

فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی

سال سوم، شماره ۱۰، تابستان ۱۳۹۴، صفحات ۳۲-۷

## نگاهی به طبقه‌بندی رژیم‌های نرخ ارز در کشورهای عضو سازمان همکاری اسلامی و توصیه‌هایی برای رژیم ارزی ایران

رؤیا عاطفی‌منش

کارشناس ارشد اقتصاد (نویسنده مسئول)

Ro\_atef@yahoo.com

مطالعه حاضر ضمن طبقه‌بندی رژیم‌های ارزی تجربه شده در کشورهای مختلف جهان، ویژگی‌های اصلی و منافع و مضار هر یک از این رژیم‌ها را بررسی کرده و ملاحظات کلی انتخاب هر یک از رژیم‌های ارزی را ارائه می‌کند. مطالعه به این نکته اشاره می‌کند که ویژگی‌های خاص کشورها، ترجیحات سیاستگذاران، اعتبار مؤسسات و سیاستگذاران و ... بر انتخاب رژیم ارزی تأثیرگذارند. بدین ترتیب نه یک رژیم ارزی واحد برای همه کشورها مناسب است و نه برای یک کشور استفاده از یک رژیم ارزی در همه زمان‌ها می‌تواند مفید باشد. بخش بعدی مطالعه مقایسه‌ای تطبیقی از رژیم‌های ارزی در کشورهای عضو سازمان همکاری اسلامی را ارائه می‌کند و نشان می‌دهد که اغلب کشورهای عضو این سازمان، پولشان را با نرخ ثابتی به پول کشور دیگر یا سبدهی از ارزهای دیگر می‌خکوب کرده‌اند. بخش پایانی مطالعه نیز به بررسی سیر تحولات رژیم ارزی ایران و چالش‌های پیش روی رژیم ارزی ایران پرداخته و نشان می‌دهد نرخ بالای تورم و فشار افزایشی دائمی روی افزایش نرخ ارز اسمی، عدم پایداری دولت و مقام پولی به قاعده آریترای، نگاه به نرخ ارز به‌عنوان ابزار کنترل تورم و حفظ ثبات اقتصادی و ترس از شناوری مقام پولی از مهم‌ترین چالش‌های پیش روی اقتصاد ایران می‌باشند که موجب شده‌اند تغییرات شوک‌گونه و اجتناب‌ناپذیر نرخ ارز رسمی در مقاطع ۱۰ ساله در ایران بروز کند. در پایان نیز نتیجه‌گیری شده که صیانت از رژیم نرخ ارز شناور مدیریت شده که رسماً به‌عنوان رژیم نرخ ارز در ایران اعلام شده، مستلزم پیش‌نیازها و الزاماتی چون هدفگذاری تورم و استقلال بیشتر مقام پولی است و بدون هدفگذاری تورم تک‌رقمی و رعایت الزامات آن ناممکن خواهد بود.

طبقه‌بندی JEL: F310, F31.

واژه‌های کلیدی: نرخ ارز، رژیم‌های ارزی، کشورهای عضو سازمان همکاری اسلامی.

**۱. مقدمه**

نرخ ارز را می‌توان به‌عنوان ارزش پول یک کشور بر حسب پول کشور دیگر تعریف کرد. رژیم نرخ ارز به بخشی از عوامل نظام ارزی اشاره می‌کند که بر اساس آن این نرخ تعیین می‌شود. رژیم نرخ ارز یکی از مهم‌ترین ابزارهای سیاستی دولت‌ها محسوب می‌شود و انتخاب آن اثر قابل توجهی بر تجارت کالا و خدمات، جریان سرمایه، تورم، تعادل تراز پرداخت‌ها و سایر متغیرهای اقتصادی دارد. به این دلیل انتخاب رژیم نرخ ارز یک مؤلفه اساسی اقتصادی جهت حفظ رشد و ثبات است. با این حال هیچ اجماع و اتفاق‌نظری در مورد اینکه یک رژیم ارزی مناسب چگونه باید انتخاب شود صورت نگرفته، همچنین یک رژیم ارزی ایده‌آل که برای همه کشورها مناسب باشد وجود ندارد. ویژگی‌های خاص کشورها، ترجیحات سیاستگذاران، اعتبار مؤسسات و سیاستگذاران می‌تواند بر انتخاب رژیم ارزی تأثیر بگذارد. تصمیمات اقتصادی، اندازه و درجه باز بودن کشورها برای تجارت و جریان‌های مالی، رتبه توسعه مالی و اقتصادی، ساختار تولید و تجارت، تورم مثبت شده و نوع شوک‌هایی که کشورها با آن مواجهند از مهم‌ترین عوامل تأثیرگذار بر انتخاب رژیم ارزی می‌باشند. این گزارش ضمن ارائه یک طبقه‌بندی از رژیم‌های نرخ ارز در جهان و منافع و مضار آنها، رژیم‌های نرخ ارز کشورهای عضو سازمان همکاری اسلامی (OIC)<sup>۱</sup> را مورد بررسی قرار می‌دهد. در ادامه به روند تغییر رژیم نرخ ارز در ایران از سال ۱۳۳۶ تا کنون پرداخته شده و توصیه‌هایی برای تقویت رژیم نرخ ارز کشور پیشنهاد می‌دهد.

**۲. طبقه‌بندی رژیم‌های ارزی**

رژیم‌های ارزی می‌توانند در یک تقسیم‌بندی کلی در ۳ گروه ثابت (میخکوب)، انعطاف‌پذیر (شناور) و رژیم‌های ارزی میانه طبقه‌بندی شوند. پیش از دهه ۱۹۷۰، اغلب اقتصادها تحت رژیم نرخ ارز ثابتی که تحت رژیم برتون وودز شناخته می‌شد، اداره می‌شدند. در این رژیم، کشورها نرخ ارزشان را در برابر دلار آمریکا ثابت نگاه می‌داشتند و دلار بر اساس مقدار مشخصی از طلا ارزشگذاری شده بود. به این ترتیب پول همه کشورها به‌صورت ضمنی به طلا میخکوب می‌شد. این سیستم پس از ۲۵ سال (۱۹۷۱-۱۹۴۶) دچار فروپاشی شد، اما سیستم نرخ ارز ثابت باقی ماند

1. Organization of Islamic Cooperation

و بسیاری از کشورها ترجیح دادند آن را حفظ کنند. انگیزه اصلی برای حفظ رژیم نرخ ارز ثابت بر پایه این باور شکل گرفته که نرخ ارز ثابت می‌تواند تجارت و جریان سرمایه بین کشورها را از طریق کاهش نوسانات قیمت‌های نسبی و کاهش نااطمینانی تسهیل کند.

از سال ۱۹۷۱ به بعد کشورها به صورت مستمر به سمت رژیم نرخ ارز شناور که در آن نرخ ارز توسط بازار تعیین می‌شود، حرکت کرده‌اند. به این ترتیب در این سیستم با افزایش تقاضا برای پول خارجی یا کاهش عرضه پول خارجی، ارزش پول داخلی کاهش می‌یابد و با کاهش تقاضا برای پول خارجی یا افزایش عرضه پول خارجی، ارزش پول داخلی افزایش پیدا می‌کند. اگرچه تفاوت‌هایی کمی در طبقه‌بندی رژیم‌های ارزی وجود دارد،<sup>۱</sup> یکی از این طبقه‌بندی‌ها که توسط گاش و دیگران (۲۰۰۲) ارائه شده به این منظور مناسب‌تر ارزیابی می‌شود. بر اساس جدول (۱) این طبقه‌بندی شامل ۵ زیرگروه و ۱۰ رژیم ارزی متفاوت است.

جدول ۱. طبقه‌بندی رژیم‌های نرخ ارز

طبقه‌بندی اصلی	طبقه‌بندی فرعی	رژیم	ویژگی‌های اصلی
	میخکوب شدید:	دلاریزه کردن (Dollarization)	یک پول خارجی به‌عنوان پول رایج به کار می‌رود، گرچه در برخی از موارد مسکوکات داخلی استفاده می‌شود. سیاست‌های پولی چنین کشوری تابع کشوری است که ارز آن کشور مورد مبادله قرار می‌گیرد (کشور لنگر). منافع اولیه ناشی از انتشار پول متعلق به کشوری است که آن را منتشر کرده است.
رژیم‌های میخکوب (ثابت)	نرخ ارز آتقدر میخکوب شده که تغییر در نرخ برابری یا خروج از سیستم بسیار دشوار و پرهزینه است.	ترتیبات یا پشتوانه دارایی‌های خارجی (Currency Boards)	نرخ ارز با نرخ برابری که در قانون مشخص شده به یک پول خارجی میخکوب می‌شود. در قانون حداقل میزان ذخایر بین‌المللی مشخص می‌شود. این میزان از ذخایر که توسط بانک مرکزی حفظ می‌شود، پشتوانه درصد مشخصی از حجم پولی است که قبلاً مقرر شده منتشر گردد.
		اتحادیه پولی (Monetary Union)	گروهی از کشورها از یک پول مشترک که توسط بانک مرکزی منطقه‌ای چاپ شده استفاده می‌کنند. سیاست‌های پولی در سطح منطقه‌ای تعیین می‌شود. منافع اولیه ناشی از انتشار پول (حق‌الضرب) به اتحادیه تعلق می‌گیرد. هیچ فرصتی برای تعدیل ارزش برابری به صورت داخلی یا خارجی وجود ندارد. مقامات پولی که پول رایج منتشر می‌کنند می‌توانند هر سیاست نرخ ارزی را دنبال کنند.

