

# تحلیل تحولات ارزی با تأکید بر آسیب شناسی اقتصاد کلان ایران

حسن درگاهی

دانشیار دانشکده علوم اقتصادی و سیاسی دانشگاه شهید بهشتی  
h-dargahi@sbu.ac.ir

## چکیده:

در تجربه سیاست های ارزی اقتصاد ایران، متغیر کلیدی نرخ ارز غالباً به عنوان یک متغیر برون زا فرض شده و انتخاب نظام های ارزی از نوع نظام سهمیه بندی ارزی، و یا مدیریت شده با گرایش تثبیت نرخ ارز یک رویکرد مسلط بشمار می آید. این سیاست در فضای تورمی حاصل از سیاست های انبساطی مالی و پولی، منجر به کاهش نسبت قیمت های خارجی به داخلی برحسب واحد پول یکسان (نرخ ارز حقیقی) شده و تبعات مثبتی بر تخصیص منابع و رشد اقتصادی و همچنین تراز پرداخت های کشور نداشته است. اگرچه انتخاب نوع نظام ارزی برای مدیریت اقتصادی مهم است ولی مهمترین جنبه سیاست ارزی که بازتوزیع و رشد اقتصادی را تحت تأثیر قرار می دهد مسئله چندگانه بودن نرخ ارز و همچنین ارزشگذاری بیش از اندازه نرخ ارز است. بنابراین آنچه مهم است ایجاد ثبات در نرخ ارز حقیقی است. در این رابطه دو نکته تعیین کننده می بایست مورد توجه قرار گیرد. اول آنکه نمی توان نرخ ارز اسمی را به عنوان عاملی برون زا و ناسازگار با شرایط اقتصادی تعیین نمود. دوم آنکه باید تورم تحت کنترل قرار گیرد. بدین جهت شناخت عوامل و مکانیزم های اثرگذار بر نرخ ارز و بررسی ریشه های بحران ارزی با تأکید بر آسیب شناسی اقتصاد کلان ایران، در حوزه های رشد اقتصادی، حجم پول و تورم، تراز مالی دولت و ساختار تجارت از یکسو، و تشدید تحریم های مالی و اقتصادی از سوی دیگر، دارای اهمیت است.

واژگان کلیدی: نرخ ارز حقیقی، نظام ارزی، اقتصاد ایران، اقتصاد نفتی، سیاست مالی و پولی

طبقه بندی JEL : E5، F31، F41

برای درک اهمیت مسئله نرخ ارز به عنوان یک قیمت کلیدی در اقتصاد، در ابتدای بحث دو نکته را یادآور می‌شوم.

نکته اول در رابطه با نقش قیمت‌های نسبی در تخصیص منابع است. باید توجه داشت آنچه بر رفتار مصرف‌کنندگان و تولیدکنندگان مؤثر است و مبنای تصمیم‌سازندگان و واردکنندگان قرار می‌گیرد قیمت‌های مطلق نیستند. قیمت یک کالا، یک دارایی و یا یک عامل تولید به تنهایی اهمیتی ندارد. بلکه آنچه بر ترکیب سبد مصرفی مصرف‌کنندگان، ترکیب عوامل تولید بنگاه‌ها، ترکیب سبد نگه‌دارندگان دارایی و همچنین ترکیب صادرات و واردات مؤثر است، قیمت‌های نسبی یک کالا یا دارایی و یا عامل تولید است. قیمت‌های نسبی بحثی بسیار کلیدی در تخصیص منابع بشمار می‌آید. در سبد مصرفی مصرف‌کنندگان، نسبت قیمت یک کالای مصرفی به قیمت سایر کالاهای مصرفی مؤثر است. در انتخاب سبد دارایی، نسبت قیمت دارایی‌های مختلف با توجه به میزان پذیرش ریسک افراد مهم است. در انتخاب تکنولوژی بنگاه‌ها، نسبت قیمت سرمایه به قیمت نیروی کار تعیین‌کننده است. بنابراین هرگونه اختلالی در قیمت‌های نسبی، ساختار مصرف، تولید و تجارت را تحت تأثیر قرار می‌دهد. و بدین جهت در علم اقتصاد، با در نظر گرفتن سایر عوامل، حذف نقش قیمت‌های نسبی و ایجاد اختلال در آنها انحراف برزگی در سیاست‌های اقتصادی بشمار می‌آید. اگر چه دولت می‌تواند در محدوده‌ای از زمان و با دخالت‌های خود در بازارهای مختلف قیمت‌های نسبی را مختل سازد ولی در بلندمدت، خواسته و یا ناخواسته، واقعیت‌ها و سازوکارهای اقتصادی در راستای حل معضل عدم بهینگی تخصیص منابع، خود را بر اراده دولت مسلط کرده و جهش قیمت‌های کلیدی به منظور اصلاح قیمت نسبی اتفاق می‌افتد. مثال‌های مختلفی از این پدیده در اقتصاد ایران به وقوع پیوسته است. افزایش قیمت انرژی با هدف اصلاح قیمت نسبی انرژی، مثال روشنی است که به منظور تغییر نادرست تخصیص منابع انرژی انجام گرفت. افزایش نرخ سود اسمی سپرده‌های پس‌انداز در برخی از دوره‌های زمانی مثال دیگری است که با هدف اصلاح نرخ سود حقیقی و تغییر ترکیب دارایی پس‌اندازکنندگان شاهد بودیم. بنابراین نمی‌توان قیمت‌های کلیدی چون نرخ ارز، نرخ بهره (سطح عمومی نرخ‌های بازدهی سرمایه‌های جایگزین پول)، قیمت انرژی و قیمت نیروی کار را به عنوان عواملی برون‌زا و ناسازگار با شرایط اقتصادی تعیین نمود. از سوی دیگر برای ایجاد ثبات در قیمت‌های نسبی حتماً می‌بایست که تورم تحت کنترل قرار گیرد زیرا در غیر این صورت دولت مدام اقتصاد کشور را در تهدید جهش قیمت‌ها قرار داده و به طور مستمر آثار زیان‌بار تورم مزمن دامنگیر جامعه خواهد شد بدون آنکه دولت توان جبران کاهش قدرت خرید مردم را داشته باشد.

از جمله قیمت های نسبی مهم که در ارتباط با نرخ ارز است، نسبت قیمت های خارجی به قیمت های داخلی و یا به عبارت صحیح تر، نسبت قیمت کالاهای قابل تجارت به قیمت کالاهای غیرقابل تجارت است. اما این نسبت قیمت چگونه تعریف می شود؟ شاخص قیمت خارجی برحسب پول داخلی از حاصلضرب دو عامل قیمت خارجی برحسب پول خارجی و همچنین نرخ ارز اسمی بدست می آید. در نتیجه نسبت مورد بحث که در ادبیات اقتصادی به نرخ ارز حقیقی نیز معروف است از رابطه زیر محاسبه می شود:

$$e = (P^* \cdot E) / P$$

e: نسبت شاخص قیمت خارجی به شاخص قیمت داخلی

P\*: شاخص قیمت خارجی برحسب پول خارجی

E: نرخ ارز اسمی (قیمت یک واحد پول خارجی برحسب پول داخلی)

P: شاخص قیمت داخلی

نرخ ارز حقیقی که بیان کننده شاخص رقابت پذیری اقتصاد است از جمله عوامل مهم قیمتی مؤثر بر ساختار تجارت است. صادرات تابعی مستقیم از نرخ ارز حقیقی و واردات تابعی معکوس از آن است. بنابراین نرخ ارزی که بر تجارت مؤثر است نه نرخ ارز اسمی بلکه تحولات نرخ ارز حقیقی است که در ادامه به بررسی تحولات آن در اقتصاد ایران پرداخته خواهد شد.

نکته دوم، بحث نظام ارزی است. مطابق ادبیات اقتصادی در حالت های حدی، نظام های ارزی مبتنی بر بازار به دو نظام شناور و نظام ثابت طبقه بندی می شود. در کشورهای مختلف و در دوره های زمانی متفاوت، نظام ارزی حالتی بین دو حالت فوق، به عنوان نظام ارزی مدیریت شده، نیز تجربه شده است. در نظام ارزی شناور، نرخ ارز از طریق مکانیزم عرضه و تقاضای ارز و بدون دخالت بانک مرکزی در بازار ارز تعیین می شود. در این بازار بخشی از عرضه کنندگان و تقاضاکنندگان، واقعی (صادر کنندگان و وارد کنندگان) و بخشی غیر واقعی هستند (که به خاطر تقاضای سفته بازی در مواقعی از جمله زمان بی ثباتی برای استفاده از فرصت های سودآور وارد بازار می شوند). در نظام ارزی شناور انتظار می رود که اگر تراز پرداخت ها مثبت باشد نرخ ارز به دلیل مازاد عرضه ارز کاهش یابد و اگر منفی باشد مازاد تقاضای ارز منجر به افزایش نرخ ارز گردد. بر اساس مبانی نظری فرض می شود که در این حالت مکانیزم تعدیل تراز پرداخت ها، تغییرات نرخ ارز است. بنابراین در نظام ارزی شناور به جهت وجود تعادل در تراز پرداخت ها، دارایی های خارجی بانک مرکزی و در نتیجه پایه پولی تغییر نمی کند.

