

فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی
سال اول، شماره ۴، زمستان ۱۳۹۲، صفحات ۱۵۴-۱۳۱

تحلیل منشأ نوسانات نرخ ارز طی سال‌های (۱۳۸۹-۱۳۹۱)

هادی ورتابیان کاشانی

دانشجوی دکترای اقتصاد دانشگاه علامه طباطبائی (نویسنده مسئول)

vartabian@yahoo.com

تلاطمات ارزی تأثیرات نامطلوبی بر عملکرد متغیرهای اقتصادی و کلیت ثبات اقتصاد برجای می‌گذارد. عدم قطعیت در روند قیمت‌های نسبی، کوتاه شدن افق سرمایه‌گذاری‌ها، ایجاد اختلال در فرآیندهای تصمیم‌گیری و سلب توان برنامه‌ریزی در آینده و خدشه‌دار شدن اعتبار بانک مرکزی از تبعات تلاطمات ارزی است. پس از فاصله گرفتن نرخ ارز بازار آزاد از نرخ رسمی ارز از اواسط ۱۳۸۹ تلاطمات به نسبت شدیدی در مقطعی از سال‌های ۱۳۹۰ و ۱۳۹۱ در بازار ارز کشور پدیدار گشت. مطالعه حاضر درصدد است تا بر اساس نسل اول مدل‌های بحران ارزی به توضیح دلایل و نحوه شکل‌گیری تلاطمات ارزی کشور از نیمه دوم ۱۳۸۹ و تداوم آن بپردازد (کروگمن، ۱۹۷۹). بر این اساس، تحریم‌های غرب علیه کشور عامل اصلی شکل‌گیری تلاطمات ارزی و ورود تقاضای سوداگری به بازار ارز و همچنین تشدید روزافزون آن از ناحیه نقدینگی‌های مضر انباشت شده طی سال‌های گذشته مهم‌ترین عامل تداوم آن بوده است. به علاوه، آنچه سبب شد تا تحریم‌های اقتصادی نظام ارزی کشور را به شدت متأثر سازد عدم شکل‌گیری نظام ارزی و بازار ارزی عمیق و کارا در اقتصاد ایران طی سال‌های گذشته بوده است.

طبقه‌بندی JEL: F30, F36, F52

واژه‌های کلیدی: بحران ارزی، ساختار ارزی کشور، تحریم‌های اقتصادی، مدیریت بازار ارز، بازار رقابتی ارز.

۱. مقدمه

نرخ ارز به عنوان یکی از مهم‌ترین متغیرهای قیمتی نقش بسیار اساسی در عملکرد یک اقتصاد ایفا می‌نماید. هرگونه تغییر در قیمت ارز از طریق تغییر در قیمت نسبی کالاهای داخلی در مقایسه با کالاهای خارجی سبب تغییر در قدرت رقابت‌پذیری محصولات تولید شده داخلی و افزایش یا کاهش در میزان صادرات و واردات و درآمدهای ارزی کشور می‌گردد. به عبارت دیگر، نرخ ارز تعیین‌کننده حجم و ترکیب مراودات بین‌المللی یک کشور است. اثرگذاری بر سطح عمومی قیمت‌ها از طریق تغییر قیمت کالاهای موجود در سبد محاسبه CPI و قیمت تمام‌شده کالاهای تولیدی (مواد اولیه و نهاده‌های وارداتی) و همچنین درآمدهای دولت در اقتصادی تک‌محصولی و وابسته به نفت نظیر ایران از دیگر کارکردهای نرخ ارز محسوب می‌شود.

در طول دهه‌های گذشته سازوکار تعیین سیاست‌های ارزی و نرخ ارز یا به عبارت دیگر نظام ارزی کشور تغییرات گسترده‌ای داشته است و به‌طور کلی در طول زمان به سمت ترتیبات با انعطاف بیشتر حرکت نموده است. پس از اتخاذ نظام ارزی تثبیت شده در خلال سال‌های (۱۳۳۸-۱۳۵۷) نظام چندگانه ارز در سال‌های پس از انقلاب و تا سال ۱۳۷۱ اعمال شد. این نظام در دوره (۱۳۷۳-۱۳۸۰) و از اواسط سال ۱۳۸۹ تاکنون نیز در جریان بوده است. نظام شناور مدیریت‌شده با ۲ تجربه کاملاً متفاوت در کشور پیاده شده است. در تجربه نخست در سال ۱۳۷۲ به دلیل عدم توازن در ترازپرداخت‌ها که عمدتاً ناشی از کاهش قیمت نفت و بازپرداخت بدهی‌های سررسید شده بود با شکست مواجه شد، اما این نظام در سال ۱۳۸۱ مجدداً به اجرا درآمد و به دلیل وفور درآمدهای ارزی تا اواسط سال ۱۳۸۹ بدون چالش‌های تجربه نخست به کار خود ادامه داد.

