بر اساس سیاست‌های اعلامی بانک مرکزی قضاوت کنیم ترس از ثابت نگاه داشتن نرخ ارز وجود خواهد داشت.

دلایل متعددی وجود دارد که چرا کشورها در حقیقت نرخ ارز ثابت دارند یا به‌نظر می‌رسد نرخ ارز ثابت دارند، بدون اینکه آن کشورها تعهدی در مورد نظام ثابت نرخ ارز داده باشند. یکی از مثال‌ها

۱. این فرضیه که به نام (Hollowing Out) شناخته شده به این معناست که کشورها کمتر به ترتیبات نرخ ارزی که آنها را به نرخ ارز هدفگذاری قبلی‌شان متعهد کند، رغبت دارند مگر اینکه سیستم نرخ ارزشان سیستم میخکوب شدید باشد.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-16]

کشور سوئیس است که در آن نرخ ارز با ثبات در بازار، اثر جانبی استراتژی سیاست پولی است که در این استراتژی نرخ ارز یکی از متغیرهای بی‌شماری است که بانک مرکزی می‌بایست آن را رصد کند.

دومین دلیلی که در این خصوص مطرح می‌شود آن است که بانک مرکزی به این موضوع آگاه است که اقتصاد گاهی از شوک‌هایی متأثر می‌شود که نیازمند تعدیلات قابل‌توجه نرخ ارز است و بانک مرکزی نمی‌خواهد به یک نرخ ارز مشخص که ممکن است فرایند تعدیل را دشوار کند متعهد شود.

سومین دلیل برای عدم اعلام نسبت دو نرخ ارز، ترس از آن است که این نرخ هدف سفته‌بازان قرار گیرد و ارزش پول ملی کاهش یابد.

این مباحث نشان می‌دهد که به‌منظور درک چگونگی اثرگذاری ترتیبات نرخ ارز بر عملکرد اقتصادی، توجه به هر دو نوع طبقه‌بندی رسمی و حقیقی ضروری است. طبقه‌بندی ترتیبات نرخ ارز در جدول زیر بهتر قابل درک است.

جدول۳. طبقه‌بندی ترتیبات نرخ ارز

		طبقه بندی حقیقی	
		ثابت	**شناور**
طبقه‌بندی رسمی	ثابت	A	B
	شناور	C	D

مأخذ: نتایج تحقیق.

خانه‌های A و D مواردی را نشان می‌دهد که طبقه‌بندی نرخ ارز هم بر اساس آنچه در واقع در بازار اتفاق می‌افتد و هم آنچه توسط مقامات کشور اعلام شده یکسان می‌باشد. خانه B رژیم نرخ ارزی را نشان می‌دهد که سیستم نرخ ارز توسط بانک مرکزی ثابت اعلام شده، اما در عمل نوسانات نرخ ارز وجود دارد و این عدم پایبندی از سوی بانک مرکزی پیامدهای منفی را برای اقتصاد در پی خواهد داشت. خانه C ترس از شناوری نرخ ارز را نشان می‌دهد که کالو و رینهارت نیز به آن اشاره کرده‌اند.

مطالعات فراوانی وجود دارد که این مسئله را مورد آزمون قرار می‌دهند که آیا طبقه‌بندی رسمی همه اطلاعات مربوط به رفتار حقیقی نرخ ارز را منعکس می‌کند یا نه. به‌عنوان مثال، یکی از این مطالعات توسط کاررا و ولتین (۲۰۰۲) انجام شده که رابطه بین نوسان نرخ ارز حقیقی مؤثر و نرخ ارز اسمی را بررسی می‌کند. آنها از هر دو نوع طبقه‌بندی رسمی و حقیقی استفاده کرده و تفاوت‌های معناداری بین تغییرات نرخ ارز در طبقه‌بندی رسمی و حقیقی یافتند. به‌ویژه به‌نظر می‌رسد که نوسانات نرخ ارز حقیقی در سیستم‌هایی که به‌صورت رسمی شناور اعلام شده اما در عمل ثابتند، بسیار بیشتر از سیستم‌های نرخ ارزی است که هم به‌طور رسمی و هم در عمل شناور یا ثابتند. این مسئله نشان می‌دهد انجام آنچه که

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-16]

مقامات پولی رسماً اعلام می‌کنند، در مقایسه با آنچه که می‌تواند متفاوت از سیاست‌های اعلامی تفسیر شود، نوسانات پایین‌تری را در نرخ ارز موجب خواهد شد.

در مطالعه دیگری، آل‌سینا و واگنر (۲۰۰۳) توضیح دادند که چرا در برخی کشورها بین آنچه عمل می‌کنند و آنچه که اعلام می‌کنند تفاوت وجود دارد. آنها تفاوت‌هایی را در کیفیت نهادهای پولی یافتند و شواهدی را پیدا کردند که نشان می‌داد در کشورهایی که سیستم نرخ ارز خود را ثابت اعلام می‌کنند، اما سیستم نرخ ارزشان در عمل شناور است (نظیر خانه B) کیفیت نهادهای قانونی بدتر از کشورهایی است که بر اساس طبقه‌بندی حقیقی سیستم نرخ ارز ثابت دارند، اما به‌صورت رسمی آن را شناور اعلام کرده‌اند (نظیر خانه C). آنها تفسیر کردند که هر دو گروه نگران این هستند که نوسانات شدید نرخ ارز (به‌ویژه از لحاظ کاهش ارزش پول) از سوی عوامل بازار به‌عنوان نمادی از ضعف مدیریتشان شمرده شود. به‌عبارت دیگر هر دو گروه تلاش می‌کنند نرخ ارز را بیش از آنچه به‌طور رسمی گزارش کرده‌اند میخکوب کنند تا علائم ثبات را مخابره کنند.