در نظام ارزی ثابت، مدیریت نرخ ارز با بانک مرکزی است، بانک مرکزی یک مقدار را به عنوان هدف از پیش تعیین شده برای نرخ ارز تعیین کرده و با دخالت خود در بازار ارز از طریق خرید و فروش ارز

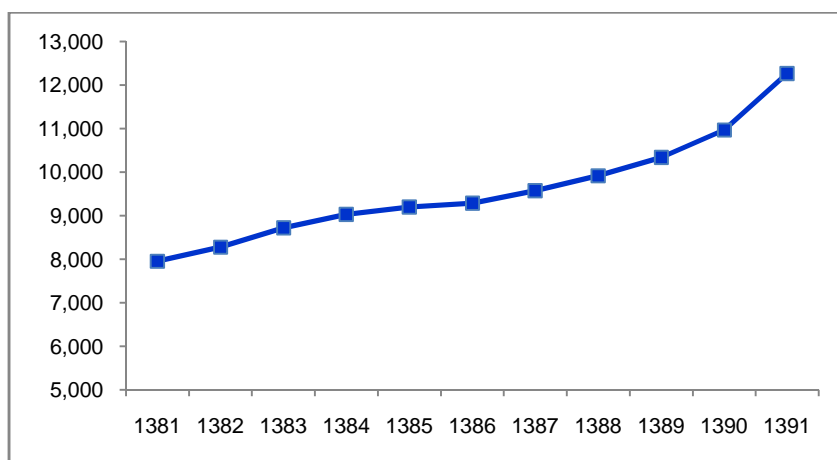
سعی می کند قیمت تعادلی بازار ارز را در سطح مورد هدف خود نگهداری کند. در نظام ارزی ثابت تغییرات تراز پرداخت ها بر دارایی های خارجی بانک مرکزی مؤثر است. در این شرایط اگر نرخ ارز از سطح مورد هدف افزایش یابد، بانک مرکزی به دلیل پاسخگویی به مازاد تقاضای ارز، از محل دارایی های خارجی خود ارز برداشت کرده و در بازار می فروشد و برعکس اگر نرخ ارز تمایل به کاهش داشته باشد بانک مرکزی ارز مازاد را از بازار جمع کرده و آن را به دارایی های خارجی خود می افزاید. در این حالت مشاهده می شود که میزان دخالت بانک مرکزی بستگی به سطح دارایی های خارجی بانک مرکزی دارد. یادآوری می شود که در نظام ارزی ثابت نیز بازار ارز و مکانیزم عرضه و تقاضای ارز وجود دارد اما یکی از عوامل مهم این بازار، بانک مرکزی است که با تغییرات دارایی های خارجی خود امکان دخالت در بازار را دارد. بدین جهت گفته می شود که در نظام ارزی ثابت، بانک مرکزی دارای سیاست پولی مستقل نیست زیرا عرضه پول به جهت سیاست تثبیت نرخ ارز تغییر می کند.

همچنانکه گفته شد، در کشورهای مختلف، نظام های ارزی مختلفی در چارچوب دو حالت حدی فوق تجربه شده است که به طور خلاصه می توان به نظام ارزی ثابت مدیریت شده، نظام ارزی خزننده و نظام ارزی شناور مدیریت شده به شرح زیر اشاره نمود:

- نظام ارزی ثابت مدیریت شده: تثبیت نرخ ارز اسمی به جز شرایط شوک های شدید خارجی
  - نقطه قوت: کمک به ثبات تورم در میان مدت
  - نقطه ضعف: کاهش (تقویت) نرخ ارز حقیقی به جهت تعدیلات گسسته نرخ ارز، عدم پوشش ریسک نرخ ارز در صورت تورم های بالا
- نظام ارزی خزننده: تعدیل پیش بینی شده نرخ ارز اسمی برحسب شاخص های کمی منتخب (مانند اختلاف تورم داخلی از تورم خارجی)، انتخاب نرخ ارز اسمی به عنوان لنگر اسمی تا زمانی که مسیر آن یکنواخت و قابل پیش بینی باشد.
  - نقطه قوت: کمک به ثبات تورم، کاهش هزینه تقویت نرخ ارز حقیقی
  - نقطه ضعف: عدم پوشش ریسک نرخ ارز در صورت تورم های بالا
- نظام ارزی شناور مدیریت شده: هیچ مسیر رسمی تعهد شده ای برای نرخ ارز وجود ندارد به طوری که در صورت هرگونه تغییر پیش بینی نشده در متغیرهای بنیادی، نرخ ارز تغییر می کند. در این حالت انعطاف پذیری نرخ ارز زیاد است و در زمان وقوع شوک های بزرگ، نرخ ارز در مسیر یکنواخت به سوی شرایط جدید هدفگذاری می شود.

در دهه ۷۰، به جز سالهای ابتدایی، نظام ارزی ایران نه ثابت و نه شناور بلکه مبتنی بر نرخ های ارز چندگانه و بر اساس یک نظام سهمیه بندی ارزی اداره شد. تجربه ناموفق این نوع نظام ارزی به جهت توسعه رانت جویی، فساد اقتصادی و اختلال در تخصیص منابع، منجر به یکسان سازی نرخ ارز در سال ۸۰ گردید. در فاصله سال های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۰، اقتصاد ایران یک نظام ارزی ثابت و مدیریت شده را به پشتوانه دارایی های خارجی بانک مرکزی و به برکت وفور درآمدهای ارزی نفت تجربه نمود. چون در این دوران همیشه نرخ ارز تحت تأثیر نرخ تعیین شده بانک مرکزی قرار داشته اما در عین حال بانک مرکزی اجازه می داد که این نرخ به تدریج افزایش یابد. به طوری که نرخ ارز از ۷۹۵ تومان بعد از ۱۰ سال به ۱۲۲۶ تومان رسید (نمودار ۱). حال سؤال این است که آیا این تعدیل نرخ ارز متناسب و سازگار با تحولات سایر متغیرهای اقتصاد کلان بوده است؟ پاسخ منفی است. ریشه بحران ارزی اخیر را نیز می بایست در عدم تعدیل نرخ ارز اسمی منطبق با شرایط اقتصاد کلان کشور دانست. در مورد نرخ ارز نباید ساده نگر باشیم. نرخ ارز به عنوان یک قیمت کلیدی، در تعامل بخش واقعی اقتصاد با بخش های پولی و مالی کشور تعیین می شود. عدم جامع نگری به این بحث سیاستگذاران را در تحلیل و ارزیابی تحولات نرخ ارز دچار اشتباه می کند. اگرچه نگرش ساده از روند ۱۰ ساله نرخ ارز اسمی (سال های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۰)، می تواند حاکی از وجود یک نظام ارزی با ثبات باشد ولی از منظر اقتصاد کلان وقتی تحول نرخ ارز را در کنار تغییرات سایر شاخص های اقتصادی همچون حجم نقدینگی، رشد اقتصادی، بهره وری، ساختار تجارت، تورم و انتظارات تورمی قرار می دهیم مشخص می شود که نحوه مدیریت نرخ ارز اشتباه بوده است. برای شناخت این موضوع می بایست چگونگی اثرپذیری نرخ ارز از عوامل مختلف بررسی شود که مبنای الگوهای تعیین نرخ ارز را تشکیل می دهد.

نمودار ۱: نرخ ارز اسمی رسمی



## ۲- الگوهای تعیین نرخ ارز

بر اساس الگوهای نظری اقتصادی، نرخ ارز می تواند بر مبنای عوامل مختلف سه روند بلندمدت، میان مدت و کوتاه مدت داشته باشد. نرخ ارز به طور همزمان تحت تأثیر عوامل ساختاری بلندمدت (متغیرهای بنیادی)، نوسانات میان مدت (به علت وجود شوک های غیرقابل انتظار که باعث انحراف نرخ ارز از روند بلندمدت می شود) و عوامل سفته بازی کوتاه مدت قرار گرفته و مقدار آن تعیین می شود. یک سطح و یا یک مسیر تعادلی وجود دارد که نرخ ارز در بلندمدت بدان میل می کند. این مسیر تعادلی بلندمدت می تواند از طریق روش برابری قدرت خرید و یا ملاحظات مربوط به تعادل خارجی بدست آید. اگر عامل اول مهم فرض شود، در این صورت نرخ ارز اسمی در طی زمان معادل اختلاف بین نرخ های تورم داخلی و خارجی تعدیل می شود. از طرف دیگر اگر ملاحظات مربوط به تعادل خارجی عامل مهم تلقی شود، نرخ ارز در طی زمان در جهت تحقق این هدف در بلندمدت تغییر می کند. بنابراین تأثیر عوامل بنیادی به گونه ای است که طی زمان جهت نرخ ارز را به سمت مسیر بلندمدت هدایت خواهد نمود. باید توجه داشت که اگر شوک های پولی و با حقیقی در میان مدت افزایش یابد می تواند باعث انحراف هرچه بیشتر نرخ ارز از مسیر تعادلی بلندمدت خود گردد. از طرف دیگر در کوتاه مدت نیز عوامل سفته بازی می تواند باعث دور شدن نرخ ارز از مسیر تعادلی گردد چرا که نحوه تشکیل انتظارات عاملان اقتصادی در بازار ارز دارای اهمیت بسیار بوده و این امر می تواند با ایجاد رفتار جهشی، نرخ ارز را برای مدتی از مسیر تعیین شده توسط عوامل بنیادی اقتصاد دور سازد. در این رابطه نقش اطلاعات جدید و رخدادهای غیرقابل انتظار، قیمت سرمایه را در بازارهای مالی همچون نرخ ارز به شدت تحت تأثیر قرار می دهد.