۱. سیستم‌های طبقه‌بندی دیگری نیز وجود دارد. یکی از طبقه‌بندی‌ها که بارها مورد استفاده قرار گرفته همچنین توسط صندوق بین‌المللی پول انتخاب شده شامل (رتبه‌بندی بر اساس درجه انعطاف‌پذیری است): شناور مستقل، شناور مدیریت‌شده، محدوده خزننده، میخکوب خزننده، میخکوب در دامنه مشخص، ترتیبات میخکوب ثابت و ترتیبات ارزی با پشتوانه دارایی‌های خارجی و ترتیبات ارزی بدون هیچ پول رایج مستقل است.

ادامه جدول ۱.

<p>نرخ ارز به ارزش اولیه ثابت یک پول خارجی میخکوب شده است. بانک مرکزی انتظار دارد که تجارت در نرخ اعلامی صورت گیرد، اما این نرخ عموماً در مورد عدم تعادل‌های اساسی (از طریق کاهش یا افزایش ارزش) قابل تعدیل است. هرچه ذخایر بانک مرکزی بیشتر باشد میزان اعتبار این رژیم بالاتر می‌رود، اما ذخایری که عموماً همه تعهدات داخلی را پوشش نمی‌دهد فضای لازم جهت اتخاذ سیاست‌های پولی احتیاطی را فراهم نمی‌کند.</p>	<p><b>میخکوب به پول واحد</b> (Single Currency Peg)</p>	<p><b>میخکوب سستی:</b> نرخ ارز به یک پول خارجی یا سبده از ارزها متصل شده، هزینه تعدیل نرخ برابری یا خروج از سیستم پایین‌تر از میخکوب شدید است.</p>	
<p>مشابه میخکوب شدن به یک پول واحد است و فقط پول به سبده شامل ۲ یا چند پول خارجی میخکوب شده است. سبد می‌تواند بر اساس ضوابط خاص یک کشور یا پول ترکیبی (SDR) یا پیش‌تر (ECU) تعیین شود. برای سبد یک کشور وزن‌ها ممکن است به صورت عمومی اعلام شود یا به صورت سری باشد و وزن‌ها می‌تواند ثابت یا متغیر باشد.</p>	<p><b>میخکوب به سبده از ارزها</b> (Basket Peg)</p>	<p><b>شناور با دخالت قانونی:</b> نرخ ارز به نرخ خاصی میخکوب نشده، اما بانک مرکزی به منظور محدود کردن نوسانات</p>	
<p>از طریق همکاری بانک مرکزی ۲ کشور موافقت می‌شود که نرخ‌های ارز نسبت به یکدیگر به صورت دو جانبه و در محدوده از پیش تعیین شده‌ای حفظ شود. ابزارهای سیاستی شامل تعدیل سیاست‌های پولی داخلی و نیز مداخله (به صورت متناظر یا متناسب) است. ترتیبات نرخ ارز می‌تواند الزاماتی را بر سیاست‌های پولی تحمیل کند که شدت آن به موقعیت نسبی پول‌های مختلف در برابر یکدیگر بستگی دارد.</p>	<p><b>رژیم‌های مشارکتی</b> (Cooperative Regimes)</p>	<p>نرخ ارز با روش از پیش تعیین شده‌ای در بازار دخالت می‌کند.</p>	<p><b>رژیم‌های میانه</b></p>
<p>نرخ ارز بر اساس یک رویه قانونی تعیین می‌شود، نرخ ارز بر اساس نرخ تورم انتظاری یا واقعی که قبلاً در قانون تعیین شده تعدیل می‌گردد. ارزش برابری می‌تواند با توجه به یک پول واحد یا سبده از ارزها تعیین شود. در برخی از موارد، رژیم میخکوب خزنده می‌تواند با رژیم ارزی که نرخ ارز را در دامنه معینی تعیین می‌کند، ترکیب شود. بر اساس خصوصیات ویژه‌ای (نظیر درجه تعدیل و طول زمان بین تعدیلات) اینکه سیستم بیشتر شبیه رژیم‌های ثابت یا شناور است تعیین می‌گردد. اجازه داده می‌شود که نرخ ارز در یک محدوده از پیش تعیین شده نوسان کند، نقاط حدی که در مورد رژیم ارزی نوار هدف تعیین می‌شود در مورد رژیم قلمرو هدف یک هدف سیاستی است و از طریق دخالت بانک مرکزی مورد حمایت قرار می‌گیرد. بانک مرکزی ممکن است تنها در بخشی از این محدوده به منظور جلوگیری از فشار بیشتر بر دامنه تعیین شده دخالت کند. در مواردی، رژیم نرخ ارز نوار هدف با میخکوب خزنده ترکیب می‌شود (نوار خریدن). درجه انعطاف‌پذیری از طریق وسعت نوار یا قلمرو هدف تعیین می‌شود.</p>	<p><b>میخکوب خزنده</b> (Crawling Peg)</p>	<p><b>شناور توأم با مداخلات احتیاطی:</b> نرخ ارز شناور است، اما از دخالت رسمی دولت متأثر می‌شود.</p>	
<p>نرخ‌های ارز آزاد هستند تا بر اساس عرضه و تقاضا نوسان کنند؛ مقامات دیدگاهی درباره سطح مطلوب و مسیر نرخ ارز و میزان دخالت دارند، اما حد و مرزها با دخالت قانونی محدود نمی‌شوند. اغلب این رژیم ارزی با یک لنگر اسمی مستقل نظیر هدف‌گذاری تورم همراه می‌شود.</p>	<p><b>قلمرو یا نوار هدف</b> (Target Zones and Bands)</p>	<p><b>شناور مدیریت شده</b> (Managed Floating)</p>	
<p>نرخ ارز در بازار بر اساس عرضه و تقاضای روزانه ارز و با دخالت کم یا بدون دخالت رسمی تعیین می‌شود. به ذخایر رسمی یا نیازی نیست یا نیاز به آن کم است. رژیم نرخ ارز هیچ محدودیتی را بر اساس سیاست‌های پولی اعمال نمی‌کند و اغلب از چارچوب هدف‌گذاری نرخ تورم پیروی می‌شود.</p>	<p><b>شناور مستقل</b> (Independent Floating)</p>	<p><b>شناور آزاد:</b> اجازه داده می‌شود نرخ ارز آزادانه شناور باشد و بانک مرکزی در بازار ارز دخالت نمی‌کند.</p>	<p><b>رژیم‌های شناور</b></p>

مأخذ: گاش و همکاران (۲۰۰۲).

### ۳. منافع و مضار رژیم‌های مختلف ارزی

با توجه به اثر رژیم‌های ارزی مختلف بر فعالیت‌های اقتصادی، انتخاب رژیم مناسب نرخ ارز باید بر اساس بررسی دقیق منافع و مضار هر یک از رژیم‌ها و اصول اقتصادی صورت گیرد. بر اساس فهرست جدول (۲) هر یک از رژیم‌های ارزی با منافع و آسیب‌پذیری‌هایی همراه هستند.

جدول ۲. رژیم‌های نرخ ارز: منافع و مضار اصلی

مضار اصلی	منافع اصلی	شرایط کشور
<p>- ایجاد بی‌ثباتی‌های شدید در کوتاه‌مدت (نوسانات بیش از حد ممکن است رژیم‌های شناور مدیریت‌شده ملایم را تضعیف کند)</p> <p>- نوسانات میان‌مدت شدید فقط ارتباط ضعیفی با بنیه اقتصادی دارد.</p> <p>- احتمال ناهم‌ترازی زیاد است.</p> <p>- احتیاط در سیاست‌های پولی ممکن است تورش تورمی ایجاد کند.</p>	<p>- اثر شوک‌های نامطلوب را راحت‌تر جذب یا دفع می‌کند.</p> <p>- گرایش به ایجاد بحران‌های پولی ندارد.</p> <p>- به ذخایر بین‌المللی زیادی نیاز نیست.</p>	<p>برای کشورهای نیمه‌صنعتی و کاملاً صنعتی و برخی از اقتصادهای نوظهور که در برابر تجارت جهانی نسبتاً بسته هستند، اما با بازارهای سرمایه جهانی کاملاً یکپارچه شده‌اند و تنوع تولید و تجارت دارند، همچنین بخش مالی عمیق و گسترده و استانداردهای سنجیده و دقیق دارند، این رژیم مناسب‌تر است.</p>
<p>- به دلیل اینکه ضوابط دخالت بانک مرکزی در رژیم شناور مدیریت‌شده افشا نمی‌شود، شفافیت کم است.</p> <p>- رژیم‌های با دامنه وسیع بلافاصله قابل شناسایی نیستند. این مسئله ممکن است منجر به عدم اطمینان و کمبود اعتماد شود.</p> <p>- در این رژیم نیاز به ذخایر بین‌المللی زیاد است.</p>	<p>- انعطاف‌پذیری محدود نرخ ارز، تا حدی امکان جذب شوک‌های نامطلوب را می‌دهد.</p> <p>- اگر رژیم نرخ ارز از اعتبار لازم برخوردار باشد، می‌توان ثبات و رقابت‌پذیری را حفظ کرد.</p> <p>- اگر نقاط بالا و پایین نوسان نرخ ارز منعطف باشد، آسیب‌پذیری در برابر بحران‌های پولی پایین خواهد بود.</p>	<p>این رژیم برای اقتصادهای نوظهور و برخی کشورهای در حال توسعه که بخش مالی نسبتاً قوی‌تر و سابقه سیاست‌های کلان‌منظم را دارند مناسب است.</p>
<p>- اگر کشور به روی بازارهای جهانی سرمایه باز باشد، مستعد بحران‌های پولی می‌شود.</p> <p>- بدهی‌های خارجی تشویق می‌شود.</p> <p>- به ذخایر فراوان بین‌المللی نیاز است.</p> <p>- ظرفیت جذب شوک‌ها کم است.</p> <p>- شوک‌ها تا حد زیادی از طریق تغییرات بخش واقعی اقتصاد جذب می‌شوند.</p>	<p>- اگر می‌خکوب کردن با اعتبار مقام پولی همراه باشد، می‌تواند ثبات و رقابت را حفظ کند.</p> <p>- نرخ بهره پایین‌تر یک لنگر اسمی قابل نظارت شفاف و ساده را فراهم می‌کند. به کشورهای که نرخ تورم بالا دارند اجازه می‌دهد تا نرخ تورمشان را از طریق متعادل کردن انتظارات تورمی کاهش دهند.</p>	<p>برای کشورهای در حال توسعه‌ای که همپوندی محدودی با بازارهای مالی جهان دارند، تنوع ساختار تولید و صادرات کم است، عمق بازارهای مالی کم است و کمبود فضای انضباط پولی و اعتبار وجود دارد. همچنین کشورهایی که تورمشان در سطوح بالایی تثبیت شده مناسب هستند.</p>