راگاف و همکاران (۲۰۰۳)، هر دو رویکرد را از نقطه‌نظر هزینه فایده بررسی و ظرفیت‌های عملی هر یک از طبقه‌بندی‌ها را بررسی کرده‌اند. آنها کشورهای عضو صندوق بین‌المللی پول را بر اساس تجربه نرخ ارز به ۳ دسته تقسیم کردند؛ کشورهای در حال توسعه با دسترسی محدود به بازارهای سرمایه، کشورهای نوظهور با دسترسی آزاد به بازارهای سرمایه و کشورهای پیشرفته. این مطالعه دوام رژیم‌های ارزی از نظر تاریخی[1] و عملکرد رژیم‌های جایگزین ارزی را با تمرکز بر کشورهای در حال توسعه و نوظهور بررسی می‌کند.

آنها عنوان می‌کنند که دیدگاه دوقطبی نرخ ارز که محبوبیت پیدا کرده نه‌تنها توصیف دقیقی از گذشته ارائه نمی‌کند، بلکه طرحی نیز برای دهه آینده ارائه نمی‌دهد. گرچه یافته‌ها تأیید می‌کنند به میزانی که کشورهای نوظهور به جهت سازمانی و اقتصادی توسعه می‌یابند، نیاز پیدا می‌کنند که اتخاذ سیستم ارزی انعطاف‌پذیری را مدنظر قرار دهند. همچنین، آنها نتیجه‌گیری می‌کنند که رژیم‌های ارزی ثابت یا نسبتاً انعطاف‌ناپذیر در کشورهای فقیر عملکرد بدی نداشته‌اند. برای کشورهایی که بازارهای مالی‌شان توسعه کمی دارند و بازارهای سرمایه‌شان بسته است، به‌نظر می‌رسد نرخ ارز ثابت تا حدی به این کشورها اعتبار می‌دهد بدون آنکه رشد اقتصادی بسیاری را از دست بدهند، البته با این شرط مهم که سیاست‌های پولی در هماهنگی با بازار موازی مانع نوسان شدید آن شود. آنها همچنین به این موضوع اشاره می‌کنند که برای کشورهای پیشرفته‌ای که عضو یک اتحادیه پولی نیستند به‌نظر می‌رسد

1. Historical Durability

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-16]

انعطاف‌پذیری نرخ ارز امکان رشد بیشتری را بدهد، بدون اینکه بخواهند خودشان را به ابزارهایی نظیر استقلال بانک مرکزی و موضع ضد تورمی شفاف مسلح کنند.

گاش و همکاران (۲۰۰۲)، داده‌های ترکیبی ۱۴۷ کشور در دوره سی‌ساله (۱۹۹۹-۱۹۷۰) را به‌کار می‌برند. آنها نتیجه می‌گیرند که بر اساس طبقه‌بندی صندوق بین‌المللی پول کشورهایی که پول ملی‌شان را میخکوب کرده‌اند، در مقایسه با کشورهایی که رژیم‌های ارزی میانه‌ای چون میخکوب خزنده یا شناور مدیریت‌شده دارند، تورم پایین‌تری را تجربه کرده‌اند. در این میان تنها استثنا کشورهای پیشرفته هستند. با یک طبقه‌بندی بهتر از رژیم‌های ارزی. آنها نتیجه می‌گیرند کشورهایی که پول ملی‌شان را به‌سختی میخکوب کرده‌اند، پایین‌ترین نرخ تورم را دارند و سایر رژیم‌های ارزی میخکوب شده هنوز در مقایسه با رژیم‌های انعطاف‌پذیرتر نرخ تورم پایین‌تری دارند.

یافته‌های لوی- یی یاتی و شوارتزینگر (۲۰۰۱) با نتایج مطالعه گاش و همکاران (۲۰۰۲) تفاوت چندانی ندارد. آنها با طبقه‌بندی خودشان نتیجه می‌گیرند که در مورد اقتصادهای غیرنفتی صرف‌نظر از نظام ارزی که طی سال‌های (۱۹۹۹-۱۹۷۴) داشته‌اند اختلاف کمی در مورد نرخ تورمشان وجود دارد. البته این موضوع در مورد کشورهایی که نرخ ارزشان را به‌شدت میخکوب کرده‌اند، همچنین در مورد کشورهایی که حداقل برای ۵ سال میخکوب ملایم[1] داشته‌اند صادق نیست و این کشورها در مقایسه با کشورهایی که از سایر ژیم‌های ارزی پیروی می‌کنند، تورم پایین‌تری را تجربه کرده‌اند.

بلینی و فرانسیسکو (۲۰۰۵)، نتایجی مشابه یافته‌های لوی- یی یاتی- شوارتزینگر (۲۰۰۱) و گاش و همکاران (۲۰۰۲) به‌دست آوردند. به این ترتیب که میخکوب شدید نرخ ارز به‌طور معناداری با تورم پایین‌تر همراه می‌شود. اگرچه در مورد کشورهایی که تورم پایدار و مستمر دارند صرف‌نظر از اینکه رژیم ارزی‌شان میخکوب ملایم یا شناور باشد، اختلاف کمی بین نرخ‌های تورم وجود دارد.