با توجه به نکات فوق، الگوهای مختلفی برای تحلیل تحولات نرخ ارز در دو طبقه بندی الگوی جریان ارز و یا تراز پرداختها و همچنین الگوهای بازار سرمایه شکل گرفته است. براساس الگوی اول در بازار ارز همانند بازار سایر کالاها، نرخ ارز تعادلی از عرضه و تقاضای ارز تعیین می شود. عرضه و تقاضای ارز هر دو به عنوان مقادیر جریان هستند که بر حسب واحد ارز در یک زمان اندازه گیری می شوند. در این الگو مانند بازار کالا انگیزه در رفتار تقاضاکنندگان و رفتار عرضه کنندگان متفاوت است. تقاضا بستگی به سلیقه مصرف کنندگان، قیمتهای نسبی کالاهای مصرفی مختلف و درآمد مصرف کنندگان دارد. عرضه نیز به طور عمده در ارتباط با دانش فنی و قیمت نهاده های تولید تعریف می شود. از نظر آماري نیز امکان تخمین توابع عرضه جریان تقاضای جریان امکان پذیر است. همچنین در تحلیل اثرات شوک های برون زا بر عرضه و تقاضای کالا طبیعی است که مقدار نهایی تغییرات قیمت بستگی به کشش های منحنی های عرضه و تقاضا خواهد داشت.

اگرچه تراز پرداختها در تعیین نرخ ارز به عنوان یک متغیر بنیادی مهم حتی در اقتصاد ایران دارای اهمیت بوده و هست ولی این الگو به تنهایی روندهای نرخ ارز را توضیح نمی دهد. اهمیت عواملی دیگری چون عرضه و تقاضای پول، نرخ های بازدهی سایر دارایی های مالی، نرخ ارز آتی و بحث برابری قدرت خرید منجر به معرفی الگوهای بازار سرمایه در تعیین نرخ ارز گردید. روش اخیر، نرخ ارز را اساساً شبیه همان عواملی می داند که قیمت سایر سرمایه ها را در یک بازار سازمان یافته سرمایه (مانند بازار سهام) تعیین می کند. در چنین بازارهایی قیمت ها نه بر اثر تعادل عرضه جریان و تقاضای جریان بلکه بر اساس میزان موجودی و انباشت سرمایه ها شکل می گیرد. از آنجایی که سرمایه های مورد نظر بادوام هستند، بنابراین، قیمت جاری تعیین شده یک سرمایه به طور عمده بستگی به انتظارات بازار از قیمت های آتی آن سرمایه دارد. در صورت دریافت اطلاعاتی که قیمت های مورد انتظار آتی را تغییر دهد، قیمت های آن سرمایه به سرعت در جهت آن تغییرات اثر می پذیرد. در نظریه تعیین قیمت سرمایه، عرضه و تقاضای جریان ارز مفاهیم مفیدی در تجزیه و تحلیل بشمار نمی آیند. خریداران و فروشندگان با انگیزه های مطلوب نسبت به سرمایه های خود در رابطه با نرخ بازدهی مورد انتظار که شامل حداقل ریسک آنها می باشد، تصمیم گیری می کنند. بعلاوه، در بسیاری از موارد قیمت یک سرمایه ممکن است که تغییر یابد بدون آنکه سطح معاملات تغییر کند. زیرا امکان دارد که بازار به عنوان یک کل نسبت به آن سرمایه بیشتر خوش بین و یا بدبین باشد. به دلیل مشابه بودن ملاحظات اولیه در ایجاد انگیزه خریداران و فروشندگان سرمایه ها، در نظر گرفتن منحنی های عرضه و تقاضای جریان معنادار نبوده و از نظر آماری امکان تخمین جداگانه توابع عرضه و تقاضای جریان سرمایه وجود ندارد. برای مثال نمی توان گفت که قیمت یک سهم بنگاه از طریق تقاضای جریان برای خرید سهام و عرضه جریان برای فروش سهام تعیین می شود و مقدار تغییر قیمت یک سهم بستگی به کشش های این منحنی ها دارد. بلکه، می توان گفت که قیمت سهام تغییر می کند چرا که بازار به عنوان یک کل نظر خود را نسبت به ارزشی که سهام مورد نظر می تواند داشته باشد، تغییر داده است. بنابراین، ایده اولیه نظریه بازار سرمایه در تعیین نرخ ارز مشابه چنین تجزیه و تحلیلی است. بر اساس تعریف، نرخ ارز قیمت نسبی یک پول ملی برحسب پول دیگر است. به جهت آنکه پول های ملی دارایی محسوب می شود بنابراین باید انتظار داشت که قیمت نسبی امروز آنها بستگی زیادی به قیمت نسبی مورد انتظار فردا و یا هفته دیگر و یا فصل دیگر داشته باشد. پس اگر اتفاقی باعث تغییر معنادار در نرخ ارز مورد انتظار گردد نرخ ارز جاری به تبع آن تغییر خواهد کرد. همچنانکه مشاهده می شود نرخ ارز تحت تأثیر عوامل مختلفی است. بر اساس مجموعه الگوهای مورد بحث می توان عواملی چون عرضه پول اقتصاد داخلی و خارجی، سطح تولید داخلی و خارجی، عامل تراز پرداخت ها، بازدهی دارایی های جایگزین، شوک های پولی و حقیقی و بحث انتظارات را برشمرد.

انتظارات تورمی در واقع انتظارات از تحولات آتی اقتصاد است. مهم نیست که مردم درست فکر کنند یا نه بلکه پیش بینی آنها دارای اهمیت است. یک شایعه، یک دروغ، یک افشاگری، یک تاریخ مذاکره یا یک تحول سیاسی ممکن است به شدت بازارهای مالی را تحت تاثیر قرار دهد. وقتی فضای اقتصاد کلان به شدت بی ثبات باشد کوچکترین شوک در زمان جاری، در تصویر ذهنی مردم به عنوان یک اتفاق بزرگ در آینده تفسیر می شود. همچنانکه گذشت برخی از این عوامل نرخ ارز را در بلندمدت و برخی در میان مدت و کوتاه مدت تحت تاثیر قرار می دهد. مدل هایی که نرخ ارز را در بلندمدت پیش بینی می کنند مدل های فاندamental یا بنیادی هستند. در حالی که در تحولات کوتاه مدت نرخ ارز، مانند پیش بینی نرخ برای فردا یا هفته آینده، عوامل بنیادی همچون تراز پرداخت ها، سطح تولید و حجم پول به کار نمی آید و انتظارات به عنوان عامل اصلی عمل می کند. در کوتاه مدت مدل های پیش بینی نرخ ارز مدل های تکنیکال هستند که بعد نظری ندارند و از تحولات کوتاه مدت یک دوره، تغییرات کوتاه مدت بعدی را پیش بینی می کنند.