رخداد تأثیرگذار بر عملکرد نظام شناور مدیریت شده اعمال تحریم‌ها علیه نظام مالی کشور در مهرماه ۱۳۸۹ بود. هرچند سابقه خصومت غرب علیه ایران و نمود آن در قالب اعمال تحریم‌های یک‌جانبه و چندجانبه به اوایل شکل‌گیری نظام جمهوری اسلامی ایران بازمی‌گردد، اما از اواسط سال ۱۳۸۹ تحریم‌های غرب علیه ایران روندی متفاوت به خود گرفت، به گونه‌ای که از لحاظ کمیت و دامنه شمول بسیار گسترده‌تر و از لحاظ ضوابط و مکانیزم‌های اجرایی متفاوت از تحریم‌های پیشین بود.

در سری جدید تحریم‌های غرب علیه ایران که از جولای ۲۰۱۰ به تصویب رسید برای نخستین بار علاوه بر ایالات متحده اتحادیه اروپا نیز به اعمال تحریم علیه ایران پرداخت و برای بار نخست تحریم

نهادهای مالی ایران، بانک مرکزی، شرکت‌های بیمه، صادرات نفت و گاز، محصولات پتروشیمی و فرآورده‌های نفتی در دستورکار قرار گرفت و تبادلات مالی (نظیر سوئیفت) و نقل و انتقال درآمدهای ارزی نیز در زمره تحریم‌ها گنجانده شد.

یکی از مهم‌ترین و در عین حال سریع‌ترین تبعات اعلام و اعمال تحریم‌ها تأثیر آن بر نظام ارزی و بازار ارز کشور بود. شواهد حاکی از واکنش‌های کم‌ویش شدید بازار ارز طی دوره زمانی تقریباً ۳ سال گذشته به اخبار مربوط به تحریم‌هاست. در بخش واقعی اقتصاد نیز تحریم‌ها با ایجاد محدودیت در صادرات نفت، گاز، فرآورده‌های نفتی و محصولات پتروشیمی سبب کاهش درآمدهای ارزی و کاهش عرضه ارز شدند.

مطالعه حاضر در ۴ بخش سازماندهی شده است. در بخش نخست سوابق و تحولات نظام ارزی در ایران از سال ۱۳۳۸ تاکنون بررسی و انواع نظام‌های ارزی اتخاذ شده و نتایج و کارکردهای آنها تبیین می‌شود. در بخش دوم ضمن مرور ادبیات بحران‌های ارزی ۳ نسل متمایز از مدل‌های بحران ارزی بررسی و نقاط افتراق آنها مورد بررسی قرار می‌گیرد، همچنین سابقه تاریخی بحران‌های ارزی در سایر کشورها نیز در این بخش مرور می‌گردد. در بخش سوم زمینه‌های شکل‌گیری تلاطمات ارزی اخیر کشور بر اساس مدل‌های بحران ارزی بررسی و مهم‌ترین اقدامات اتخاذ شده طی این مدت در جهت مدیریت بازار ارز از سوی مقامات اقتصادی کشور ذکر می‌شود. بخش چهارم نیز به جمع‌بندی اختصاص دارد.

۲. تحولات و سابقه ترتیبات ارزی در ایران

بررسی تحولات ترتیبات ارزی ایران از سال ۱۳۳۶ تاکنون حاکی از حرکت از ترتیبات ارزی ثابت به سمت ترتیبات ارزی با انعطاف بیشتر است. به‌طور کلی، اقتصاد ایران طی این دوران ۳ نوع ترتیب ارزی را تجربه نموده است که در ۶ دوره زمانی مختلف اتخاذ شده‌اند. جدول زیر تحولات ترتیبات ارزی در ایران را به‌طور خلاصه نشان می‌دهد.