## ادامه جدول ۲.

- بانک مرکزی نقش را به‌عنوان قرض‌دهنده نهایی از دست می‌دهد.	- حداکثر اعتبار را برای سیاست‌های اقتصادی فراهم می‌کند.	رژیم‌های برای کشورهایی با سابقه بی‌نظمی‌های پولی، تورم بالا و میخکوب اعتبار کم سیاست‌گذاران مناسب است. چنین شرایطی نیاز شدید به یک لنگر قوی برای ثبات پولی را الزامی می‌سازد.
- احتمال بحران‌های نقدینگی بالاترست.	- می‌تواند رکود (کاهش تورم) را تسهیل کند.	
- منافع اولیه ناشی از چاپ پول در رژیم‌های مبتنی بر دارایی‌های خارجی کم است و در رژیم‌های مبتنی بر دلاریزه شدن وجود ندارد.	- این دسته رژیم‌ها مستعد بحران‌های پولی نیستند.	
- هیچ ظرفیتی برای جذب شوک‌ها وجود ندارد و شوک‌ها باید به‌طور کامل از طریق تغییر در فعالیت‌های اقتصادی جذب شوند.	- هزینه معاملات پایین و نرخ بهره ثابت و پایین است.	
- خروج از رژیم دلاریزه (حذف پول ملی) بسیار دشوار است.	- کمبود آزادی عمل مقامات پولی گرایش‌های تورمی را از بین می‌برد.	

Source: Yagci (2001), World Bank.

نگاه دقیق‌تر به جدول نشان می‌دهد رژیم‌های شناور برای کشورهای توسعه‌یافته مناسب‌تر هستند، این در حالی است که رژیم‌های میانه گزینه مناسب‌تری برای کشورهای در حال توسعه‌ای که اقتصادهای بازی دارند و بخش‌های مالی‌شان به‌اندازه کافی توسعه‌یافته محسوب می‌شود. برای کشورهایی که یکپارچگی کمتری با اقتصاد جهانی دارند و با کمبود انضباط پولی مواجه هستند، به‌نظر می‌رسد رژیم‌های میخکوب ملایم مناسب‌تر باشد. رژیم‌های میخکوب سخت عموماً گزینه مناسبی برای کشورهایی با تورم بالا و میزان اعتبار پایین محسوب می‌شود.

#### ۴. مؤلفه‌های مؤثر در انتخاب رژیم ارزی

در انتخاب رژیم ارزی مؤلفه‌هایی چون سیاست‌های کلان اقتصادی، اعتبار مقامات پولی، بی‌ثباتی و ناهماهنگی نرخ ارز و آسیب‌پذیری رژیم‌های ارزی در برابر بحران و شوک‌های اقتصادی از عناصر مهم محسوب می‌شوند. برای تصمیم‌گیری در مورد رژیم نرخ ارز مناسب همه این عوامل باید مدنظر قرار گیرد؛ علاوه بر این موارد ویژگی‌های منحصر بفرد هر کشوری نیز ممکن است تأثیرات قابل توجهی بر فرایندهای تصمیم‌گیری در مورد رژیم‌های ارزی داشته باشد. هر کشوری نیازمند آن است که تعیین کند چه عواملی در انتخاب رژیم ارزی اش دخیل هستند.

#### ۴-۱. سیاست‌های کلان اقتصادی

نرخ ارزی یکی از ابزارهای سیاستی دولت جهت حفظ تعادل داخلی و خارجی است. سیاست‌های مالی و پولی باید از رژیم ارزی تبعیت کنند. برای مثال در رژیم‌های میخکوب‌شده وقتی

بازارهای سرمایه به شدت به روی بازارهای جهانی باز هستند، نیاز به سرسپردگی و تعهد کامل سیاست‌های پولی نسبت به رژیم ارزی وجود دارد. در برخی شرایط کنترل‌های سرمایه می‌تواند ابزار مفیدی برای مهار جریان‌ات سفته‌بازانه باشد، اقتصاد را از نوسانات شدید نرخ ارز محافظت کند و آسیب‌پذیری رژیم‌های میخکوب ملایم در برابر بحران‌های پولی را کاهش دهد. با این حال نظریه سه‌گانه ناممکن<sup>۱</sup> نشان می‌دهد که یک کشور در رابطه با رژیم ارزی‌اش نمی‌تواند ۳ هدف را به‌طور همزمان دنبال کند. از ۳ هدف رژیم نرخ ارز ثابت، استقلال پولی و آزادی جریان‌ات سرمایه فقط ۲ هدف قابل حصول هستند. کشورها باید تصمیم بگیرند که می‌خواهند کدام یک از این ۳ هدف را نادیده بگیرند. یک کشور در اتحادیه پولی استقلال پولی را رها می‌کند، درحالی‌که کشوری که پیوند عمیقی با بازارهای سرمایه جهانی دارد احتمالاً از نرخ ارز ثابت چشم‌پوشی خواهد کرد.

#### ۴-۲. اعتبار

اعتبار به قیمت از دست رفتن انعطاف‌پذیری حاصل می‌شود و رژیم نرخ ارز ثابت تقریباً بدون هیچ انعطاف‌پذیری اعتبار بیشتری را فراهم می‌کند، زیرا سیاست‌های پولی آزاد و بی‌قیدوبند به اتمام ذخایر و فروپاشی رژیم نرخ ارز ثابت منجر می‌شوند. به عبارت دیگر انعطاف‌پذیری نرخ ارز حداکثر آزادی عمل را برای سیاست‌های پولی فراهم می‌کند، اما وجود محدودیت‌هایی نیز لازم است تا این اطمینان را ایجاد کند که این آزادی عمل مورد سوءاستفاده مقامات پولی قرار نمی‌گیرد و سیاست‌ها سازگار و قابل تداوم باقی خواهند ماند. به عبارت دیگر، درجه انضباط و اعتبار می‌تواند با افزایش انعطاف‌پذیری کاهش یابد.

#### ۴-۳. بی‌ثباتی

رژیم‌های انعطاف‌پذیر نرخ ارز با بی‌ثباتی‌های فراوانی در کوتاه‌مدت مواجه می‌شوند. تحرک زیاد سرمایه امکان تعدیلات در تخصیص سبد ارزی بین‌المللی را تسهیل نموده و بستر بروز بی‌ثباتی‌های شدیدی را در کشورهای در حال توسعه‌ای که عمق بازارهای مالی آنها کم است هموار می‌کند. بی‌ثباتی‌های شدید به نوبه خود نااطمینانی، هزینه مبادلات و تورم را افزایش می‌دهد

و از این طریق انگیزه تولید و سرمایه‌گذاری را از بین می‌برد. حرکت از رژیم‌های ارزی انعطاف‌پذیر به رژیم‌های ارزی ثابت منجر به کاهش میزان بی‌ثباتی می‌شود. رژیم‌های میخکوب سخت با ترتیبات نهادی معتبر و قوی ثبات نرخ ارز اسمی را تضمین می‌کنند. یک قدم جلوتر رفتن و معرفی پول مشترک می‌تواند هزینه مبادلات را از بین ببرد و سرمایه‌گذاری و تجارت را بین کشورهای عضو ارتقا دهد. به عبارت دیگر رژیم‌های ارزی میانه می‌توانند تعادل مناسبی را بین ثبات و انعطاف‌پذیری نرخ ارز فراهم کنند.

#### ۴-۴. آسیب‌پذیری از بحران‌ها و شوک‌ها

اگرچه مبنای اصلی مباحثی که در حمایت از رژیم‌های میخکوب بیان می‌شود نشان‌دهنده توانایی آنها در ایجاد انضباط و اجرای سیاست‌های پولی معتبرتر است، با این حال رژیم‌های میخکوب ملایم بیشترین آسیب‌پذیری را در مقابل بحران‌های پولی دارند. بحث دیگری که در حمایت از رژیم‌های ارزی ثابت اقامه می‌شود این است که آنها مانع حباب‌های سفته‌بازانه می‌شوند. در نهایت، انتخاب رژیم ارزی به ویژگی‌های کشور مورد نظر بستگی دارد. اگر کشوری در معرض عوامل اختلال‌زا و بازدارنده خارجی فراوانی قرار داشته باشد، احتمال اینکه خواستار شناور شدن پولش بشود بیشتر است. از سوی دیگر در معرض عوامل اختلال‌زا و بازدارنده داخلی قرار داشتن، احتمالاً یک کشور را به سمت استفاده از نظام‌های میخکوب‌شده نرخ ارز هدایت خواهد کرد.