حال سؤال این است که عوامل مؤثر بر نرخ ارز در اقتصاد ایران چگونه است؟ از عوامل مهم و مؤثر بر نرخ ارز، تورم داخلی است که در آن متغیرهای بنیادی چون عرضه پول و سطح تولید نقش دارند. تورم های انباشت شده در طی زمان اثر خود را دیر یا زود بر نرخ ارز نشان می دهد. از سوی دیگر وضعیت تراز تجاری کشور نیز تعیین کننده است. در این رابطه یکی از پیچیدگی هایی که در زمینه تعیین نرخ ارز در ایران وجود دارد این نکته است که عرضه کننده عمده ارز، دولت است. به عبارت دیگر در بازار ارز بخش عمده ای از عرضه ارز حاصل از صادرات نفت است که به عنوان یک متغیر برون زا و تحت تاثیر بازار جهانی نفت، توسط دولت انجام می گیرد. بنابراین وضعیت تراز تجاری کشور که به شدت تحت تاثیر ارز حاصل از صادرات نفت است، می تواند بر مقدار نرخ ارز اثرگذار باشد. این نکته از آن جهت دارای پیچیدگی است که اگر نظام ارزی را شناور تعریف کنیم، نرخ ارز اسمی به تبعیت از افزایش (و یا کاهش) میزان ارز تزریقی دولت، کاهش (و یا افزایش) یافته و ساختار تجارت را با نوسانات دائمی مواجه می سازد. تجارت پرنوسان منجر به سطح تولید بی ثبات و رشدهای اقتصادی ناپایدار می شود. یادآوری می شود که میزان تزریق ارز نفت نیز نتیجه سیاست های مالی و بودجه ای دولت است که از ویژگی های مهم آن وجود همیشگی کسری بودجه است. از سوی دیگر اگر نظام ارزی را ثابت و حتی مدیریت شده انتخاب کنیم ممکن است تجربه دهه ۸۰ بوجود آید که در آن به جهت توان بالای بانک مرکزی در دخالت در بازار ارز (به پشتوانه تراز تجاری مثبت حاصل از وفور درآمدهای نفتی)، نرخ ارز به ظاهر باثبات ولی ناسازگار با شرایط سایر متغیرهای اقتصادی تعیین گردید. دهه ۸۰ تجربه ای بود که در آن نرخ ارز در یک دوره میان مدت پایین تر از سطح تعادلی بلندمدت تعیین شد و بدین دلیل بازار ارز را به شدت تحت تهدید جهش نرخ ارز قرار داد.



به طور کلی نرخ ارز اسمی بازار آزاد در اقتصاد ایران تابعی مستقیم از قیمت های داخلی و تابعی معکوس از وضعیت درآمدهای ارزی نفت است. در صورت تضعیف درآمدهای نفتی، فشار تورمی نرخ ارز را می افزاید. در این حالت تقاضای سفته بازی ارز نیز به جهت کاهش اعتبار سیاست بانک مرکزی تقویت می شود. یافته های فوق بر اساس نتایج برآورد رابطه زیر، با استفاده از داده های فصلی دوره زمانی ۸۹-۱۳۷۰ و با بکارگیری روش پویای کل به جزء در تخمین روابط کوتاه مدت و بلندمدت، نشان داده می شود:

$$ENO = f( P [GDP, M2] , Roil [NX] )$$

به طوری که در آن ENO نرخ ارز اسمی بازار آزاد، Roil درآمدهای ارزی نفت (و یا NX خالص صادرات و یا تراز تجاری) به عنوان شاخص توانمندی بانک مرکزی در دخالت و مدیریت بازار ارز، P شاخص قیمت داخلی، M2 حجم نقدینگی و GDP تولید ناخالص داخلی به قیمت ثابت است. برای تبیین دقیق تر رابطه بین درآمدهای ارزی نفت با نرخ ارز، در الگوی اول، نرخ ارز اسمی تابعی از درآمدهای ارزی نفت به قیمت ثابت در نظر گرفته شد. نتایج رابطه بلندمدت نشان می دهد که اگرچه افزایش درآمدهای حقیقی منجر به افزایش نرخ ارز می شود ولی اثر شوک های مثبت نفتی، به جهت افزایش توانمندی بانک مرکزی در مدیریت بازار ارز، بر نرخ ارز منفی است. در رابطه برآورد شده، متغیر مجازی سالهای ۸۵ تا ۸۹ نشان دهنده اثر کاهنده افزایش درآمدهای نفتی بر نرخ ارز است.

$$\begin{aligned} LENO = & + 0.9659*LENO\_1 + 0.2797*LENO\_4 - 0.2645*LENO\_6 - 0.3009 \\ (SE) & (0.0695) \quad (0.109) \quad (0.0821) \quad (0.181) \\ & - 0.05034*LROIL\$ + 0.09847*LROIL\$\_4 - 0.2536*LROIL\$\_5 \\ & (0.0295) \quad (0.0584) \quad (0.0908) \\ & + 0.2645*LROIL\$\_6 - 0.07603*dum8589 - 0.03831*Seasonal\_1 \\ & (0.0809) \quad (0.0287) \quad (0.0167) \end{aligned}$$

$$ECM = LENO + 15.9527 - 3.1291*LROIL\$ + 4.03149*dum8589 + 2.03163*Seasonal\_1;$$

$$\begin{aligned} WALD \text{ test: } & Chi^2(3) = 2.14917 [0.5420] \\ AR \ 1-5 \text{ test: } & F(5,67) = 0.47868 [0.7909] \\ ARCH \ 1-4 \text{ test: } & F(4,64) = 1.9185 [0.1181] \\ Normality \text{ test: } & Chi^2(2) = 31.055 [0.0000]** \\ hetero \text{ test: } & F(16,55) = 2.2986 [0.0116]* \\ hetero-X \text{ test: } & F(52,19) = 1.9711 [0.0528] \\ RESET \text{ test: } & F(1,71) = 0.43910 [0.5097] \end{aligned}$$

در الگوی دوم، نرخ ارز اسمی تابعی از حجم نقدینگی به نمایندگی از تورم داخلی، و خالص صادرات یا تراز تجاری کشور به عنوان جانشینی برای شاخص توانمندی بانک مرکزی در مدیریت بازار ارز در نظر گرفته شده است. رابطه پویای الگو حاکی از اثرگذاری وقفه اول متغیر نرخ ارز، وقفه های ششم و هشتم متغیر تراز تجاری و وقفه های اول و پنجم و ششم حجم نقدینگی بر نرخ ارز جاری است. در

بلندمدت افزایش نقدینگی به جهت ایجاد تورم منجر به افزایش (تضعیف) نرخ ارز و بهبود تراز تجاری منجر به کاهش (تقویت) نرخ ارز می شود.

$$\begin{aligned} \text{LENO} = & + 0.9599 * \text{LENO}_1 + 0.4115 + 0.01794 * \text{LNX}_6 - 0.0235 * \text{LNX}_8 - 0.3012 * \text{LM2}_1 + 0.9319 * \text{LM2}_5 \\ (\text{SE}) & (0.0268) \quad (0.131) \quad (0.00844) \quad (0.00795) \quad (0.151) \quad (0.275) \\ & - 0.627 * \text{LM2}_6 \\ & (0.213) \end{aligned}$$

$$\text{ECM} = \text{LENO} - 10.2737 + 0.138707 * \text{LNX} - 0.0927591 * \text{LM2}$$

WALD test:  $\text{Chi}^2(2) = 0.390984 [0.8224]$   
 AR 1-5 test:  $F(5,64) = 0.84569 [0.5225]$   
 ARCH 1-4 test:  $F(4,61) = 0.87999 [0.4813]$   
 Normality test:  $\text{Chi}^2(2) = 37.107 [0.0000]**$   
 hetero test:  $F(12,56) = 0.97560 [0.4827]$   
 hetero-X test:  $F(27,41) = 1.3163 [0.2094]$   
 RESET test:  $F(1,68) = 6.9257 [0.0105]*$

بنابراین در اقتصاد ایران همواره نرخ تورم، به عنوان برآیند متغیرهای بنیادی اقتصاد، و همچنین تورم مورد انتظار بر نرخ ارز فشار می آورد. اما وضعیت تراز تجاری و سطح ذخایر ارزی کشور به عنوان ابزار دخالت بانک مرکزی در بازار ارز، بخشی از این فشار را خنثی می کند.

با توجه به نکات فوق، بررسی تحولات نسبت قیمت های خارجی به داخلی یا همان نرخ ارز حقیقی که در مقدمه توضیح داده شد، ضروری است.