جدول ۱. تحولات ترتیبات ارزی در ایران

نظام ارزی	ویژگی‌های ترتیب ارزی	دوران اجرا	ویژگی‌های مهم دوران
تثبیت شده یا ثابت	در این رژیم مقام پولی یک نرخ ارز ثابت را هدفگذاری نموده و جهت حفظ آن در بازار ارز به‌طور مداوم اقدام به خرید و فروش ارز و پول ملی می‌کند.	(۱۳۳۸-۱۳۵۷)	- وجود بازار ارز با ثبات تا سال ۱۳۵۷
نظام چندگانه نرخ ارز	در این رژیم یک نرخ ارز رسمی پایه به همراه چندین نرخ ارز مجاز و رسمی دیگر در اقتصاد وجود دارد و مقام پولی از این طریق با منابع ارزی در اختیار ضمن حفظ نرخ ارز رسمی پایه به کاهش نوسان‌های نرخ ارز در اقتصاد می‌پردازد.	(۱۳۵۸-۱۳۷۱) (۱۳۷۳-۱۳۸۰) تاکنون- ۱۳۸۹	- محدودیت فروش ارز با نرخ رسمی و شکل‌گیری چندین نرخ ارز در بازار از سال ۱۳۵۷ به بعد - عدم شفافیت جریان تجاری - سفته‌بازی و رانت‌جویی - تخصیص یارانه ضمنی ارز به صنایع - وجود نوسان‌های زیاد در بازار ارز - یکسان‌سازی ناموفق ارزی در سال ۱۳۷۲ و بازگشت به نظام چند نرخی - اجرای موفق سیاست یکسان‌سازی نرخ ارز در سال ۱۳۸۱ به بعد
شناور مدیریت شده	در این رژیم نرخ ارز ثابتی تعیین نمی‌شود و نرخ بر اساس الزامات حاکم بر بازار انعطاف‌پذیر بوده و نوسان دارد. مقام پولی در صورت نوسان‌های زیاد در بازار دخالت می‌کند تا نوسان‌ها را به حداقل رساند.	۱۳۷۲ (۱۳۸۱-۱۳۸۹)	- نوسان‌های محدود نرخ ارز رسمی و تعدیل محدود آن علیرغم کاهش قدرت خرید پول ملی

مأخذ: شاکری، عباس (۱۳۹۰).

پیش از پیروزی انقلاب اسلامی نظام ارزی حاکم بر کشور نظام ارزی 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 به‌صورت قابل ملاحظه‌ای افزایش یافت. با افزایش درآمدهای ارزی حاصل از صادرات نفت سهمیه‌بندی ارزی (با حفظ نظام ارزی ثابت) حذف گردید. پس از پیروزی انقلاب اسلامی نیز نظام ارزی کشور همچنان نظام نرخ ارز ثابت بود، اما با شکل‌گیری جو فرار سرمایه بانک مرکزی به‌منظور مهار و کنترل این جریان کنترل‌هایی را به اجرا درآورد. با آغاز جنگ تحمیلی، کاهش امکان صادرات نفت،

افزایش تقاضا برای واردات و کاهش قیمت نفت در بازارهای جهانی، درآمدهای ارزی کشور با محدودیت‌های بسیاری مواجه شد. این در حالی بود 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 نیز 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 بسیاری داشت. علاوه بر این، از آنجا که بخش عمده درآمدهای ارزی کشور از صادرات نفت حاصل می‌شد و نوسان‌های قیمت نفت درآمدهای ارزی کشور را به شدت تحت تأثیر قرار می‌داد در سال‌هایی که کشور با محدودیت درآمدهای ارزی مواجه بود این جهت‌دهی و تخصیص صحیح منابع اهمیتی دوچندان می‌یافت تا جایی که مجموع الزامات و عوامل فوق کشور را به سمت نظام چند نرخ ارز سوق داد و سبب شد تا درآمدهای ارزی کشور به اولویت‌های زیر تخصیص یابد:

- کالاهای اساسی مورد نیاز جامعه با کمترین نرخ خریداری شود تا نیازهای اساسی و سلامت جامعه فراهم شود.