نتیجه مطالعه حسین و همکاران (۲۰۰۵) نشان می‌دهد در کشورهای در حال توسعه (بجز بازارهای نوظهور) انعطاف‌پذیری نرخ ارز با تورم بالاتر همراه می‌شود، اما یافته‌های آنها تفکیکی بین میخکوب شدید و ملایم نرخ ارز و رابطه آن با تورم قائل نمی‌شود. بلینی و فرانسیسکو (۲۰۰۷) رابطه بین رژیم‌های ارزی و عملکرد کلان اقتصادی را مورد بررسی قرار می‌دهند. آنها یک طبقه‌بندی رسمی و ۴ رژیم ارزی که بر اساس رفتار حقیقی نرخ ارز تبیین شده است را به‌کار می‌برند و رابطه آنها را با تورم و رشد اقتصادی در کشورهای در حال توسعه بررسی می‌کنند. آنها نتیجه می‌گیرند که میخکوب شدید نرخ ارز از نقطه‌نظر کنترل تورم سودمند است، اگرچه نرخ های ارز شناور در مقایسه با میخکوب ملایم همیشه با نرخ تورم بالاتر همراه نیست. به‌علاوه اگر رژیم‌های ارزی بر اساس الگوریتم حقیقی

1. Soft Peg

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-16]

طبقه‌بندی شوند، در این صورت هر همراهی آشکاری بین تورم و رژیم ارزی می‌تواند به‌عنوان محصول فرعی الگوریتم‌های مختلف در نظر گرفته شود که البته می‌تواند کاملاً پیچیده بوده و رژیم‌های ارزی مختلف را در گروه‌های متفاوتی قرار دهد.

۴. انتخاب بهترین رژیم ارزی

پس از پرداختن به مباحث مربوط به سیر تاریخی رژیم‌های ارزی و طبقه‌بندی رژیم‌های مختلف، لازم است به این پرسش پاسخ داده شودکه کدام‌یک از ترتیبات ارزی بهترین گزینه هستند؟ پیش از پاسخ دادن به این پرسش، این نکته مهم است که مزایا و معایب نظام های شناور و ثابت مشخص شوند.

سه دلیل برای برتری نرخ ارز ثابت عنوان می‌شود. نخستین دلیل نوسانات غیرقابل پیش بینی نرخ ارز شناور هم در کوتاه‌مدت و هم در بلندمدت می‌باشد. اگرچه هزینه‌های مربوط به نوسانات نرخ ارز به‌سختی قابل کمی کردن هستند، با این‌حال بسیاری از اقتصاددانان بر این باورند که نااطمینانی نرخ ارز تجارت جهانی را کاهش می‌دهد، انگیزه سرمایه‌گذاری را کم می‌کند و مشکلات مردم را در مواجهه با بیمه کردن سرمایه انسان‌شان، در بازارهای ناقص دارایی‌ها تشدید می‌کند (آبسفیلد و راگاف ۱۹۹۵). به‌علاوه کارگران و واحدهای اقتصادی از نوسانات طولانی نرخ ارز آسیب دیده و اغلب تحت چنین شرایطی از دولت‌هایشان می‌خواهند که آنها را در برابر واردات حمایت نمایند.

بخش عمده‌ای از اشتیاق وحدت پولی در اتحادیه اروپا ناشی از این باور است که نرخ ارز قفل شده به یورو منافع کشورها را در یک بازار یکپارچه حداکثر می‌کند و تغییرات اغواکننده نرخ ارزی را که موجب تغییر وضعیت رقابتی اعضای اتحادیه اروپا شده و به طریق اولی اجماع سیاسی برای تجارت آزاد درون اتحادیه اروپا را تخریب می‌کند، از بین می برد. دقیقاً باورهای شبیه این بود که طراحان سیستم برتون وودز را بر آن داشت خواهان نرخ ارز ثابت باشند.

دومین دلیل برای انتخاب نرخ ارز ثابت این است که میخکوب شدن به پول کشوری که تورم پایین‌تری دارد به مهار فشار تورم کمک خواهد کرد، خواه این تورم ناشی از کسری شدید بودجه دولت و خواه ناشی از تصمیمات بخش خصوصی در تنظیم قیمت و دستمزد باشد. منطق اساسی پشت این دلیل آن است که سیاست اعلامی میخکوب کردن نرخ ارز می‌تواند به‌عنوان فرایند التزام دولت جهت مقاومت کردن در برابر وسوسه سیاست‌های انبساطی پولی شدید و یا حتی پیشقدم شدن برای عدم اتخاذ چنین سیاستی تلقی شود (آبسفیلد و راگاف، ۱۹۹۵).

سومین دلیلی که برای به‌کارگیری سیستم میخکوب نرخ ارز در یک کشور به‌کار می‌رود این است که برخی کشورها یک دوره کاهش قیمت را پس از دوره‌ای از بی‌ثباتی قیمت‌ها تجربه کرده‌اند.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-16]

برای چنین کشورهایی رژیم نرخ ارز ثابت از آن جهت جذابیت دارد که لنگر قیمتی را برای تجارت کالا ایجاد می‌کند و یک معیار راهنما برای بخش خصوصی جهت پیش‌بینی تورم در آینده و برنامه‌ریزی متناسب با آن فراهم می‌نماید (برانو، ۱۹۹۱).

به‌هرحال دنیا در حال حرکت به سمت رژیم‌های ارزی شناور است و این قاعده‌ای پذیرفته شده در کشورهای پیشرفته می‌باشد. استثنای اصلی برای این الگو به‌نظر می‌رسد که اتحادیه‌های پولی نظیر اتحادیه پولی اروپا هستند که در آن کشورهای اروپایی که متشکل از تعدادی از کشورهای کوچک و باز هستند به‌طور عمده به دلایل سیاسی با هم متحد شده‌اند. تحلیل ما تا حدی با نظریه فرانکل (۱۹۹۹) هم‌جهت است. وی اظهار می‌کند که هیچ رژیم ارزی واحدی که بتواند به‌عنوان بهترین رژیم ارزی شناخته شود، وجود ندارد و حتی برای یک کشور هم برای همیشه یک رژیم ارزی نمی‌تواند بهترین گزینه باشد.