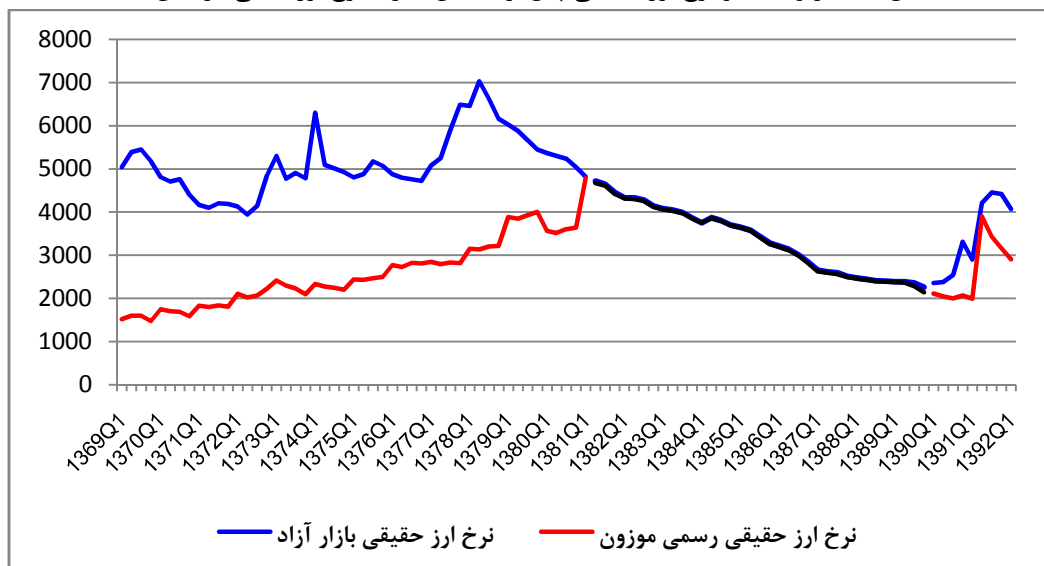
### ۳- تحولات نرخ ارز حقیقی

همچنانکه گذشت نسبت قیمت های خارجی به داخلی برحسب واحد پولی یکسان، یا نرخ ارز حقیقی از عوامل مهم اثرگذار بر ترکیب صادرات و واردات و در نتیجه بر ساختار فعالیت های اقتصادی است که در اقتصاد ایران با ویژگی هایی که برشمردیم می بایست به خوبی مدیریت شود. بحران ارزی اخیر را نیز می توان براساس تحولات همین نسبت توضیح داد. تحولات نرخ ارز حقیقی براساس نرخ های ارز اسمی بازار آزاد و بازار رسمی، از فصل اول سال ۶۹ تا فصل اول سال ۹۲ در نمودار ۲ نشان داده شده است. در دهه ۷۰ بعد از اولین جهش نرخ ارز در سال ۷۴، سیاست های پولی و مالی انبساطی همچنان ادامه پیدا کرد اما نرخ ارز به اندازه تورم حاصل از آن سیاست ها افزایش پیدا نکرد. در نهایت در سال ۸۰ با سیاست یکسان سازی نرخ ارز دومین جهش نرخ ارز اسمی به طور رسمی انجام گرفت. بعد از سیاست یکسان سازی نرخ ارز مجدداً داستان تکرار می شود. تشدید سیاست های انبساطی پولی و مالی، به ویژه در سال های رونق نفتی بعد از ۸۴، و روند فزاینده قیمت های داخلی به همراه سرکوب نرخ ارز اسمی منجر به روند کاهنده نرخ ارز حقیقی تا سال ۹۱ شد. در سال مذکور به دلیل تشدید تحریم ها و کاهش درآمدهای ارزی دولت و در نتیجه کاهش توانایی بانک مرکزی در دخالت

بازار ارز، وزن عامل تراز تجاری در میان عوامل تعیین کننده نرخ ارز کاهش یافت و تورم های انباشت شده به همراه انتظارات تورمی به عنوان عامل اصلی افزایش نرخ ارز ایفای نقش نمود به طوری که مطابق نمودار، نرخ ارز حقیقی روند تعدیل خود را آغاز نموده است. تجربه گذشته به خوبی نشان می دهد که نمی توان در دراز مدت نرخ ارز حقیقی را کاهنده نگه داشت. بنابراین علت جهش نرخ ارز اسمی آن است که نرخ ارز حقیقی را به مسیر تعادلی بلندمدت خود برگرداند. چرا تداوم روند کاهنده نرخ ارز حقیقی دائمی نیست؟ زیرا دخالت دولت، از طریق اعمال شوک های پولی و حقیقی که از اثرات کامل متغیرهای بنیادی بر نرخ ارز می کاهد، نمی تواند دائمی باشد و در نتیجه با ایجاد اطلاعات جدید در مورد آینده بازار و تغییر انتظارات، جهش نرخ ارز اسمی برای جبران تورم های انباشت شده قبلی اتفاق می افتد.

#### نمودار ۲: تحولات نرخ ارز حقیقی در اقتصاد ایران (داده های فصلی ۱۳۹۲:۱-۱۳۶۹:۱)

کاهش معنادار و مستمر نرخ ارز حقیقی پس از یکسان سازی نرخ ارز اسمی در سال ۸۰

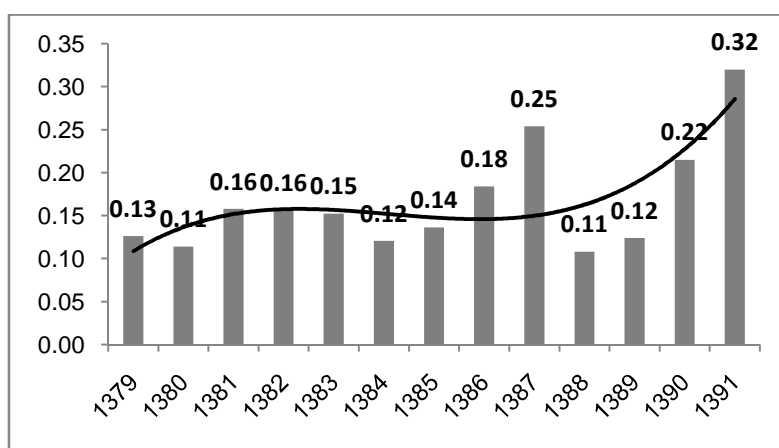


#### ۴- حجم پول، تورم و نرخ ارز

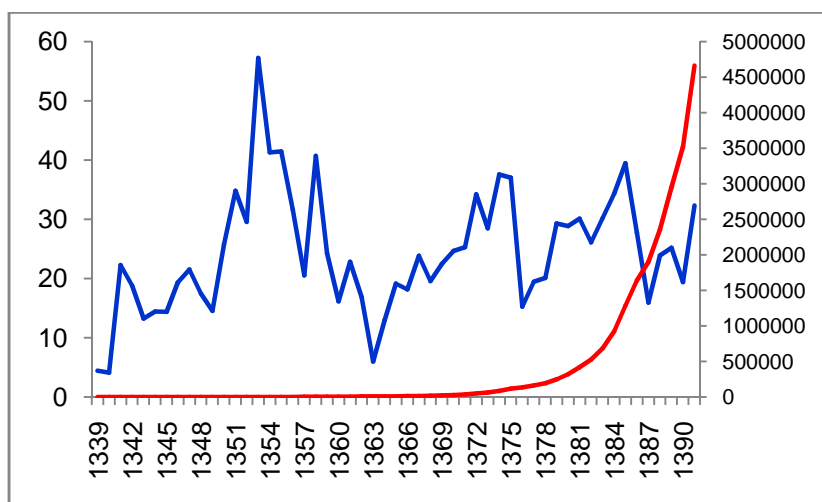
برای بررسی دقیق تر تحولات نرخ ارز حقیقی، نیازمند نگاه به تحولات حجم پول و نرخ تورم هستیم (نمودارهای ۳ و ۴). مطابق ارقام تورم سالانه، میانگین تورم سالهای دهه ۸۰ کمتر از ۱۵ درصد گزارش شده است. نرخ تورم اعلام شده نیز تا پایان سال ۹۱ معادل ۳۲ درصد است. اما دلیل پایین بودن تورم دهه ۸۰ علیرغم حجم فزاینده پول در این دوره چیست؟ جواب افزایش شدید واردات است. یادآوری می شود که در فاصله سالهای ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۱ حجم نقدینگی با نرخ رشد متوسط ۲۷/۶ درصد، بیش از ۶ برابر شده است. در سال ۹۱ نیز حجم نقدینگی رشدی معادل ۳۱ درصد را تجربه نمود. تورم نسبتاً پایین سالهای قبل، علیرغم افزایش شدید نقدینگی، به طور عمده به دلیل واردات

فزاینده به پشتوانه درآمدهای ارزی سرشار نفتی بود که به طور موقت رابطه بین نقدینگی و تورم را تضعیف نمود. نکته مهم آنکه حجم نقدینگی بالا در شرایط نبود فضای مناسب کسب و کار و تخصیص ناکارای منابع به فعالیت های مولد تولید و سرمایه گذاری، اقتصاد ایران را در برابر یک تهدید بالقوه قرار داد. این تهدید شامل انتقال نقدینگی به بازارهای مالی به ویژه بازار ارز و طلا و با هدف سوداگری و استفاده از فرصت های سودآوری بود که با افزایش فزاینده نرخ ارز موجب بی ثباتی اقتصادی و همچنین بی اعتبار شدن سیاستهای دولت گردید.

نمودار ۳: نرخ تورم (۹۱-۱۳۷۹)



نمودار ۴: حجم نقدینگی (۹۰-۱۳۳۹)



## ۵- رشد اقتصادی و نرخ ارز

کاهش نرخ ارز حقیقی در یک دوره ۱۰ ساله به شدت بر تولید داخلی اثر گذاشت و بهره وری کل عوامل تولید را کاهش داد. کاهش این نرخ به عنوان کاهش قیمت های خارجی نسبت به قیمت های داخلی یکی از پاسخ های مربوط به سؤال مهم تولیدکنندگان است که چرا قیمت تمام شده کالاهای

داخلی بالاست؟ در شرایط کاهش نرخ ارز حقیقی برای یک دوره طولانی مدت، کدام صنعت داخلی می تواند با صنعت خارجی رقابت کند؟ تداوم این شرایط به تدریج تخصیص منابع اقتصاد و ترکیب فعالیت های بخشی را تغییر و وابستگی اقتصاد را به واردات زیاد کرد. از آنجا که واردات خود وابسته به نفت است در نتیجه اقتصاد بیشتر و بیشتر به نفت وابسته شد.