#### ۵. مقایسه تطبیقی رژیم‌های نرخ ارز در کشورهای عضو سازمان همکاری اسلامی

معمولاً بین آنچه که کشورها می‌گویند دارند در رابطه با رژیم ارزششان انجام می‌دهند و آنچه که آنها واقعاً به آن عمل می‌کنند، تفاوت‌های اساسی وجود دارد. این تفاوت مبنای طبقه‌بندی رسمی<sup>۱</sup> و حقیقی<sup>۲</sup> قرار می‌گیرد. در ادبیات اقتصادی مشاهده می‌شود کشورهایی که اظهار می‌کنند و اجازه می‌دهند نرخ ارزششان شناور باشد، اغلب این کار را انجام نمی‌دهند و کشورهایی که به‌عنوان میخکوب طبقه‌بندی می‌شوند در حقیقت گاهی تغییر جهت می‌دهند (کلین و مارین، ۲۰۰۷)<sup>۳</sup>

1. De Jure

2. De Facto

۳. کلین و مارین اعلام کردند که متوسط طول دوره میخکوب شدن نرخ ارز، در کشورهای نیمکره غربی در حدود ۱۰ ماه بوده است.



در تلاش برای توضیح این رفتار آل‌سینا و واگنر (۲۰۰۶)، ویژگی‌های کشورهای که از رژیم نرخ ارز اعلامی خود عدول می‌کنند را مورد بررسی قرار داده‌اند. آنها به این نتیجه رسیده‌اند که ترس از میخکوب شدن و ترس از شناوری با کیفیت سازمان‌ها و مدیریت اقتصادی ارتباط دارد. کشورهای که ترس از میخکوب شدن را از خود بروز می‌دهند (به رژیم ارزی که آن را میخکوب شده اعلام کرده عمل نمی‌کنند) بیشتر آنهایی هستند که از نظر سازمانی فقیر هستند و چون این امر با مدیریت ضعیف اقتصادی و بی‌ثباتی اقتصادی همراه می‌شود، بالطبع نمی‌تواند با ثبات پولی و ثبات نرخ ارز همراه باشند. از سوی دیگر کشورهایی که با مؤسسات نهادی مناسب، ترس از شناوری را بروز می‌دهند (کمتر از آنچه اعلام می‌کنند شناورند شناور هستند)، آن دسته کشورهایی هستند که چون نوسانات شدید نرخ ارز از سوی بازار به‌عنوان شاخصی برای ضعف مدیریت تعبیر می‌شود تلاش می‌کنند نوسان نرخ ارز را محدود کنند. این مطالعات، توجیهاتی در خصوص دلایل تفاوت بین رژیم‌های ارزی که اعلام می‌شود و آنچه در عمل صورت می‌گیرد را ارائه می‌کند. به این دلیل مطالعه مذکور یک رویکرد رایج به‌منظور طبقه‌بندی کشورها بر اساس رژیم‌های ارزی که به صورت واقعی و در عمل از آن پیروی می‌کنند، بوده است. در این رابطه جدول (۳) رژیم‌های ارزی را که کشورهای عضو سازمان همکاری اسلامی دنبال می‌کنند بر اساس اطلاعاتی که صندوق بین‌المللی تا اکتبر سال ۲۰۱۴ تحت عنوان "طبقه‌بندی ترتیبات نرخ ارز و چارچوب سیاست‌های پولی"<sup>۱</sup> ارائه داده، گزارش می‌کند.

۱. شامل کشورهایی است که به‌طور صریح لنگر اسمی را اعلام نکرده‌اند، اما ترجیح می‌دهند متغیرهای گوناگونی را برای هدایت متغیرهای پولی پایش کنند.

جدول ۳. رژیم‌های نرخ ارز در کشورهای عضو سازمان همکاری اسلامی

چارچوب سیاست پولی						
ترتیب ۲ نرخ ارز (تعداد کشورها)	دلار آمریکا (۱۴)	لنگر نرخ ارز			هدف‌گذاری	
		یورو (۱۲)	ترکیبی (۶)	سایر (۱)	سطحی از انباره پولی (۱۱)	چارچوب هدف‌گذاری تورم (۴)
سایر <sup>۰</sup>						
فاقد پول	-	-	-	-	-	-
اعتباری مستقل	-	-	-	-	-	-
ترتیب ۱ نرخ ارز بدون پول اعتباری جداگانه (۰)	-	-	-	-	-	-
رژیم با پشتوانه دارایی‌های خارجی (۲)	جیبوتی	-	-	برونئی	-	-
بحرین						
گویان						
اردن	بنین <sup>**</sup>					
لبنان	بورکینافاسو					
مالدیو	کامرون <sup>**</sup>					
عمان	چاد					
گونه‌های مختلف رژیم‌های میخکوب (۳۵)	قطر	کومور	کویت		تاجیکستان	
ترتیب ۱ میخکوب ثابت (۳۳)	عربستان سعودی	ساحل عاج	لیبی	-	بنگلادش	آذربایجان
	سورینام	گابن	مراکش		یمن	مصر
	ترکمنستان	گینه‌بیسائو				
	امارات متحده	مالی				
	عربی	نیجر				
	عراق	سنگال				
	قزاقستان	توگو				
میخکوب در نوار افقی (۰)	-	-	-	-	-	-
رژیم‌های میخکوب خزننده (۳)						
میان (۱۴)					ازبکستان	تونس
					اتیوپی	

ادامه جدول ۳.

موریتانی					شناور	
مالزی	گینه		الجزایر		مدیریت‌شده	
سودان	نیجریه	-	سوریه	-	(۱۱)	
پاکستان	گامبیا		ایران			
قرقیزستان						
	اندونزی					
	سیرالئون					
	آلبانی				شناور (۷)	رژیم‌های
	ترکیه	-	-	-		شناور (۸)
	موزامبیک					
	اوگاندا					
سومالی					شناور مستقل (۱)	

\* شامل کشورهای است که به‌طور صریح لنگر اسمی را اعلام نکرده‌اند، اما ترجیح می‌دهند متغیرهای گوناگونی را برای هدایت متغیرهای پولی پایش می‌کنند.

\* \* اعضای که در اتحادیه پولی و اقتصادی غرب آفریقا شرکت کردند.

\* \* \* اعضای که در جامعه پولی و اقتصادی آفریقای مرکزی شرکت کردند.

Source: International Monetary Fund (2014)

۵-۱. رژیم‌های ارزی دلاریزه‌شده

هیچ‌یک از کشورهای عضو سازمان همکاری اسلامی که از پول‌های رسمی متفاوتی برخوردارند، دارایی این ترتیبات نرخ ارزی نیستند که در آن پول کشور دیگری به‌عنوان تنها پول رسمی آنها جریان داشته باشد. این مسئله نشان می‌دهد که هیچ‌کدام از کشورهای عضو سازمان حاضر نیستند که از کنترل مستقل بر سیاست‌های پولی داخلی خود صرف‌نظر کنند. بر اساس آخرین اطلاعات موجود، ۱۳ کشور دنیا در گروه این نوع از ترتیبات ارزی قرار می‌گیرند.

۵-۲. رژیم‌های ارزی مبتنی بر دارایی‌های خارجی

برونئی و جیبوتی از زمان استقلالشان، رژیم ارزی مبتنی بر دارایی‌های خارجی داشته‌اند. در این ترتیبات ارزی، پول داخلی صرفاً به تناسب میزان ارز خارجی منتشر می‌شود. با انتخاب ترتیبات ارزی با پشتوانه دارایی‌های خارجی، این کشورها با حذف کارکرد سنتی بانک مرکزی‌شان به‌عنوان قرض‌دهنده نهایی، آزادی عمل بسیار محدودی برای سیاست پولی احتیاطی را دارند. ۱۲ کشور در جهان این سیاست نرخ ارز را دارند.

**۳-۵. رژیم‌های ارزی میخکوب‌شده**

نظام ارزی اغلب کشورهای عضو سازمان همکاری اسلامی تحت عنوان ترتیبات مختلف و متداول میخکوب ثابت طبقه‌بندی شده است. ۳۳ کشور پولشان را با نرخ ثابتی به پول کشور دیگر یا سبده از ارزهای دیگر میخکوب کرده‌اند. ۱۴ کشور پولشان به دلار میخکوب شده، ۱۲ کشور به یورو و ۴ کشور به ترکیبی از دلار و یورو میخکوب شده‌اند. از بین کشورهایی که نرخ ارزشان را به یورو میخکوب کرده‌اند، ۸ کشور (بنین، بوركینافاسو، ساحل عاج، گینه‌بیسائو، مالی، نیجریه، سنگال و توگو) عضو اتحادیه پولی و اقتصادی غرب آفریقا هستند و پول کشورشان فرانک آفریقای غربی است. ۳ کشور (کامرون، چاد و گابن) عضو جامعه اقتصادی و پولی مرکز آفریقا هستند و پول کشورشان فرانک آفریقای مرکزی است. گرچه در این رژیم‌های ارزی هیچ الزامی برای حفظ نرخ برابری وجود ندارد، مقامات پولی آماده هستند تا از طریق دخالت مستقیم (نظیر عملیات بازار باز) یا غیرمستقیم (استفاده فعال از سیاست‌های نرخ بهره) نرخ برابری ثابت را حفظ کنند. به هر حال، به دلیل اینکه عملکرد سنتی بانک مرکزی هنوز امکان‌پذیر است، انعطاف‌پذیری و محدودیت سیاست‌های پولی نسبت به رژیم دارای پشتوانه دارایی‌های خارجی بیشتر است. ۳۶ کشور دیگر در جهان هستند که از این سیاست ارزی پیروی می‌کنند. در بین کشورهای عضو سازمان همکاری اسلامی هیچ کشوری ترتیبات ارزی میخکوب را در یک نوار افقی<sup>۱</sup> ندارد. البته گرایش به این رژیم ارزی در دنیا زیاد نیست و فقط ۲ کشور دیگر از چنین ترتیبات ارزی پیروی می‌کنند.