انتخاب بین میخکوب شدید و رژیم ارزی شناور تا حدی به ویژگی‌ها و خصوصیات اقتصادی یک کشور و تا حدی به تاریخچه تورمی آن بستگی دارد. انتخاب رژیم میخکوب شدید برای کشورهایی معنا دارد که یا با تاریخ طولانی بی‌ثباتی پولی مواجه بوده‌اند و یا برای کشورهایی که از نقطه‌نظر تبادلات مالی حساب جاری و حساب سرمایه با یک یا گروهی از کشورها یکپارچه شده باشند. به‌هر حال اگرچه دنیا در حال حرکت به سمت نظام‌های ارزی شناور است، رژیم‌های میانه بخش بزرگی از ترتیبات ارزی را به خود اختصاص می‌دهند. موارد اصلی دیگری که در مقابل رژیم‌های میانه ارزی قابل طرح بوده‌اند، تجربه رژیم میخکوب قابل تعدیل در چارچوب سیستم برتون وودز بود که با حملات سفته‌بازانه دچار فروپاشی شد و ترتیبات ارزی میخکوب خزنده که پس از بحران‌های اخیر آسیا این کشورها را به‌طور گسترده‌ای با استفاده از آن درگیر کرد.

در واکنش به آن، تجربه بسیاری از کارشناسان نظریه دوقطبی را به‌عنوان گزینه قابل انتخاب ارائه کرده‌اند. علاوه بر این، نظریه ترس از شناوری موجب شده بسیاری از اقتصادهای نوظهور به‌جای حرکت به سمت نظام شناور به سمت رژیم‌های میخکوب شدید حرکت کنند. در عین حال در دلاریزه شدن و سیستم‌های مبتنی بر دارایی‌های خارجی، کاستی‌های جدی وجود دارد که عمده‌ترین آن فقدان یک مقام پولی به‌عنوان قرض‌دهنده و پناهگاه نهایی برای دفع شوک‌های خارجی است لاراین و ولاسکو (۲۰۰۱). به‌علاوه، اتحادیه‌های پولی که قادرند بر این مشکلات فائق آیند، خود به توافقات سیاسی قابل‌توجهی نیازمندند که بتوانند از طریق آن خود را در مقابل شوک‌های ناگزیری که در طول زمان حادث می‌شود محافظت کنند (بوردو و جونانگ، ۲۰۰۰). با در نظر گرفتن آنچه که در مورد انتخاب رژیم ارزی گفته شد، برای کشورهای نوظهوری که هنوز به لحاظ مالی به میزان کافی توسعه نیافته‌اند و آمادگی لازم برای انتخاب رژیم‌های ارزی شناور را ندارند ترتیبات ارزی میانه گزینه قابل انتخابی است که می‌تواند به‌کار گرفته شود.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-16]

یکی از این ترتیبات که می‌تواند توسط چنین کشورهایی مورد استفاده قرار گیرد، برنامه رژیم شناور ارزی مدیریت‌شده است که توسط موریس گلداستین (۲۰۰۲) ارائه شده است. این طرح مکمل هدفگذاری تورم و استقلال بانک مرکزی است که تعدادی از اقتصادهای پیشرفته جهان (نظیر سوئد، نیوزلند و کانادا) دنبال می‌کنند. این طرح اجازه مداخله در بازار ارز را به‌منظور خنثی کردن اثر شوک‌های موقت می‌دهد. همچنین، این طرح یک سیستم گزارش‌دهی فراهم می‌کند که از طریق آن هم میزان ارز در دسترس و هم مخاطرات مربوط به بدهی‌های خارجی را پشتیبانی نماید. ضمن آنکه شاید این رژیم ارزی بتواند زمینه اتخاذ یک استراتژی سلسله‌مراتبی جهت باز کردن بازارهای مالی داخلی به روی جریانات سرمایه خارجی را مهیا کند. در نهایت هنوز برای کشورهایی که به لحاظ سیاسی و اقتصادی به‌شدت یکپارچه‌اند و یا اقتصادهای کوچک و باز دارند اتحادیه پولی گزینه قابل انتخاب است.

۵. انتخاب رژیم ارزی برای امارات متحده عربی

امارات متحده عربی که زمانی به‌عنوان کشوری در ناحیه بیابانی فقیر و بدون هیچ شرایطی برای کشاورزی شناخته می‌شد در حال انتقال به کشوری با زیربناهای مدرن و سطح استاندارد بالاست. درآمد حاصل از صادرات نفت بیش از $\frac{۱}{۳}$ تولید ناخالص داخلی آن را تشکیل می‌دهد و قیمت نفت همبستگی بالایی با رشد و عملکرد اقتصادی این کشور دارد. درهم امارات برای نخستین‌بار در سال ۱۹۷۳ جریان پیدا کرد و در آن زمان ارزش آن در برابر دلار آمریکا معادل ۳/۹۴۷۳۷ واحد بود. درهم امارات در عمل از نوامبر ۱۹۸۰ به دلار آمریکا میخکوب شد و از فوریه سال ۲۰۰۲ به‌طور رسمی اعلام شد که پول این کشور به دلار میخکوب شده است. از نوامبر سال ۱۹۹۷ تا کنون نقطه میانه (نرخ رسمی خرید و فروش درهم) معادل ۳/۶۷۲۵ بوده است.