مطابق داده های بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، میانگین رشد اقتصادی دوره های ۸۴-۱۳۷۹ و ۹۰-۱۳۸۵ به ترتیب معادل ۶/۳ و ۴ درصد بوده است. رشد اقتصادی ایران از ۱/۶ درصد در سال ۱۳۷۸ به ۶/۹ درصد در سال ۱۳۸۴ افزایش و سپس در یک روند نسبتاً کاهنده به ۳ درصد در سال ۱۳۹۰ کاهش یافته است. این کاهش در حالی است که در این دوره روند درآمدهای ارزی نفت فزاینده بوده است به طوری که درآمدهای ارزی حاصل از صادرات نفت به ۱۱۸/۲ میلیارد دلار در سال ۱۳۹۰ بالغ گردید (نمودار ۵). افزایش وابستگی تولید به درآمدهای نفتی را می توان با روند نسبت واردات دلاری به تولید ناخالص داخلی و یا با نسبت درآمد نفت به تولید ناخالص داخلی نشان داد. بنابراین سؤال این است که اگر انتظار می رفت که در حوزه عملکرد سیاسی روزی تشدید تحریم ها بر درآمدهای نفتی و واردات اثر بگذارد چرا در حوزه عملکرد اقتصادی، اقتصاد بیش از پیش به نفت وابسته تر گردید؟

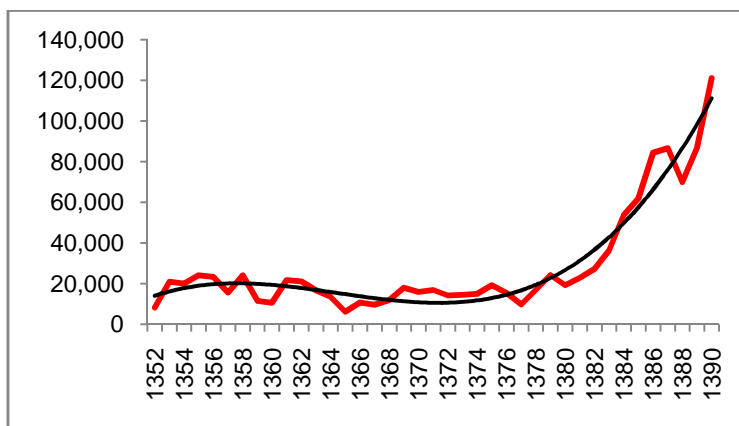
بنابراین بررسی تحولات رشد اقتصادی در دوره رونق نفتی اخیر نشان می دهد که با وجود افزایش درآمدهای نفتی به دلیل بی توجهی به سیاست های سمت عرضه، رشد اقتصادی بالا و مستمر حاصل نشده است. به طوری که تزریق درآمدهای نفتی به همراه ایجاد تورم داخلی در چارچوب نظام ارزی ثابت منجر به کاهش نرخ ارز حقیقی و در نتیجه افزایش شدید واردات و تضعیف بخش قابل تجارت (مانند بخش صنعت) و همچنین کاهش بهره وری شد. در بحث وابستگی نفتی، باید نوع رابطه درآمدهای نفتی، و یا واردات، با رشد اقتصادی مورد توجه قرار گیرد. نتایج مطالعات تجربی نشان می دهد که اگرچه اثر درآمدهای نفتی بر رشد اقتصادی مثبت است ولی افزایش شدید درآمدهای نفتی نسبت به روند، بر رشد اقتصادی اثر کاهنده دارد (نمودار ۶). این پدیده هم از کانال وقوع مرض هلندی و کاهش رقابت پذیری اقتصاد و هم از کانال افزایش عدم کارایی مخارج دولت قابل توضیح است.<sup>۱</sup> اربیل<sup>۲</sup> (۲۰۱۱) با بررسی شاخص های مالی دولت در ۲۸ کشور تولید کننده نفت (شامل کشورهای اوپک) برای سالهای ۲۰۰۹-۱۹۹۹ نشان می دهد که در کل کشورهای مورد مطالعه، پنج شاخص مخارج کل، مخارج مصرفی، مخارج سرمایه گذاری، درآمدهای غیرنفتی و تراز غیرنفتی دارای

---

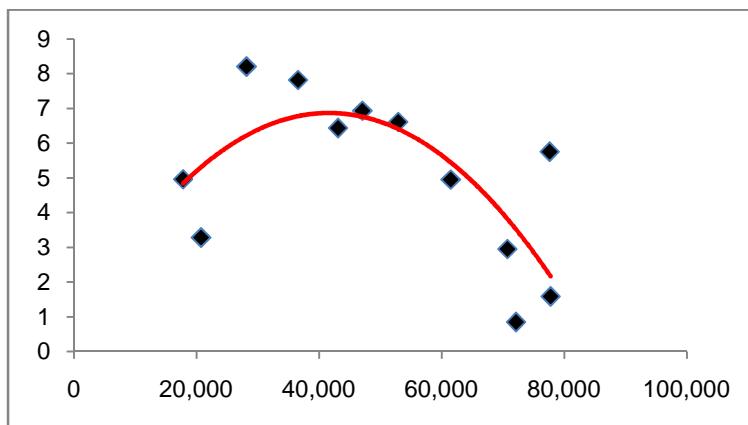
نگاه کنید به: درگاهی، حسن (۱۳۸۷)، رونق نفتی و چالش های توسعه اقتصادی: با تأکید بر ساختار تجارت و کاهش رقابت پذیری اقتصاد ایران، مجله تحقیقات اقتصادی، دانشگاه تهران، شماره ۸۴.

سیکل های همسو با تولید غیرنفتی هستند. این در حالی است که برای گروه های درآمدی مختلف، نتیجه متفاوت است. به طوری که شاخص مخارج دولت در گروه کشورهای با درآمد کم و متوسط دارای سیکل های موافق، ولی در کشورهای با درآمد بالا دارای سیکل های مخالف است. از سوی دیگر در مباحث مربوط به آثار بی ثباتی نرخ ارز حقیقی بر رشد بهره وری، درجه توسعه یافتگی بازارهای مالی مهم است. آگیون و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۰۶) بر اساس یک مطالعه بین کشوری نشان دادند که در ۸۳ کشور مورد مطالعه، نوسانات نرخ ارز حقیقی بر بخش واقعی اقتصاد، در کشورهای با بازارهای مالی ضعیف، منفی است. بنابراین از کانال توسعه نیافتگی مالی نیز می توان گفت که بی ثباتی نرخ ارز حقیقی در اقتصاد ایران به جهت نوسانات درآمدهای نفتی، اثر منفی بر بهره وری و تولید دارد.

نمودار ۵: روند درآمدهای ارزی نفت (میلیون دلار)



نمودار ۶: رابطه رشد اقتصادی (درصد) و واردات (میلیون دلار)

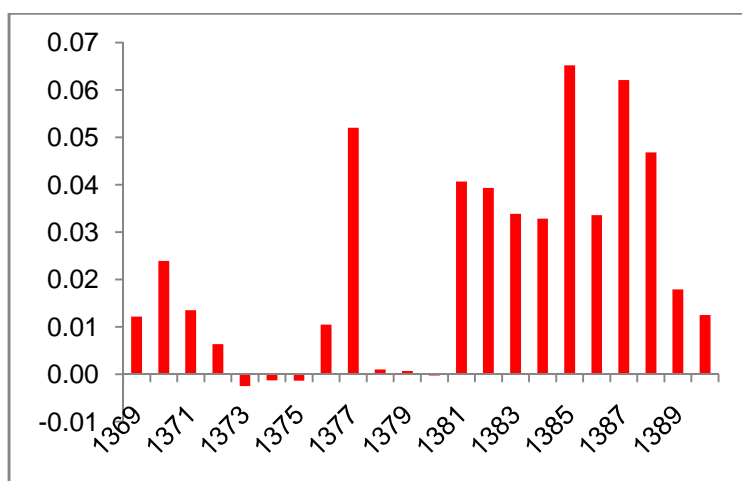


## ۶- تراز مالی دولت و نرخ ارز

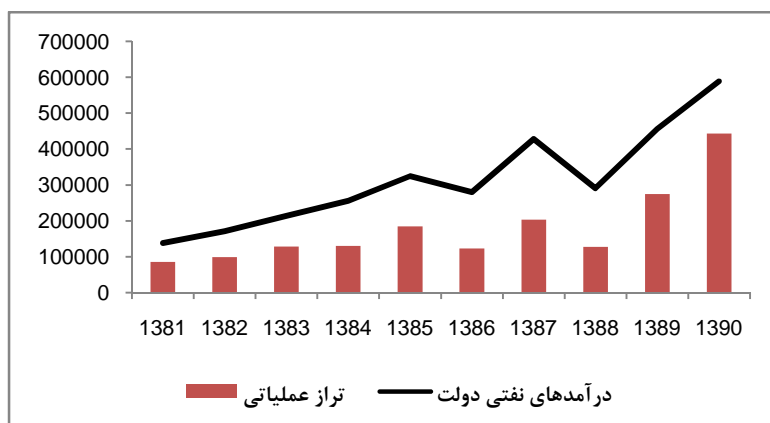
<sup>3</sup> Aghion Bacchetta, Ranciere and Rogoff