**۴-۵. رژیم‌های میخکوب خزنده**

در رژیم میخکوب خزنده پول به صورت دوره‌ای و به مقدار ناچیز بر حسب یک نرخ ثابت یا در پاسخ به تغییرات برخی شاخص‌های کمی که انتخاب شده‌اند، تعدیل می‌شود. سرعت خزیدن نرخ ارز می‌تواند بر اساس تغییراتی که نرخ ارز باید در تطبیق با تورم داشته باشد، صورت گیرد، یا در نرخ از پیش اعلام شده تنظیم شود و یا پایین‌تر از تغییرات تورم برآورد شده تنظیم گردد. از بین ۱۵ کشور جهان تنها رژیم ارزی ۳ کشور عضو سازمان همکاری اسلامی را در عمل می‌توان به عنوان رژیم میخکوب خزنده طبقه‌بندی کرد. رژیم‌های ارزی میخکوب با

---

1. Horizontal Band

نوار افقی و رژیم‌های ارزی نوار خزننده، حاشیه نوسان مشابهی دارند و حاشیه نوسان در مجموع به صورت نوبه‌ای در یک نرخ ارز ثابت یا در پاسخ به تغییرات شاخص‌های کمی منتخب تعدیل می‌شوند. درجه انعطاف‌پذیری نرخ ارز و استقلال سیاست‌های پولی تابعی از پهنای نوار است. الزام برای حفظ نرخ ارز داخل نوار محدودیت‌هایی را بر سیاست‌های پولی اعمال می‌کند.

#### ۵-۵. رژیم‌های شناور مدیریت شده

در رژیم شناور مدیریت شده، مقامات پولی بدون آنکه مسیر یا هدف مشخصی برای نرخ ارز داشته باشند سعی می‌کنند بر نرخ ارز تأثیر بگذارند. شاخص‌هایی که به منظور مدیریت نرخ ارز توسط مقامات پولی به کار می‌روند به میزان قابل توجهی قضاوتی هستند، شامل موقعیت تراز پرداخت‌ها و ذخایر بین‌المللی هستند و لزوماً مکانیزم تعدیل خودکاری وجود ندارد. در این گروه ۱۸ کشور جهان و ۱۱ کشور عضو سازمان همکاری اسلامی قرار دارند که ایران نیز در این گروه طبقه‌بندی شده است. این سیاست تحت چارچوب‌های سیاست پولی متفاوتی توسط کشورهای عضو اعمال می‌شود.

#### ۵-۶. رژیم‌های شناور

در رژیم‌های شناور ارز اجازه داده می‌شود نرخ ارز آزادانه شناور باشد و بانک مرکزی در بازار ارز دخالت نمی‌کند. نرخ ارز در بازار بر اساس عرضه و تقاضای روزانه ارز و با دخالت کم و یا بدون دخالت رسمی تعیین می‌شود. در این رژیم ارزی مقام پولی هیچ محدودیتی را بر اساس سیاست‌های پولی اعمال نمی‌کند و اغلب از چارچوب هدفگذاری نرخ تورم پیروی می‌شود. ۲۹ کشور دنیا رژیم ارزی شناور مستقل را دارند که اکثر آنها دارای درآمدهای بالا هستند. در بین کشورهای عضو سازمان همکاری اسلامی نیز تنها ۸ کشور از رژیم ارزی شناور استفاده می‌کنند. در میان کشورهای عضو سازمان همکاری اسلامی تنها کشوری که توسط صندوق بین‌المللی پول تحت عنوان شناور مستقل طبقه‌بندی شده کشور سومالی است. بر اساس آنچه گفته شد، در رژیم شناور مستقل، نرخ ارز در بازار تعیین می‌شود و ممکن است بی‌ثباتی‌های فراوانی در کوتاه‌مدت وجود داشته باشد. دخالت در بازار ارز خارجی به جای اینکه با هدف تثبیت در یک سطح مشخص از نرخ ارز صورت گیرد، با هدف تعدیل نرخ ارز و جلوگیری از نوسانات شدید در نرخ ارز صورت می‌گیرد.

## ۶. سیر تحولات رژیم نرخ ارز ایران از ۱۳۳۶ تا کنون

بررسی تحولات رژیم ارزی ایران از سال ۱۳۳۶ تاکنون حاکی از حرکت دائمی از سطحی از شناوری به سطحی از میخکوب و بالعکس بوده است. به‌طور کلی اقتصاد ایران طی این دوران ۳ نوع نظام ارزی را تجربه کرده که در ۵ دوره زمانی مختلف اتخاذ شده‌اند. جدول زیر تحولات نظام ارزی در ایران را به‌طور خلاصه نشان می‌دهد.

جدول ۴. روند تحولات نظام‌های ارزی در ایران بر اساس تقسیم‌بندی حقیقی

ویژگی‌های مهم دوره	دوران اجرا	نظام ارزی حسب طبقه‌بندی حقیقی	نظام ارزی حسب طبقه‌بندی رسمی
دسترسی به درآمدهای ارزی برای حمایت از نرخ ارز هدفگذاری شده، اختلاف محدود تورم داخلی و خارجی در اغلب سال‌های دوره، وجود بازار ارز با ثبات تا سال ۱۳۵۷	۱۳۳۸-۱۳۵۷	میخکوب شدید (ثابت)	میخکوب شدید (ثابت)
محدودیت فروش ارز با نرخ رسمی و چندین نرخ ارز مجاز و رسمی، اختلاف قابل توجه تورم داخلی و خارج از کشور و فشار طبیعی بر افزایش نرخ ارز، تلاش مقام پولی برای حفظ نرخ ارز رسمی پایه، افزایش دامنه اختلاف نرخ ارز در بازار موازی و نرخ رسمی، رانت‌جویی به‌واسطه عدم شفافیت جریان تجاری و تخصیص یارانه ضمنی ارز به صنایع، تقویت جریان‌ات سفته‌بازانه به‌دلیل وجود نوسانات شدید در بازار ارز، تعدیل رو به بالای نرخ ارز در سال‌های مختلف	۱۳۵۸-۱۳۷۱	میخکوب خزنده	میخکوب شدید (ثابت)
یکسان‌سازی ناموفق ارزی در سال ۱۳۷۲ و بازگشت به نظام میخکوب به‌دلیل افزایش تورم حاصل از این سیاست، کاهش قیمت نفت، مشکل بازپرداخت بدهی‌های رسیده‌شده و معوقه و نوسانات شدید نرخ ارز	۱۳۷۲	شناور مدیریت‌شده	شناور مدیریت‌شده

## ادامه جدول ۴.

ویژگی‌های مهم دوره	دوران اجرا	نظام ارزی حسب طبقه‌بندی حقیقی	نظام ارزی حسب طبقه‌بندی رسمی
محدودیت فروش ارز با نرخ رسمی و چندین نرخ ارز مجاز و رسمی، اختلاف قابل توجه تورم داخلی و خارج از کشور و فشار طبیعی بر افزایش نرخ ارز، تلاش مقام پولی برای حفظ نرخ ارز رسمی پایه، افزایش دامنه اختلاف نرخ ارز در بازار موازی و نرخ رسمی، رانت جویی به واسطه عدم شفافیت جریان تجاری و تخصیص یارانه ضمنی ارز به صنایع، تقویت جریان‌های سفته‌بازانه به دلیل وجود نوسانات زیاد در بازار ارز، تعدیل رو به بالای نرخ ارز در سال‌های مختلف	۱۳۷۳-۱۳۸۰	میخکوب خزنده	نامعین
اجرای موفق سیاست یکسان‌سازی نرخ ارز از سال ۱۳۸۱، وجود درآمدهای نفتی قابل توجه برای حمایت از نرخ ارز هدفگذاری شده، نوسانات محدود نرخ ارز و تعدیل محدود آن علیرغم اختلاف قابل توجه تورم داخلی و خارجی تا سال ۱۳۸۹	۱۳۸۱-۱۳۸۹	میخکوب خزنده	شناور مدیریت شده
ایجاد بی‌ثباتی در بازار ارز، تقویت جریان‌های سفته‌بازانه به دلیل وجود نوسانات زیاد در بازار ارز، ایجاد شکاف بین نرخ ارز رسمی و بازار، سهمیه‌بندی منابع ارزی در دسترس، تعدیل رو به بالای نرخ ارز رسمی در طول دوره.	۱۳۹۰-۱۳۹۳	میخکوب خزنده	شناور مدیریت شده

مأخذ: نتایج تحقیق.

## ۶-۱. نظام ارزی میخکوب شدید (۱۳۵۷-۱۳۳۸)

پیش از پیروزی انقلاب اسلامی نظام ارزی حاکم بر کشور نظام ارزی میخکوب شدید (ثابت) بود. با این حال کنترل و نظارت دولتی، سهمیه‌بندی ارزی و تعیین اولویت‌های کشور برای مصارف ارزی تا سال ۱۳۵۲ ادامه داشت. در سال ۱۳۵۳ قیمت نفت در بازارهای جهانی به‌طور قابل ملاحظه‌ای افزایش یافت. با افزایش درآمدهای ارزی حاصل از صادرات نفت سهمیه‌بندی ارزی (با حفظ نظام ارزی ثابت) حذف گردید و تحت این شرایط یک نظام ارزی میخکوب شدید با نرخ‌های باثبات ارز تا زمان انقلاب اسلامی به حیات خود ادامه داد.