به‌هرحال بر اساس گفته برخی از محققان به‌هم پیوستگی دلار و درهم زمینه‌ای را فراهم نموده که کاهش ارزش اخیر دلار آمریکا، اثر منفی خود را متوجه برابری قدرت خرید درهم امارات در برابر پول سایر کشورها کند. در حال حاضر پرسش‌هایی در رابطه با رژیم ارزی امارات متحده عربی مطرح شده که از میان آنها دو دیدگاه به‌وضوح قابل تشخیص است. دیدگاه نخست که دیدگاه مقامات پولی این کشور است (توسط مقامات بانک مرکزی امارات مطرح می‌شود) خواستار تداوم میخکوب ماندن نرخ ارز این کشور به دلار است. دیدگاه دوم دیدگاه‌های محققانی است که در حمایت از عدم میخکوب کردن به دلار و پذیرفتن یک نرخ ارز انعطاف‌پذیر عنوان می‌شود. هدف این بخش انتخاب نرخ ارز مناسب برای امارات متحده عربی است. با توجه به پیشینه مباحث مربوط به مزایا و معایب رژیم‌های ارزی که در بخش قبل به آن پرداخته شد، بسیاری از این مطالعات نتیجه گرفته‌اند که در کشورهای در حال توسعه رژیم‌های ارزی شناور در مقایسه با

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-16]

رژیم‌های ارزی ثابت با نرخ تورم بالاتری مواجه هستند. بلینی و فرانسیسکو (۲۰۰۵)، گاش و همکاران (۲۰۰۲)، حسین و همکاران (۲۰۰۵) و لوی- یی یاتی- شوارتزینگر (۲۰۰۱).

با توجه به خصوصیات اقتصادی امارات متحده که شامل ۳ ویژگی اصلی کوچک بودن اقتصاد، باز بودن آن و شوک‌های اسمی داخلی ناشی از انبساط شدید پولی است، رژیم ارزی ثابت برای درهم مورد نیاز است. البته می‌بایست در نظر داشت که عامل تورم، هم حمایت از رژیم ارزی ثابت و هم رژیم شناور را توجیه می‌کند. در عین حال، امارات متحده عربی با ۴ عامل یعنی عدم تعادل قابل‌توجه در حساب‌های خارجی (در سال ۲۰۰۶ مازاد حساب جاری ۲۱ درصد تولید ناخالص داخلی بود)، تحرک سرمایه، شوک‌های اسمی خارجی و شوک‌های داخلی و خارجی حقیقی مواجه است که این عوامل از رژیم انعطاف‌پذیر حمایت می‌کنند. انتخاب رژیم ارزی بر مبنای این عوامل نیازمند اطلاعات کاملی در مورد وضعیت آنهاست و تنها به یک عامل بستگی ندارد. علاوه بر این، به اهداف سیاستگذاران نیز بستگی دارد. اگر هدف کاهش نرخ تورم باشد، رژیم نرخ ارز ثابت گزینه مناسب‌تری است. اگر هدف به تعادل رساندن تراز پرداخت‌ها باشد، نرخ ارز انعطاف‌پذیر گزینه مناسب‌تری است. اگر وزن همه این عوامل ثابت در نظر گرفته شود، احتمالاً از بین رژیم ارزی ثابت و شناور گزینه دوم قابل انتخاب باشد. به‌هرحال در این رابطه دو موضوع مرتبط به‌هم وجود دارد:

الف) چه کیفیتی از انعطاف‌پذیری برای درهم امارات مناسب است.

ب) آیا اقتصاد امارات متحده عربی و زیربناهایش برای حرکت از نظام ثابت ارزی، که برای مدت زمانی طولانی در این کشور به‌خوبی عمل کرده، به نظام ارزی شناور آمادگی دارد.

تورم اخیر که در امارات متحده عربی بروز کرده پرسش‌هایی را در مورد میخکوب کردن درهم به دلار به‌وجود آورده است. به‌هر حال مقامات بانک مرکزی امارات بارها اعلام کرده‌اند که تورم این کشور به‌دلیل عوامل غیر مرتبط با نرخ ارز رخ داده (از ۹/۳ درصد تورمی که در امارات متحده عربی رخ داده سهم اجاره‌بها بیش از ۶۰ درصد بوده است). بر اساس داده‌های موجود می‌توان نتیجه گرفت که فقط ۳۰ درصد تورم این کشور به عوامل مرتبط با نرخ ارز برمی‌گردد. در این زمینه دو پرسش مرتبط به‌هم وجود دارد. نخست اینکه آیا درهم به‌درستی ارزشگذاری شده است؟ یک رویکرد برای پاسخ به این پرسش آن است که تراز حساب جاری این کشور (که در آن تجارت سهم معناداری دارد) بررسی شود. در مورد اقتصادهای غیرنفتی اگر تراز حساب جاری به‌عنوان درصدی از تولید ناخالص داخلی نزدیک صفر باشد، اینطور در نظر گرفته می‌شود که نرخ ارز به‌درستی ارزشگذاری شده. با این‌حال حتی در صورت انحراف تراز حساب جاری از ارزش درست آن ممکن است اصرار به ادامه دادن آن برای برخی دوره‌ها ادامه یابد، همانطور که در مورد ایالات متحده آمریکا اینگونه بوده است.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-16]

کسری حساب جاری شدید عموماً به‌معنای بیش از حد ارزشگذاری نمودن پول ملی و مازاد حساب جاری به‌معنای کم ارزشگذاری پول ملی است. در مورد یک کشور صادرکننده نفت بهتر است به‌جای در نظر گرفتن عدد صفر سطحی از مازاد یا کسری[1] به‌عنوان معیار مدنظر قرار گیرد.

دومین پرسش این است که آیا رژیم ارزی امارات متحده عربی مناسب است؟ بحث به‌کار بردن دلار به‌عنوان لنگر پولی اساساً بر مبنای برنامه تجاری امارات متحده عربی است (تقریباً $\frac{۱}{۴}$ مبادلات تجاری امارات بر اساس دلار انجام نمی‌شود). در یک نگاه کلی، ارزش پول ملی که در یک رژیم ثابت تعیین می‌شود بسیار مهم است چرا که تعیین صحیح آن می‌تواند مانع از وضعیتی شود که در آن پول ملی از نقطه‌نظر ارزش در برابر شرکای عمده تجاری تقویت شده، به طریق اولی صادرات را خفه کرده و واردات را به شدت افزایش بدهد (این مسئله در اواخر دهه ۱۹۹۰ در آرژانتین اتفاق افتاد. در این زمان پول این کشور به دلار میخکوب شده بود و خالص صادراتش به برزیل به‌دلیل تقویت نسبی پزو، به‌طور نامطلوبی متأثر گردید). این موضوع به‌وضوح برای کشورهایی که کسری حساب جاری دارند جدی‌تر است. البته امارات متحده عربی به‌طور دائمی مازاد حساب جاری داشته که دلیل آن این است که صادرات محصولات نفتی (که از نظر تاریخی تقاضای آن نسبت به دلار بی‌کشش است) ۴۰ درصد صادرات این کشور را تشکیل می‌دهد. از نقطه‌نظر تکنیکی، میخکوب شدن به سبدی از ارزها مورد درخواست واقع می شود، چون با الگوی تجاری امارات بهتر هماهنگ می‌شود و کشور را بهتر از آنچه تاکنون بوده است در برابر تورم وارداتی محافظت می‌کند، اما این روش سادگی میخکوب شدن به دلار را ندارد.