وجود کسری بودجه مزمن، از ویژگی‌های اساسی بودجه دولت در اقتصاد ایران است. حتی در سالهای اخیر که متناظر با افزایش درآمدهای نفتی است، مخارج کل دولت بیش از درآمدها است. نسبت کسری بودجه دولت (تراز عملیاتی و سرمایه‌ای) به تولید ناخالص داخلی در برخی از سالها به بیش از ۵ درصد بالغ می‌شود. اگرچه این نسبت در سالهای اخیر محدود شده است ولی افزایش شدید مخارج دولت و بزرگتر شدن اندازه دولت در دوران رونق نفتی، وابستگی اقتصاد را به مخارج دولتی افزوده و در نتیجه کاهش مخارج دولت در چنین شرایطی منجر به تعمیق رکود اقتصادی می‌شود. نکته دیگر آنکه بر خلاف سیاست‌های برنامه‌ای، وابستگی بودجه دولت به نفت افزایش پیدا کرده و تأمین هزینه‌های مصرفی دولت از درآمدهای مالیاتی محقق نشده است. افزایش شدید تراز عملیاتی در سالهای اخیر به مفهوم افزایش وابستگی هزینه‌های جاری دولت به درآمد نفت و حساب ذخیره ارزی است. به طوری که در صورت افت درآمدهای نفتی، به علت چسبندگی هزینه‌های دولت و وابستگی درآمدها به درآمد نفت، کسری بودجه دولت افزایش خواهد یافت. با محدود شدن حساب ذخیره ارزی برای تأمین کسری بودجه دو گزینه متصور است که هر دو در نهایت منجر به افزایش نرخ ارز اسمی می‌شود. گزینه غیرمستقیم، روش انتشار پول و افزایش تورم و به تبع آن افزایش نرخ ارز است. و گزینه مستقیم افزایش نرخ ارز رسمی برای افزایش درآمدهای ریالی نفتی است. در هر صورت وضعیت تراز مالی دولت و تأمین مالی کسری بودجه تهدید جدی دیگری برای اقتصاد ایران بشمار می‌آید.

نمودار ۷: نسبت کسری بودجه (تراز عملیاتی و سرمایه‌ای) به GDP



## نمودار ۸: رابطه بین درآمدهای نفتی دولت و تراز عملیاتی



### ۷- جمع بندی

در جمع بندی مباحث مطرح شده وضعیت شاخصه های اقتصاد کلان ایران که منجر به بحران ارزی گردید و همچنان می تواند زمینه ساز بحران های اقتصادی دیگر باشد، مرور می شود.

#### ۷-۱) بخش واقعی اقتصاد

- شرایط رکود تورمی
- روند کاهنده رشد اقتصادی علیرغم افزایش درآمدهای نفتی در سال های اخیر
- افزایش وابستگی تولید به درآمدهای ارزی نفت و یا کاهش کارایی استفاده از درآمدهای نفتی
- روند فزاینده مخارج مصرفی خصوصی به همراه کاهنده بودن رشد سرمایه گذاری خصوصی و دولتی
- افزایش شاخص ریسک در فضای کسب و کار
- کاهش بهره وری کل عوامل تولید
- افزایش تراز عملیاتی بودجه دولت در سالهای اخیر به مفهوم افزایش وابستگی هزینه های جاری دولت به درآمد نفت
- کاهش نرخ ارز حقیقی به مفهوم بدتر شدن فضای رقابت پذیری و در نتیجه افزایش وابستگی اقتصاد به واردات و تشدید کسری تراز تجاری غیرنفتی

#### ۷-۲) بخش پولی و مالی



- روند فزاینده تورم ناشی از محدودیت های سمت عرضه و افزایش تقاضای کل و همچنین افزایش انتظارات تورمی در فضای بی ثبات اقتصاد کلان
- افزایش شدید حجم نقدینگی و تبدیل شدن آن به یک تهدید بالقوه بحران را در بازار دارایی های مالی، به ویژه بازار ارز، در شرایط نبود فضای مناسب کسب و کار و نبود ابزار کافی برای مدیریت نقدینگی، به ویژه جذب سپرده های مدت دار بانکی
- افزایش نوسانات رشد نقدینگی و تبعات آن بر ایجاد تورم و یا رکود، به جهت آشفتگی در اهداف اجرای سیاست پولی
- تشدید عدم توازن منابع و مصارف نظام بانکی و افزایش بدهی بانک ها به بانک مرکزی و در نتیجه افزایش پایه پولی
- هدفگذاری نامناسب نرخ ارز در چارچوب نظام ارزی ثابت مدیریت شده، به دلیل توان بانک مرکزی در دخالت بازار ارز به پشتوانه دارایی های خارجی، و در نتیجه کاهش رقابت پذیری اقتصاد

#### ۸- نتایج: راهبردهای سیاست ارزی و پولی

با توجه به آنچه گفته شد می توان یک راهبرد کوتاه مدت و یک راهبرد بلندمدت را طراحی و اجرا نمود. یادآوری این نکته ضروری است که اولاً وضعیت موجود، برآیند نتایج سیاست های اقتصادی دولت در هشت سال گذشته و آثار تشدید تحریم ها، به ویژه تحریم های مالی و نفتی است. ثانیاً این دو عامل باهم به طور همسو عمل کرده است. یعنی وابسته شدن بیشتر اقتصاد به نفت در حوزه های تولید و بودجه دولت، باعث شد که تحریم ها اثرگذارتر باشد. اصلاحات اقتصادی بدون توجه به هر دو عامل فوق توفیق چندانی نخواهد داشت. آیا اقتصادی متکی بر نظام تهاتری محدود در خارج از چارچوب ها و قواعد تجارت و مالیه بین الملل می تواند رشدهای بالای بلندمدت پیش بینی شده در سند چشم انداز را تجربه کند؟ آیا بیست سال رشد بالای هشت درصد. با شیوه های غیرعلمی مدیریت اقتصادی قابل تحقق است؟ همچنانکه گفته شد آنچه به عنوان چشم انداز اقتصادی از آن یاد می کنیم با عملکردمان در حوزه های اقتصاد و سیاست همخوانی ندارد.

پیشنهاد می شود که برای کوتاه مدت یک برنامه مدیریت بحران در افق زمانی محدود و با محوریت نجات تولید تدوین گردد. وقتی منابع محدود است و انتظار می رود که بخش مهمی از تولید صنعت به رکود کشیده شود چه دلیل دارد که به دنبال طرح هایی چون توسعه مسکن مهر باشیم؟ طرح مسکن مهر در جهت کمک به اقشار آسیب پذیر و توسعه عدالت اجتماعی، یک هدف بلندمدت است. در حل بحران های کوتاه مدت، نباید اهداف بلندمدت صورت مساله باشد. تسهیلات بانکی در این مدت گذار باید صرف نجات تولید شود نه ساخت مسکن مهر. بنابراین اگر فکر می کنیم تحریم گذراست پس باید

برای این دوران گذار یک برنامه مدیریت بحران نوشت. اما راهبرد اساسی در بلندمدت برای ثبات نرخ ارز و قیمت سایر دارایی های مالی، کاهش تورم همراه با توسعه فضای کسب و کار به منظور کاهش تهدید بالقوه نقدینگی موجود است. همچنین کاهش تدریجی تسلط عرضه ارز نفتی در بازار ارز در بلندمدت و جلوگیری از ایجاد نوسانات آن در کوتاه مدت، با احیای مجدد حساب ذخیره ارزی در راستای هدف اصلی آن به شدت می تواند تعیین کننده باشد.