**۶-۲. نظام ارزی میخکوب خزنده (۱۳۸۰-۱۳۵۸)**

پس از پیروزی انقلاب اسلامی نیز نظام ارزی کشور همچنان نظام نرخ ارز ثابت بود اما با شکل‌گیری جو فرار سرمایه، بانک مرکزی به منظور مهار و کنترل این جریان، کنترل‌هایی را به اجرا درآورد. با شروع جنگ تحمیلی، کاهش امکان صادرات نفت، افزایش تقاضا برای واردات و کاهش قیمت نفت در بازارهای جهانی درآمدهای ارزی کشور با محدودیت‌های زیادی مواجه شد. این درحالی است که اتخاذ سیاست جانشینی واردات که از یک دهه پیش از پیروزی انقلاب آغاز شده بود، نیاز صنایع با ظرفیت بالای تولید که عمده تجهیزات آنها وارداتی بود را به درآمدهای ارزی افزایش می‌داد. از سوی دیگر واردات کالاهای اساسی مورد نیاز جامعه و همچنین هزینه‌های عمرانی طرح‌های توسعه‌ای نیز نیازمند دسترسی به منابع ارزی بود. با توجه به محدود بودن درآمدهای ارزی کشور، کانالیزه کردن و تخصیص بهینه این منابع اهمیت فراوانی داشت. علاوه بر این از آنجا که بخش عمده درآمدهای ارزی کشور از صادرات نفت حاصل می‌شد و نوسانات قیمت نفت درآمدهای ارزی کشور را به شدت تحت تأثیر قرار می‌داد، در سال‌هایی که کشور با محدودیت درآمدهای ارزی مواجه بود دولت را برای حمایت از نرخ ارز اعلامی با مشکلات جدی‌تری مواجه می‌ساخت و این امر نرخ‌های ارز بالاتری در بازار غیررسمی را موجب می‌گردید. به‌رغم تلاش دولت برای حفظ نرخ ارز هدفگذاری شده، به دلیل اختلاف قابل توجه تورم داخلی و خارجی، فشار رو به تزاید تقاضای ارز در کنار محدودیت‌های ارزی، بانک مرکزی را ناگزیر می‌ساخت نرخ ارز رسمی را در ادوار مختلف رو به بالا تعدیل نماید.

**۶-۳. نظام ارزی شناور مدیریت شده (۱۳۷۲)**

اجرای نظام چند نرخ ارز زمانی که کشور با شرایط بحران و محدودیت منابع ارزی مواجه بود و بازارهای مالی اهمیت کمی داشتند کاملاً قابل توجه بود، اما این نظام در اجرا با مشکلات مهمی چون گسترش دامنه رانت‌ها و مفسد اقتصادی و ناکارآمدی در ارزی تخصیصی به مصارف تعیین شده مواجه بود. با توجه به مشکلات و معایب نظام چند نرخ ارز، پس از جنگ تحمیلی و بازسازی اولیه اقتصاد کشور یکسان‌سازی نرخ ارز جزء اولویت‌های تحول اقتصادی دولت قرار گرفت؛ بنابراین سیاست یکسان‌سازی نرخ ارز نخستین بار در سال ۱۳۷۲ دنبال گردید.



با این حال این سیاست به دلیل افزایش تورم ناشی از آن، کاهش قیمت نفت، مشکل بازپرداخت بدهی‌های خارجی رسیده شده و معوقه و نوسانات شدید نرخ ارز و همچنین به دلیل اینکه هماهنگی‌ها و الزامات مورد نیاز در تمام سیاست‌های کشور صورت نگرفته بود، با شکست مواجه شد. آثار تورمی ناشی از سیاست یکسان‌سازی نرخ ارز در سال ۱۳۷۲ افزایش شدید نرخ ارز در بازار آزاد را در پی داشت. آمارها نشان می‌دهد که در سال‌های پس از اجرای سیاست یکسان‌سازی نرخ ارز، نرخ تورم به شدت افزایش یافت، به طوری که در سال ۱۳۷۴ ایران بالاترین نرخ تورم خود (۴۹/۴ درصد) را تجربه نمود.

#### ۶-۴. نظام ارزی میخکوب خزنده (۱۳۸۸-۱۳۷۳)

شکست سیاست یکسان‌سازی نرخ ارز در سال ۱۳۷۲ دولت را وادار کرد که برای ثبات بازار ارز و محیط کلان اقتصادی مقررات و کنترل‌های ارزی شدیدی را مجدداً برقرار نماید، به طوری که معاملات بازار غیررسمی ارز در سال ۱۳۷۴ غیر قانونی اعلام شد، پیمان‌سپاری ارزی در دستور کار قرار گرفت و دامنه مقررات تخصیصی ارز افزایش یافت. در این سال‌ها نیز همچون سال‌های (۱۳۸۰-۱۳۵۸) دولت ناگزیر بود به دلیل محدودیت منابع ارزی در دسترس نسبت به اولویت‌بندی مصارف ارزی اقدام نماید، ضمن آنکه در مقاطعی نرخ ارز رسمی را با توجه به افزایش دامنه اختلاف آن با بازار غیررسمی تعدیل کرد. با این حال با بهبود وضعیت درآمدهای نفتی در سال‌های پایانی برنامه دوم توسعه و تعیین تکلیف بدهی‌های خارجی طبق جدول زمان‌بندی شده، مجدداً موضوع یکسان‌سازی و شناورسازی آن مدنظر قرار گرفت.

#### ۶-۵. نظام رسمی شناور مدیریت‌شده حسب اعلام مقامات پولی و میخکوب خزنده در عمل (۱۳۸۹-۱۳۸۱)

با توجه به اهمیت یکسان‌سازی نرخ ارز این سیاست مجدداً در سال ۱۳۸۱ مورد توجه قرار گرفت و انواع نرخ‌های حمایتی، رقابتی و ... لغو شد. در چارچوب قانون برنامه چهارم و پنجم توسعه نیز نظام ارزی ایران شناور مدیریت‌شده اعلام گردید. اجرای سیاست یکسان‌سازی نرخ ارز موجب کاهش فاصله شدید نرخ‌های ارز آزاد و رسمی به میزان قابل توجهی گردید و ثبات نسبی در بازار ارز را فراهم آورد. در این راستا اولویت‌بندی ارزی مجدداً حذف گردید و

به دلیل دسترسی بانک مرکزی به منابع ارزی طی این دوره، امکان حمایت از نرخ‌های ارز در بازار فراهم گردید. با این حال به رغم ضرورت حمایت از قاعده آریترایژ در فرایند مدیریت بازار نرخ ارز مطابق ماده (۴۱) قانون برنامه چهارم توسعه و ماده (۸۱) قانون برنامه پنجم توسعه، به دلیل ترس از شناوری، مدیریت نرخ ارز به گونه‌ای انجام شد که نرخ ارز به مراتب کمتر از میزان اختلاف تورم داخلی و خارجی تعدیل شد. طی این دوره وجود درآمدهای ارزی قابل توجه حمایت از نرخ‌های هدفگذاری را پشتیبانی کرد که این روند با استفاده از رژیم ارزی میخکوب خزنده مطابقت داشت (صندوق بین‌المللی پول، ۲۰۰۸).<sup>۱</sup> طی این دوره ارزش پول ملی رو به تقویت گذاشت و از زمان اجرای طرح یکسان‌سازی نرخ ارز در سال ۱۳۸۱، در بازار ارز تفاوت چندانی میان نرخ رسمی و غیر رسمی ارز مشاهده نشد.

#### ۶-۶. نظام ارزی میخکوب خزنده (۱۳۹۳-۱۳۸۹)

از ابتدای مهر ماه ۱۳۸۹ به دلیل تشدید تحریم‌های خارجی، مسدود شدن بخش قابل توجهی از منابع ارزی کشور، تحریم نفتی و محدود شدن درآمدهای نفتی، محدودیت دسترسی بانک مرکزی به ارز کاغذی و افزایش قابل توجه تقاضای ارز، حمایت از نرخ‌های بازار ناممکن شد و اختلاف نرخ ارز اعمالی در فرایند خریدهای خارجی (که از طریق نظام بانکی صورت می‌گرفت) و نرخ ارز کاغذی رو به افزایش نهاد. این امر که با بروز اختلال در عملیات بانکی و ارسال حواله‌های ارزی از طریق کشور امارات متحده عربی آغاز شد، رفته‌رفته با تشدید دامنه اختلال در رابطه نظام مالی کشور با بازارهای مالی بین‌المللی تشدید و مجدداً ایجاد نظامی دونرخی را موجب گردید. همچنین، محدودیت منابع ارزی دولت را وادار ساخت که نسبت به اولویت‌بندی منابع ارزی کشور اقدام کند و نرخ‌های رسمی ارز را در ادوار مختلف افزایش دهد. طی این دوره مجدداً اختلاف نرخ ارز رسمی و بازار ارز رو به افزایش نهاد و نوسانات نرخ ارز در بازار غیررسمی شدت گرفت.

۱. بر اساس گزارش سال ۲۰۰۸ صندوق بین‌المللی تحت عنوان "طبقه‌بندی ترتیبات نرخ ارز و چارچوب سیاست‌های پولی" ایران به همراه ۲ کشور دیگر عضو سازمان همکاری اسلامی عراق و ازبکستان به عنوان رژیم میخکوب خزنده طبقه‌بندی شده‌اند.

## ۷. عوامل مؤثر در رژیم نرخ ارز ایران

بررسی روند تغییرات رژیم نرخ ارز ایران در طول ۴ دهه گذشته نشان می‌دهد که به‌رغم تغییرات اعلامی در رژیم ارزی کشور، همواره سطحی از میخکوب‌سازی نرخ ارز وجود داشته که ناشی از برخی از محدودیت‌های ساختاری و نگرش‌های مدیریت کلان اقتصادی به نرخ ارز به‌عنوان ابزاری برای کنترل تورم در اقتصاد کشور بوده است. این عوامل عملاً به چرخش مداوم از قبول سطحی از شناوری به سطحی از میخکوب نرخ ارز منجر گردیده است.