رژیم جایگزین برای میخکوب شدن به یک ارز، میخکوب شدن به سبدی از ارزها است (نظیر کویت). این روش به‌ویژه به چند دلیل عمده مورد درخواست قرار می‌گیرد که مهم‌ترین آن این است که این روش احتمالاً می‌تواند (بیشتر از روش میخکوب شدن به یک نرخ ارز واحد) در نهایت مسیر رسیدن به یک اتحادیه پولی را هموار کند). میخکوب شدن به سبدی از ارزها، سپری دائمی در برابر فشارهای تورمی ایجاد می‌کند و در مقایسه با زمانی که رژیم ارزی تنها به دلار میخکوب شده باشد و ارزش سایر ارزها در برابر دلار به‌یکباره افزایش پیدا کند، ظرفیت بیشتری برای محافظت کشور در برابر تورم دارد.

تصمیم برای تغییر جزئی در رژیم ارزی امارات با توجه به مخاطراتی که برای این کشور و کشورهای مختلف دارد، مسئله‌ای جزئی و کم‌اهمیت نیست. بنابراین، اکراه مقامات این کشور برای تعدیل مداوم نرخ ارز قابل فهم است. میخکوب شدن درهم امارات به دلار بانک مرکزی این کشور را به پیروی از سیاست‌های پولی فدرال رزرو برای حفظ ارزش نسبی درهم و دلار وادار می‌کند. بانک مرکزی آمریکا

1. Norm

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-16]

از نوامبر سال ۲۰۰۸ و در تلاش برای مهار رکود به‌طور مداوم نرخ دلار را در برابر سایر ارزها را کاهش داده است. این در حالی است که دقیقاً در همین زمان امارات متحده عربی می‌بایست ارزش پولش را به‌منظور کنترل مخارج و مبارزه با تورم افزایش می‌داده است. با وجود نرخ‌های ارز ثابت، نرخ بهره در یک کشور از ناحیه تورم تحت فشار قرار می‌گیرد و با میخکوب شدن به نرخ ارز کشوری دیگر، ذخایر ارزی داخلی به ذخایر ارزی آن کشور میخکوب شده و سیاست‌های پولی داخلی را غیر مؤثر می‌سازد. بنابراین، تحت چنین شرایطی تنها ابزارهای سیاست مالی می‌توانند مؤثر باشند.

در حالی‌که با وجود نرخ ارز انعطاف‌پذیرتر بانک مرکزی قادر خواهد بود نرخ بهره را بالا ببرد و از این طریق ارزش پول ملی را وادار به تقویت کند، با تقویت پول داخلی و نرخ بهره بالاتر تقاضای داخلی کنترل شده و پول گران‌تر مانعی برای تقاضای خارجی خواهد بود. از نقطه‌نظر تئوریک زمانی که تورم در حال افزایش است و نرخ‌های بهره بالاست، شناوری پول ملی گزینه بهتری نسبت به میخکوب بودن نرخ ارز به‌نظر می‌رسد، اگرچه در واقعیت مسئله بسیار پیچیده‌تر از آن است. به‌عنوان مثال در فوریه سال ۱۹۷۳، اقتصاد سوئیس داشت ملتهب می‌شد و تورمش به‌صورت پلکانی رو به افزایش بود. در این زمان اجازه داده شده بود که فرانک شناور باشد و این مسئله ارزش فرانک را در کمتر از ۵ سال ۳ برابر کرد، اما با هزینه بسیار زیاد. به این ترتیب صادرات دچار تنش شد و بین سال‌های (۱۹۸۰- ۱۹۷۰) مشاغل در صنعت ساعت‌سازی از ۱۰۰ هزار نفر به ۱۸ هزار نفر رسید و صنعت ساختمان به‌شدت آسیب دید. ارزش فرانک سوئیس به افزایش خود ادامه داد، اما ابعاد جریان وجوه خارجی به سوئیس به‌شدت افزایش یافت. در سال ۱۹۷۸ بانک مرکزی سوئیس مجبور شد به‌منظور جلوگیری از بدتر شدن وضعیت صنایع ملی‌اش گام‌های جدی را برای تثبیت پول ملی بردارد، اما تورم ادامه یافت. به این ترتیب کشوری نظیر سوئیس به‌رغم مازاد قابل‌توجه حساب خارجی‌اش نتوانست (از طریق شناوری نرخ ارز) مانع بروز بیماری‌های تورمی که در آن دوره اتفاق افتاد بشود.

به این ترتیب نرخ‌های ارز شناور یک راه‌حل نیست. اگر اجازه داده شود نرخ‌های ارز کشورها کاملاً و آزادانه شناور باشند این نرخ‌ها تمایل دارند تعادل را به سطوح بسیار بالاتر از آنچه که برای مدت طولانی تجربه شده ارتقا دهند، به‌ویژه در شرایطی که وضعیت قبلی برای مدت طولانی ادامه پیدا کرده باشد. ضمن آنکه برخلاف تصور استقلال زیادی برای اعمال سیاست پولی در نظام ارزی شناور ایجاد می‌شود، افزایش قابل‌توجه نرخ ارز استقلال سیاست پولی را محدود خواهد کرد.