#### ۸-۱) راهبرد سیاست نرخ ارز

نظام ارزی ایران باید از نظام ارزی کنترل شده فعلی، به تدریج و با تحقق شرایط لازم، به نظام ارزی ثابت مدیریت شده و سپس به نظام های ارزی با درجه انعطاف پذیری بیشتر نرخ ارز تبدیل شود. تجربه گذشته اقتصاد ایران نشان می دهد که رابطه رشد اقتصادی با درجه انعطاف پذیری نرخ ارز مثبت است<sup>۴</sup> (نمودار ۹). سرعت حرکت بستگی به اجرای هماهنگ سیاست های مالی، پولی، تجاری و بهبود فضای کسب و کار دارد. هدف از افزایش درجه انعطاف پذیری نرخ ارز، ایجاد ثبات در نرخ ارز حقیقی به منظور حفظ سطح رقابت پذیری اقتصاد است که شرایط موفقیت این سیاست را می توان به شرح زیر برشمرد:

الف) اجرای سیاست پولی معطوف به کنترل تورم به عنوان شرط لازم ایجاد ثبات اقتصادی از طریق:

- افزایش درجه استقلال بانک مرکزی در انتخاب ابزارهای پولی
- کنترل پایه پولی از طریق حذف هرگونه اثرپذیری منابع پایه پولی از سیاست های مالی و عملیات بودجه ای دولت

ب) اجرای سیاست مالی احتیاطی در جهت ایجاد یکنواختی در مسیر زمانی مخارج دولت و کنترل تزریق درآمدهای نفتی به اقتصاد از طریق:

- احیای حساب ذخیره ارزی در راستای هدف ثبات سازی درآمدهای نفتی
- ایجاد ثبات در تراز مالی دولت و حداقل کردن اثر نوسانی درآمد حاصل از صادرات نفت بر مخارج دولت
- کاهش تدریجی وابستگی تراز عملیاتی بودجه به درآمدهای نفتی

---

برای آشنایی با رابطه بین نرخ ارز حقیقی و رشد اقتصادی نگاه کنید به: Eichengreen (2008)

- اولویت صرف درآمد حاصل از صادرات نفت برای توسعه زیرساخت‌های مولد و پربازده، توسعه کیفی آموزش، ارتقای تحقیق و توسعه، انتقال فناوری و دانش فنی برای بنگاه‌های اقتصادی و ترویج فناوری

#### ج) اصلاح سیاست ارزی و تجاری از طریق:

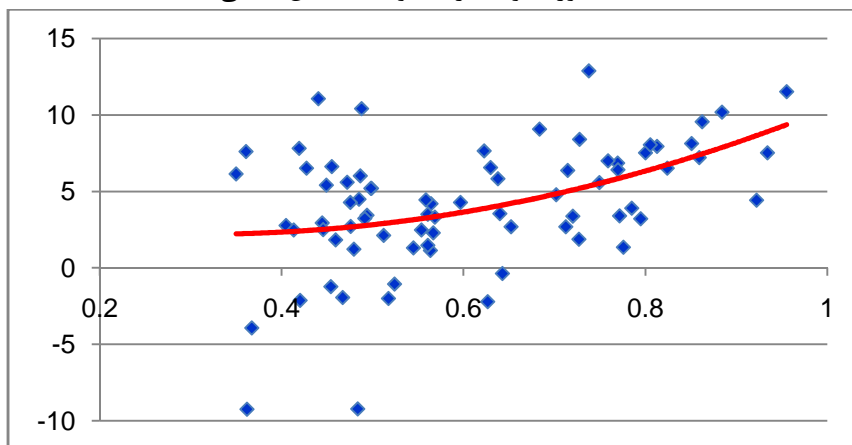
- کاهش نوسانات نرخ ارز با کنترل رشد نقدینگی و با فرض رفع تدریجی تحریم‌ها
- اجرای سیاست یکسان سازی نرخ ارز همگام با کنترل تورم در یک فرایند تدریجی
- ثبات در نرخ ارز حقیقی و جلوگیری از تقویت مصنوعی آن به منظور توسعه صادرات غیرنفتی
- کاهش تدریجی کسری تراز تجاری غیرنفتی با هدف کاهش تسلط عرضه ارز نفتی در بازار ارز توسط دولت و توسعه صادرات غیرنفتی در بلندمدت

- د) بهبود فضای کسب و کار به منظور ایجاد انگیزه برای انتقال نقدینگی به سوی فعالیت‌های تولید و سرمایه گذاری

#### نمودار ۹: رابطه بین رشد اقتصادی و درجه انعطاف پذیری نرخ ارز

محور افقی: نسبت نرخ ارز حقیقی به روند با ثبات بلندمدت

محور عمودی: رشد تولید ناخالص داخلی



#### ۲-۸) راهبرد سیاست پولی

افزایش درجه انعطاف پذیری نرخ ارز اسمی و ثبات نرخ ارز حقیقی، نیازمند تعهدات قوی بانک مرکزی برای کنترل تورم است. بانک مرکزی در تنظیم قاعده سیاست پولی با استفاده از روش هدفگذاری تورم انعطاف پذیر، به جز تورم و شکاف تولید، می‌بایست ثبات نرخ ارز حقیقی را نیز لحاظ کند. در این رابطه نتایج یافته‌های تجربی در مورد منظور کردن ثبات سازی نرخ ارز حقیقی در قاعده پولی بهینه بانک مرکزی می‌تواند مورد توجه قرار گیرد. مطالعات تجربی در شرایط مختلف اقتصادی پاسخ

های متفاوتی دارد. برای مثال گالی و موناسلی<sup>۵</sup> (۲۰۰۴) سیاست پولی بهینه و نوسانات نرخ ارز را در یک اقتصاد باز و کوچک و با فرض قیمت های چسبنده و همچنین همبستگی مثبت بین نرخ های بهره داخلی و خارجی بررسی کرده و نتیجه می گیرند که در چنین شرایطی بانک مرکزی برنامه خاصی برای ثبات سازی نرخ ارز لازم ندارد. زیرا نوسانات نرخ ارز با درجه باز بودن اقتصادی کاهش یافته و نیازی به منظور کردن ثبات سازی نرخ ارز اسمی در سیاست پولی بهینه نیست.<sup>۶</sup> با این حال آیزمن و همکاران (۲۰۱۱) در بررسی هدفگذاری تورم و نرخ ارز حقیقی در اقتصادهای نوظهور نشان دادند که کشورهایی که از ناحیه رابطه مبادله در معرض آسیب قرار دارند، ثبات نرخ ارز حقیقی را در قاعده پولی خود در نظر گرفته اند. خلاصه یافته آنها به شرح زیر است:

- عکس العمل سیاست پولی به تورم در کشورهای با هدفگذاری تورم (IT) از کشورهای بدون هدفگذاری تورم (non-IT) بیشتر است.
- عکس العمل سیاست پولی به نرخ ارز حقیقی در کشورهای non-IT از کشورهای IT بیشتر است.
- آن دسته از کشورهای IT که نسبت به شوک های رابطه مبادله آسیب پذیرند به تغییرات نرخ ارز حقیقی حساسیت بیشتری دارند.

#### فهرست منابع

درگاهی، حسن (۱۳۸۷)، رونق نفتی و چالش های توسعه اقتصادی: با تأکید بر ساختار تجارت و کاهش رقابت پذیری اقتصاد ایران، مجله تحقیقات اقتصادی، دانشگاه تهران، شماره ۸۴.

- Aghion, P., Bacchetta, P., Ranciere, R., Kenneth Rogoff, K. (2006), Exchange Rate Volatility and Productivity Growth: The Role of Financial Development
- Aizenman, J., Hutchison, M. and Noy, I. (2010), Inflation Targeting and Real Exchange Rates in Emerging Markets, World Development, Vol. 39, No. 5.
- Clarida, R., Jordi, J. and Mark Gertler (2001), Optimal Monetary Policy in Open versus Closed Economics: An Integrated Approach, NBER Working Paper No. 8604
- Eichengreen, B. (2008), the Real Exchange Rate and Economic Growth, the International Bank for Reconstruction and Development / the World Bank.
- Erbil, N. (2011), Is Fiscal Policy Procyclical in Developing Oil-Producing Countries? IMF Working Paper.
- Galí, J. and Monacelli, T. (2004), Monetary Policy and Exchange Rate Volatility in A Small Open Economy
- Leitemo, K and Söderström, U. (2001), Simple Monetary Policy Rules and Exchange Rate Uncertainty, Working paper, Norges Bank.
- Taylor, J. B. (2001), the Role of the Exchange Rate in Monetary Policy Rules

<sup>5</sup> Galí and Monacelli

همچنین نگاه کنید به: (2001) Taylor, (2001) Clarida, Jordi and Gertler (2001) و (2001) Leitemo and Söderström

# **Exchange Rate Analysis**

## **Emphasized to the Pathology of the Iranian Macroeconomics**

**Hassan Dargahi**

Associate Prof. of Economics, Shahid Beheshti University, Tehran  
h-dargahi@sbu.ac.ir

### **Abstract**

According to the experience of the economy of Iran, the exchange rate is assumed an exogenous variable and controlled by a fixed but adjustable rate regime. While this regime would help stabilize inflation in the interim periods of exchange rate fixity, the discrete exchange rate adjustments would be disruptive for inflation performance and balance sheets in the case of depreciations and for non-oil exporters in the case of appreciations. Moreover, if inflation remains high, inducing strong real exchange rate (RER) appreciations, the occasional adjustments and their detrimental effects might be larger. In the last decade (1380-1390) such policy in an inflationary environment caused a considerable fall in the real exchange rate (RER) which reduced productivity and competitiveness of the economy. In this paper the free market exchange rate determinants are studied based on the Iranian macroeconomics trends and regards to exchange rate regime considerations in an oil economy, fiscal and monetary rules are recommended for the RER stability.

**JEL Classification:** E5, F31, F41

**Keywords:** Real Exchange Rate, Exchange Rate Regime, Oil Economy, Economy of Iran