### ۷-۱. نرخ بالای تورم و فشار افزایشی دائمی روی افزایش نرخ ارز اسمی

تورم بالای اقتصاد ایران که ناشی از کسری ساختاری بودجه، سلطه سیاست‌های مالی دولت بر سیاست‌های پولی، استقلال ناکافی سیاست‌گذاری پولی و رشد قابل توجه و مداوم نقدینگی در کشور طی ۴ دهه گذشته کشور است، همواره حفظ ثبات بازار ارز را با موانع جدی روبرو ساخته است. سطوح بالای تورم و اختلاف قابل توجه آن با تورم دیگر کشورهای جهان عملاً فشاری افزایشی و دائمی را متوجه نرخ‌های ارز در ایران نموده که کاهش مداوم ارزش پول ملی را در پی داشته و این روند تا تداوم چنین وضعیتی ادامه خواهد یافت.

### ۷-۲. عدم پایبندی به قاعده آریترائز و نگاه به نرخ ارز به‌عنوان ابزار ثبات اقتصادی

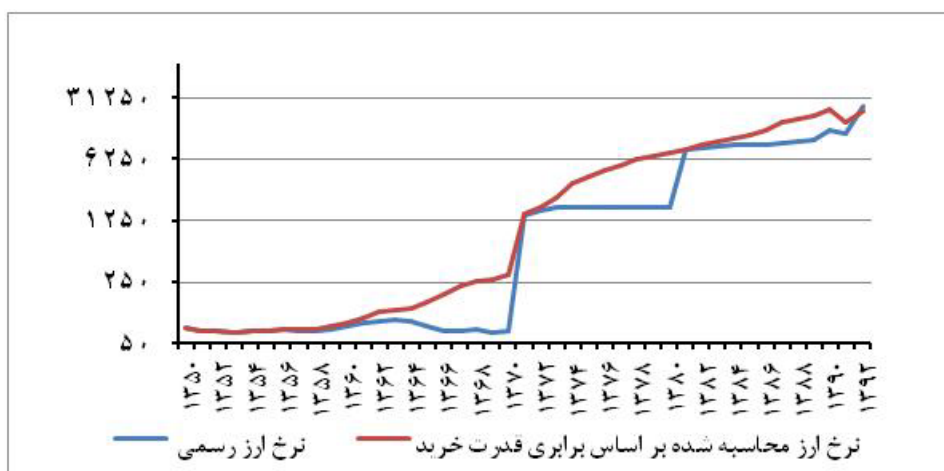
چه در زمانی که رژیم نرخ ارز در ایران ثابت اعلام شده و چه در زمانی که شناور مدیریت شده اعلام گردیده است، عملاً تعدیلات انجام شده در نرخ ارز فارغ از تعدیل برنامه‌ریزی شده مطابق قانون آریترائز بوده است. مطابق قانون برنامه چهارم و پنجم توسعه، رژیم ارزی کشور شناور مدیریت شده اعلام شده است. در ماده (۴۱) قانون برنامه چهارم به‌صورت تلویحی و در ماده (۸۱) قانون برنامه پنجم توسعه به‌صورت صریح عنوان شده که نرخ برابری پول ملی با اسعار خارجی با توجه به تفاوت پول داخلی و خارجی در طول زمان تعدیل شود. این در حالی است که عملاً امکان تعدیل سالانه نرخ ارز به‌نسبت اختلاف تورم داخلی و خارجی، به‌دلیل میزان قابل توجه آن بسیار دشوار بوده است. به‌نظر می‌رسد که مدیریت کلان اقتصادی کشور بر این باور است که اعمال چنین سطحی از تعدیل نرخ ارز به‌طور سالانه، خود می‌تواند با تحمیل شوک تورمی به سایر بازارها و بی‌ثباتی اقتصادی همراه باشد و به‌طور طبیعی در بدنه

سیاست‌گذاری دولت مورد مخالفت قرار خواهد گرفت، بنابراین به فراخور دسترسی به منابع ارزی حتی‌المقدور از تعدیل کامل متناسب با اختلاف تورم داخلی و خارجی جلوگیری می‌شود.

### ۷-۳. ترس از شناوری مقامات پولی و تغییرات شوک‌گونه و اجتناب‌ناپذیر نرخ ارز رسمی در مقاطع ۱۰ ساله

اساساً ترس از شناوری به شرایطی اطلاق می‌شود که در آن مقام پولی کمتر از آنچه اعلام می‌کند رژیم ارزی شناور است، اجازه شناور تعیین شدن نرخ ارز را می‌دهد. طی سال‌های گذشته همواره به‌رغم اعلام مقام پولی مبنی بر برخورداری کشور از یک نظام ارزی شناور مدیریت‌شده، ترس از شناوری موجب شده که تعدیل در نرخ ارز، صرف‌نظر از اختلاف تورم داخلی و خارجی، بسیار کمتر از آنچه که می‌بایست بر اساس قاعده آربیتراژ محقق شود، صورت پذیرد. به‌عبارت دیگر گرچه رژیم اعلامی نرخ ارز در ایران از آغاز برنامه چهارم توسعه رسماً رژیم شناور مدیریت‌شده اعلام شده، اما در عمل به‌دلیل اینکه به تثبیت نرخ ارز به‌عنوان ابزاری برای حفظ ثبات اقتصادی نگاه می‌شده تمایل به میخکوب کردن نرخ ارز وجود داشته است.

بنابر این عملاً همواره سطحی از میخکوب کردن نرخ ارز در نظام ارزی ایران وجود داشته است. وضعیتی که به تخلیه آثار اختلاف نرخ تورم داخلی و خارجی به‌صورت شوک‌گونه در مقاطع ۱۰ ساله انجامیده است. چنانکه از نمودار (۱) مشاهده می‌شود، چه در سال‌هایی که رسماً ثابت اعلام گردیده و چه در سال‌های که در برنامه چهارم و پنجم توسعه مقامات پولی ایران رژیم ارزی کشور را شناور مدیریت‌شده اعلام کرده‌اند، سطحی از میخکوب نرخ ارز در ایران اعمال شده و این امر به تغییرات شوک‌گونه نرخ ارز رسمی در سال‌های ۱۳۷۱، ۱۳۸۱ و ۱۳۹۱ انجامیده است.



نمودار ۱. مقایسه نرخ ارز رسمی و نرخ ارز محاسبه شده بر اساس قدرت برابری خرید طی سال‌های (۱۳۵۰-۱۳۹۲)<sup>۱</sup>

#### ۴-۷. بروز شوک‌های نرخ ارز به دلیل کاهش منابع ارزی در اختیار مقام پولی

بررسی روند تغییرات رژیم نرخ ارز در ایران نشان می‌دهد که شوک‌های ارزی ادواری به دلیل عدم دسترسی به منابع ارزی کافی توسط مقام پولی در اقتصاد ایران بروز کرده است. چه روند شوک گونه افزایش نرخ ارز در سال ۱۳۷۱ که به دلیل بروز بحران بدهی‌های خارجی کشور به وقوع پیوست، چه شوک ارزی سال ۱۳۸۱ که نتیجه کاهش قابل توجه درآمدهای نفتی کشور بود و چه شوک ارزی سال ۱۳۹۱ که به واسطه مسدود شدن منابع ارزی کشور تحت تأثیر تحریم‌های خارجی به وقوع پیوست، همگی ناشی از دسترسی ناکافی مقام پولی برای حمایت از نرخ‌های ارزی بود که مقام پولی بدون توجه به قاعده آریترایژ آن را هدفگذاری کرده و عملاً با کاهش منابع ارزی، ناگزیر از تعدیل یکجای آن گردید.

۱. به دلیل شکست ساختاری نرخ‌ها در سال‌های ۱۳۷۱، ۱۳۸۱ و ۱۳۹۱ نرخ ارز رسمی برابر نرخ ارز بر اساس قدرت خرید فرض شده است.

## ۷-۵. تن دادن به نظام چندنرخی ارز به دلیل عدم امکان حمایت از نرخ‌های هدفگذاری شده

با تعدیل شوک گونه نرخ ارز به صورت ادواری که به عنوان ناکارآمدی مقام پولی تلقی می‌شود از یک سو نرخ ارز بازار و نرخ ارز رسمی به یکدیگر نزدیک می‌شوند و از سوی دیگر مقام پولی سعی می‌کند از طریق حفظ ثبات نرخ ارز در نرخ جدید اعتبار خود را بازیابد. چنین رویکردی در عمل موجب می‌شود که مجدداً دوره‌ای از تلاش برای میخکوب کردن نرخ ارز بر روند مدیریت نرخ ارز حاکم گردد که ایجاد اختلاف بین نرخ ارز رسمی و بازار آزاد از تبعات اجتناب‌ناپذیر آن است. شایان توجه آنکه از نیمه دوم سال ۱۳۸۹ به تدریج فاصله نرخ ارز رسمی و آزاد افزایش یافت و رژیم نرخ ارز کشور دو نرخی گردید. در نیمه تیر ماه ۱۳۹۲ و با افزایش نرخ ارز رسمی از ۱۲۲۶۰ ریال به نرخ مبادله‌ای (۲۴۷۷۹ ریال) تا حدودی از این شکاف کاسته شد، اما معضل دو نرخی شدن نرخ ارز و فاصله نرخ ارز رسمی و غیررسمی همچنان پابرجا مانده است.



مأخذ: آمارهای روزانه نرخ ارز معاونت امور اقتصادی و دارایی وزارت امور اقتصادی و دارایی و بانک مرکزی ج.ا.ا.