اگر امارات متحده عربی به‌سمت یک سیستم انعطاف‌پذیر نرخ ارز تغییر جهت بدهد، پول ملی‌اش با در نظر گرفتن جمیع احتمالات، نوسانات شدیدتری را نسبت به نوسانات قیمت نفت تجربه خواهد کرد و اگر قیمت نفت افزایش یابد مقامات پولی امارات متحده مجبور خواهند بود که از تقویت شدید پول ملی‌شان که موجب خفه شدن

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-16]

سایر فعالیت‌ها نظیر توریسم می‌شود ممانعت به‌عمل آورند. تحت چنین شرایطی تمام منافع شناوری ارزش پول ملی از بین می‌رود و جز در کوتاه‌مدت و در شرایط خاص بحرانی منفعتی در پی نخواهد داشت.

در حال حاضر امارات متحده عربی خودش را با آشفتگی‌هایی که در نظام مالی بین‌المللی رخ داده، تطبیق داده و پولش را در برابر دلار ثابت نگه داشته است. به‌نظر می‌رسد این وضعیت می‌بایست برای چند سال دیگر ادامه یابد، حتی اگر افزایش متنوع‌سازی اقتصادش به‌ویژه در جهت کسب‌وکارهای مالی حرکت به سمت نرخ‌های ارز انعطاف‌پذیر را تأیید کند. همچنین ذکر این نکته مهم است که در شرایطی که بخش بزرگ درآمد صادراتی امارات متحده عربی در یک حوزه (درآمدهای نفتی) متمرکز شده مدیریت رژیم شناور تا حدی دشوار است.

مقامات پولی امارات متحده عربی می‌توانند نظام شناور را انتخاب کنند، اما به زودی با همان دسته از مشکلاتی که در رژیم نرخ ارز ثابت مواجه بوده‌اند مواجه خواهند شد، بدون آنکه از منافع ناشی از ثبات نرخ ارزی که توسط رژیم میخکوب ارز حاصل شده بهره‌مند شوند و بدون آنکه بتوانند به آنچه که به‌صورت رسمی اعلام می‌کنند وفادار بمانند، ضمن آنکه رژیم شناور سفته‌بازی را افزایش می‌دهد و به این ترتیب ثبات بازار ارز را با مخاطره مواجه می‌کند. به‌نظر می‌رسد همه آنچه که بیان شد ادامه نظام ارزی کنونی در امارات متحده عربی را تأیید می‌کند، ضمن آنکه در چارچوب این نظام می‌بایست با تورم ناشی از افزایش دستمزد از طریق محدود کردن بدهی‌ها و یا سیاست‌های مالی انقباضی مبارزه کرد.

۶. نتیجه‌گیری

این مقاله دیدگاه کلی از رژیم‌های مختلف ارزی ارائه نموده است. مطالعات اخیر دیدگاه رایج در مورد مرزهای مشخص بین رژیم‌های ارزی ثابت و شناور را به چالش کشیده است. با در نظر گرفتن ملاحظات تاریخی، مقاله مباحث متفاوتی در مورد انتخاب رژیم‌های ارزی و نقطه‌نظرات موافق و مخالف هر یک از آنها را مورد بحث قرار می‌دهد. این مقاله به مدل ماندل-فلمینگ و نیز مفاهیم مربوط به محدوده بهینه پولی و لنگر اسمی می پردازد. در حالی‌که پیش‌تر نظریه سه‌گانه مطرح بود که در آن کشورها از بین ۳ گزینه (بازار باز سرمایه، استقلال پولی و میخکوب کردن نرخ ارز) تنها امکان انتخاب ۲ مورد آن را داشتند، آخرین نظریه در پی حداکثر کردن کارایی اقتصادی از طریق پول واحد برای تمام منطقه می‌باشد. این مقاله همچنین بین کشورهای توسعه‌یافته و اقتصادهای نوظهور تفاوت قائل شده و تحلیل می‌کند که چرا کشورهای نوظهور می‌بایست در پیروی کورکورانه از برنامه کشورهای توسعه‌یافته که به‌صورت موفقیت‌آمیزی آن را انجام داده‌اند، محتاط باشند.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-16]

این مقاله به بحث در خصوص طبقه‌بندی رسمی و حقیقی رژیم‌های ارزی می‌پردازد و شواهدی تجربی را در مورد عملکرد اقتصادی کشورها فراهم آورده و نتیجه می‌گیرد که هیچ قاعده واحدی برای طبقه‌بندی رژیم‌های مختلف ارزی که بتواند دسته‌بندی‌های متمایزی را ارائه بدهد وجود ندارد. به‌طور کلی رژیم‌های میخکوب شدید نرخ ارز با تورم کمتری همراه می‌شوند، گرچه رژیم‌های شناور ممکن است همیشه به نرخ‌های تورم بالا منجر نشوند.

در ادامه به این موضوع پرداخته می‌شود که تشخیص عواملی که تعیین می‌کند بهترین رژیم ارزی کدام است، به ویژگی‌های منحصر بفرد هر اقتصادی بستگی دارد. به‌نظر می‌رسد برای اقتصادهای نوظهور ترتیبات ارزی میانه قبل از منتقل شدن به رژیم‌های شناور مناسب‌ترند.

آخرین بخش مقاله تحلیل می‌کند که موضوع میخکوب شدن درهم امارات به دلار آمریکا الزامات جدیدی را برای دولت ایجاد کرده که از کاهش اخیر در ارزش درهم نشأت می‌گیرد. یک بحث سیاسی در دولت در خصوص منافع و مضار تداوم رژیم ارزی ثابت در حال حاضر وجود دارد. کسانی که موافق این دیدگاه هستند به ۳ عامل اقتصاد کوچک، باز و شوک‌های اسمی که از انبساط پولی ناشی می‌شود اشاره و توصیه می‌کنند نظام ارزی ثابت بماند، در حالی‌که افرادی که مخالف این وضعیت هستند به عدم تعادل در تراز پرداخت‌ها، تحرک سرمایه، شوک‌های اسمی خارجی و شوک‌های حقیقی داخلی و خارجی اشاره می‌کنند. علاوه بر این، یکی از ابعاد دیگر بحث این است که هدف سیاستگذار کنترل تورم است یا تعادل تراز خارجی.

تحلیلی که در ادامه آمده است بر اساس بررسی وضعیت کنونی اقتصاد امارات متحده، نقاط ضعف و قوت و نقش کشور و تأثیرگذاریش در اقتصاد بین‌المللی و نیز چشم‌انداز برنامه‌های اقتصادی این کشور صورت گرفته است. بر مبنای مباحث صورت گرفته نتیجه می‌گیریم که امارات متحده عربی می‌بایست بر تصمیمش مبنی بر حفظ نرخ ارز ثابت پافشاری کند.

منابع

Alesina, Alberto & Alexander Wagner (2003), "Choosing (and Reneging on) Exchange Rate Regimes", Mimeo, Harvard University, June.

Barro, Robert & David Gordon (1983), "A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model", *Journal of Political Economy*, Vol. 91, PP. 589-610.

Bleaney, M.F. & M. Francisco (2005), "Exchage Rate Regimes and Inflation: only Hard Pegs Make a Difference", *Canadian Journal of Economics*, Vol. 38, PP. 1453-1471.

Bleaney, M. & M. Francisco (2007), "The Performance of Exchange Rate Regimes in Developing Countries- Does the Classification Schme Matter"? Credit Research Paper, 07/04, Nottingham, UK: Center for Research in Economic Development and International Trade, University of Nottingham.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-16]

Bordo Michael, D. & Lars Jonung (2000), "Lesson for EMU from the History of Monetary Unions", London, Institute for Economic Affairs.
Bordo, Michael D. & Marc Flandreau (2003), *Core, Periphery, Exchange Rate Regime and Globalization*, in Michael D.Bordo, Alan Taylor and Jeffrey Williamson (eds), Globalization in Historical Perspective, Chicago University of Chicago Press.
Bruno, Michael (1991), "High Inflation and the Nominal Anchors of an Open Economy", Princeton University, International Finance Section, Essay in International Finance, No.183, June.
Calvo, Guillermo & Carmen Reinhart (2002), "Fear of Floating", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 117, No. 2, PP.379-402.
Carrera, Jorge & Guillermo Vuletin (2002), "The Effects of Exchange Rate Regimes on Real Exchange Rate Volatility, a Dynamic Panel Data Approach", Mimeo University de la Plata\and University of Maryland, August.
Chang, R. & Velasco, A. (2001), A Model of Currency Crises in Emerging Markets, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 116, No. 2, PP. 489-517.
Barry Eichengreen & Ricardo Hausmann (1999), "Exchange Rates and Financial Fragility", Proceedings, Federal Reserve Bank of Kansas City, PP. 329-368
Fischer, Stanley (2001), "Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 50, No. 2, PP. 3-24, (Spring).
Frankle, Jeffrey A. (1999), "No Single Currency is Right for all Countries or at all Times", Princeton Essays in International Finance Section, Department of Economics, Princeton NJ.
Friedman, Milton (1953), "The Case for Flexible Exchange Rates", in Essays in Positive Economics, Chicago: University of Chicago Press.
Ghosh, A.R. , A.M. Gulde & H. Wolf (2002), Exchange Rate Regimes: Choices ad Consequences, London, MIT Press.
Goldstein, Morris (2002), "Managed Floating Plus", Institute for International Economics, Washington D.C.
Hall, M. (2008), Testing the Hollowing Out Thesis, International Interactions, Vol. 34, No. 2, PP. 208-230.
Husian, A. M., A. Mody & K. S. Rogoff (2005), Exchange Rate Regime Durability and Performance in Developing Versus Advanced Economies, *Journal of Monetary Economics,* Vol. 52, PP. 35-64.
Felipe Larain & Andres Velasco (2001), "Exchange Rate Policy in Emerging Market Economies: The Case for Floating", Essays in International Finance, No. 224, Princeton N.J., December.
Levy-Yeyati, E. & F. Sturzengger (2001), Exchange Rate Regimes and Economic Performance, IMF Staff Papers, Vol. 47 (Special Issue), PP. 62-98.
Levy- Yeyati, E. & Sturzengger, F. (2005), "Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds VS. Words", *Eurpoean Economic Review*, Vol. 49, PP. 1603.
Marcus, Fleming J. (1962), "Domestic Financial Policies under Fixed and Floating Exchange Rates", IMF Staff Papers, Vol. 9, PP. 369-380, Narch.
Mundell, Robert (1961), "The Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, Vol. 51, PP. 657-661, September.
Nurkse, Ragnar (1944), International Currency Experience, Geneva League of Nations.
Obstfeld, Maurice & Kenneth Rogoff (1995), "The Mirage of Fixed Exchange Rates", *Journal of Economic Perspectives*, Vol.9, No.4, PP. 73-96, Fall.
Reinhart, C. & k. Rogoff (2004), "The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation", *Quarterly Journal of Economics*, February.
Rogoff, Kenneth, Husain, Aasim M., Mody, Ashoka, Brooks, Robin, & Nienke Oomes (2003), "Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes", IMF Working Paper WP/03/ 243, Washangton, D. C, International Monetary Fund.

[Downloaded from ejip.ir on 2026-11-16]