نمودار ۲. مقایسه نرخ رسمی و آزاد طی سال‌های (۱۳۸۹-۱۳۹۳)

### ۸. توصیه‌هایی برای بهبود عملکرد رژیم ارزی کشور

ایجاد و حمایت از رژیم نرخ ارز شناور مدیریت شده که در تعدادی از اقتصادهای پیشرفته جهان (نظیر سوئد، نیوزلند و کانادا) دنبال شده، اساساً مستلزم پیش‌نیازها و الزاماتی چون هدفگذاری تورم و استقلال بانک مرکزی است، به عبارت دیگر ایجاد رژیم ارزی شناور مدیریت شده، اقدامی تکمیلی برای طرح‌هایی چون تک‌رقمی کردن نرخ تورم و استقلال سیاستگذاری پولی به حساب می‌آید، از این منظر تصور جامه‌عمل پوشاندن به یک رژیم ارزی شناور مدیریت شده برای کشوری مانند ایران که با عدم استقلال مقام پولی و تورم دو رقمی مواجه است، به جهت نظری غیرقابل انتظار به نظر می‌رسد و روند حاکم بر بازار ارز ایران طی دهه گذشته نیز آن را به اثبات رسانده است. از این رو نخستین توصیه سیاستی قابل طرح برای صیانت از رژیم شناور مدیریت شده در ایران هدفگذاری تورم و تحقق تورم تک‌رقمی خواهد بود. وضعیتی که بی‌تردید بدون افزایش سطح بیشتری از استقلال مقام پولی دور از دسترس خواهد بود. بدیهی است مادامی که تورم تک‌رقمی در ایران از طریق اصلاح رابطه دولت و نظام مالی تحقق نیابد، مقاومت طبیعی در بدنه نظام تصمیم‌گیری برای رعایت قاعده آربیتراژ وجود خواهد داشت و بروز شوک‌های ارزی در شرایط عدم دسترسی مقام پولی به منابع ارزی یا پس از یک دوره تلاش برای جلوگیری از تعدیل کافی نرخ ارز اجتناب ناپذیر خواهد بود.

بدیهی است که پس از برداشتن این گام مهم، صیانت از یک رژیم نرخ ارز شناور مدیریت شده در کشور مستلزم برنامه‌ای روشن است که موریس گلداستین (۲۰۰۲) نیز خطوط کلی آن را ارائه کرده است این طرح باید علاوه بر اینکه اجازه مداخله مقام پولی در بازار ارز به منظور خنثی کردن اثر شوک‌های موقت را می‌دهد، متضمن یک سیستم گزارش‌دهی باشد که از طریق آن هم میزان ارز در دسترس و هم مخاطرات مربوط به بدهی‌های خارجی را پشتیبانی نماید. ایجاد چنین رژیم ارزی در دوران پساتحریم احتمالاً بتواند زمینه اتخاذ یک استراتژی سلسله‌مراتبی جهت باز کردن بازارهای مالی داخلی به روی جریانات سرمایه خارجی را مهیا کند (ایشفق، ۲۰۱۰).

## ۹. جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

اگرچه هیچ اجماع و اتفاق‌نظری در مورد اینکه یک رژیم ارزی مناسب چگونه باید انتخاب شود وجود ندارد، با این حال در انتخاب رژیم ارزی مؤلفه‌هایی چون سیاست‌های کلان اقتصادی، اعتبار مقامات پولی، بی‌ثباتی و ناهماهنگی نرخ ارز و آسیب‌پذیری رژیم‌های ارزی در برابر بحران و شوک‌های اقتصادی از عناصر مهم انتخاب رژیم ارزی هستند. ضمن آنکه ویژگی‌های منحصر بفرد هر کشوری نیز ممکن است تأثیرات قابل‌توجهی بر فرایندهای تصمیم‌گیری در مورد رژیم‌های ارزی داشته باشد. تا آنجا که به تجربه کشورهای جهان مربوط می‌شود رژیم‌های ارزی در یک تقسیم‌بندی کلی در ۳ گروه ثابت (میخکوب)، انعطاف‌پذیر (شناور) و رژیم‌های ارزی میانه طبقه‌بندی می‌شوند. در رابطه با انتخاب رژیم نرخ ارز در عمل نیز مطالعات انجام شده حاکی از آن هستند که رژیم‌های شناور برای کشورهای توسعه‌یافته مناسب‌تر هستند، این در حالی است که رژیم‌های میانه گزینه مناسب‌تری برای کشورهای در حال توسعه‌ای که اقتصادهای بازی دارند و بخش‌های مالی‌شان به‌اندازه کافی توسعه‌یافته به حساب می‌آید. برای کشورهایی که یکپارچگی کمتری با اقتصاد جهانی دارند و با کمبود انضباط پولی مواجه هستند، به‌نظر می‌رسد رژیم‌های میخکوب ملایم مناسب‌تر باشد. رژیم‌های میخکوب سخت نیز عموماً گزینه مناسبی برای کشورهایی با تورم بالا و میزان اعتبار پایین محسوب می‌شود. بررسی کشورهای عضو سازمان همکاری اسلامی در سال ۲۰۱۴ نشان می‌دهد که رژیم ارزی اغلب کشورهای عضو سازمان همکاری اسلامی حسب طبقه‌بندی حقیقی تحت‌عنوان ترتیبات مختلف و متداول میخکوب ثابت طبقه‌بندی شده و ۳۵ کشور پولشان را با نرخ ثابتی به پول کشور دیگر یا سبدهی از ارزهای دیگر میخکوب کرده‌اند. ۱۴ کشور پولشان به دلار میخکوب شده، ۱۲ کشور به یورو و ۳ کشور به ترکیبی از دلار و یورو میخکوب شده‌اند. در این میان ایران و ۱۰ کشور عضو سازمان همکاری اسلامی نیز رژیم نرخ ارز شناور مدیریت‌شده دارند. این در حالی است که بررسی تحولات رژیم ارزی ایران از سال ۱۳۳۶ تاکنون حاکی از حرکت دائمی از سطحی از شناوری به سطحی از میخکوب و بالعکس بوده و به‌رغم تغییرات اعلامی در رژیم ارزی کشور، همواره سطحی از میخکوب‌سازی نرخ ارز وجود داشته که ناشی از برخی از محدودیت‌های ساختاری و نگرش‌های مدیریت کلان اقتصادی به‌نرخ ارز به‌عنوان ابزاری برای



کنترل تورم در اقتصاد کشور بوده است. این عوامل عملاً به چرخش مداوم از قبول سطحی از شناوری به سطحی از میخکوب نرخ ارز منجر گردیده است. از مهم‌ترین دلایل این روند می‌توان به عواملی چون نرخ بالای تورم و فشار افزایشی دائمی بر روی افزایش نرخ ارز اسمی، عدم پایداری دولت و مقام پولی به قاعده آربیتراژ، نگاه به نرخ ارز به‌عنوان ابزار ثبات اقتصادی، ترس از شناوری مقام پولی و... اشاره کرد. این عوامل باعث شده‌اند که تغییرات شوک‌گونه و اجتناب‌ناپذیر نرخ ارز رسمی در مقاطع ۱۰ساله در ایران بروز کند. شوک‌هایی که با کاهش منابع ارزی در اختیار مقام پولی زمینه بروز و ظهور یافته است.

در نهایت اینکه با توجه به آنچه گفته شد صیانت از رژیم نرخ ارز شناور مدیریت شده که رسماً به‌عنوان رژیم نرخ ارز در ایران اعلام شده، مستلزم پیش‌نیازها و الزاماتی چون هدفگذاری تورم و استقلال بیشتر مقام پولی است و بدون هدفگذاری تورم تک‌رقمی و رعایت الزامات آن، ناممکن خواهد بود.

## منابع

- بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران (۱۳۹۳-۱۳۵۰)، *داده‌های نرخ ارز*.  
 ترازنامه‌های بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.  
 کمیجانی، اکبر و سجاد ابراهیمی (۱۳۹۲)، "اثر نوسانات نرخ ارز بر رشد بهره‌وری در کشورهای در حال توسعه با لحاظ سطح توسعه مالی"، *فصلنامه علمی-پژوهشی مطالعات اقتصادی کاربردی در ایران*، سال ۲، شماره ۶، تابستان، ص ۵.  
 عاطفی‌منش، رؤیا (۱۳۹۳)، "گستره رژیم‌های ارزی میخکوب‌شده در جهان، بررسی منافع و مضار آن با تأکید بر کشورهای صادرکننده نفت"، *فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی*، سال ۲، شماره ۵، بهار.  
 معاونت امور اقتصادی وزارت امور اقتصادی و دارایی، دفتر تحقیقات و سیاست‌های پولی و بازرگانی (۱۳۹۳-۱۳۸۹)، *داده‌های نرخ ارز*.  
 Alesina, Alberto & Alexander Wagner (2006). "Choosing (and renegeing on) Exchange Rate Regimes." Mimeo, Harvard University, June.  
 Ghosh, A.R. , A.M. Gulde & H. Wolf (2002), "Exchange Rate Regimes: Choices and Consequences", London, MIT Press.  
 Goldstein, Morris (2002), "Managed Floating Plus", Institute for International Economics, Washangton D.C.  
 International Monetary Fund (2008) "Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions", October.  
 International Monetary Fund (2014), "Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions", October.  
 Ishfaq, Mohammad (2010), "Review of Different Exchange Rate Regimes and Preferred Choice for UAE", Department of Finance, Government of Dubai.  
 Klein, M & N. Marion (2007), "Explaining The Duration Of Exchange Rate Pegs" *Journal Of Development Economics*, Vol. 54, No. 2, PP. 387-404.  
 Organization of Islamic Cooperation Statistical (2012), *Economic and Social Research and Training Center for Islamic Countries, OIC Outlook Series*, February.  
 Setser, Brad (2007), *The Case for Exchange Rate Flexibility in Oil-Exporting Economies*, Policy Brief, Peterson Institute for International Economics, PB07-8.