- مواد اولیه و کالاهای واسطه‌ای مورد نیاز صنایع با ظرفیت بالای تولید تأمین گردد.

- نیاز ارزی طرح‌های عمرانی که از اولویت اجرا برخوردارند تأمین گردد.

اجرای نظام چند نرخ ارز علیرغم مشکلاتی که داشت زمانی که کشور با شرایط بحران و محدودیت منابع ارزی مواجه بود و بازارهای مالی اهمیت اندکی داشتند کاملاً قابل توجیه بود. پس از جنگ تحمیلی و بازسازی اولیه یکسان‌سازی نرخ ارز جزء اولویت‌های تحول اقتصادی کشور قرار گرفت. سیاست یکسان‌سازی نرخ ارز نخستین بار در سال ۱۳۷۲ اعمال گردید. سیاست یکسان‌سازی نرخ ارز در ایران در سال ۱۳۷۲ به دلیل عدم توازن در تراز پرداخت‌ها که عمدتاً در نتیجه کاهش قیمت نفت و مشکل بازپرداخت بدهی‌های رسیده شده و معوقه ایجاد شد با افزایش شدید نرخ ارز همراه گردید. به طور کلی، به دلیل اینکه هماهنگی‌ها و الزامات مورد نیاز در تمام سیاست‌های کشور برای یکسان‌سازی ارز صورت نگرفته بود سیاست‌های اعمال شده موفقیت‌آمیز نبود.

با توجه به اینکه سیاست یکسان‌سازی نرخ ارز با رویکرد دستیابی به یک نظام ارزی انعطاف‌پذیرتر نقش مهمی در زمینه بهبود عملکرد بخش‌های مختلف اقتصادی ایفا می‌نماید این سیاست مجدد در سال ۱۳۸۱ مورد استفاده قرار گرفت و انواع نرخ‌های موجود لغو شد.

در سال ۱۳۸۱ اجرای سیاست یکسان‌سازی نرخ ارز با استفاده از حمایت مالی ذخایر ارزی بانک مرکزی و پوشش‌های مالی از سوی این بانک موجب کاهش فاصله شدید نرخ‌های ارز آزاد و رسمی به میزان قابل توجهی گردید و ثبات نسبی در بازار ارز را فراهم آورد. نظام شناور مدیریت شده در دوره زمانی ۱۳۸۱ تا اواسط ۱۳۸۹ در جریان بود. طی این سال‌ها علاوه بر وجود ارز حاصل از صادرات نفت و گاز افزایش مداوم صادرات غیرنفتی به عنوان منبعی برای مدیریت بازار ارز عمل نمود. هرچند دیدگاه‌هایی مبنی بر تعدیل نرخ ارز متناسب با مابه‌التفاوت نرخ تورم داخلی و خارجی وجود داشت، اما وجود منابع ارزی کافی موجب شد تا برقراری ثبات نسبی در بازار ارز با مشکل مواجه نشود.

نکته حائز اهمیت اینکه علیرغم اجرای موفقیت‌آمیز سیاست یکسان‌سازی نرخ ارز در سال ۱۳۸۱ و تداوم آن تا سال ۱۳۸۹ این بازار برای برقراری نظام شناور مدیریت شده با تنگناهای ساختاری مواجه بود. اشکال عمده این بازار مربوط به تسلط ارز حاصل از صادرات نفت بر سمت عرضه آن بود. به عبارت روشن‌تر، برقراری نظام شناور مستلزم وجود و تسلط عوامل بازاری به صورت نسبتاً رقابتی در هر دو سمت عرضه و تقاضای بازار می‌باشد، اما به دلیل اینکه بخش اصلی عرضه ارز در کشور متکی به درآمد ارزی حاصل از صادرات نفت بود این موضوع باعث می‌شد با نوسان در قیمت‌های جهانی نفت و نیز تصمیمات مربوط به مصرف درآمدهای نفتی در بودجه‌های سنواتی بازار ارز در معرض تغییرات قرار گیرد.

۳. مروری بر ادبیات بحران‌های ارزی

بحران ارزی یا بحران ترازپرداخت‌ها عبارتست از کاهش سریع و شدید در ارزش پول ملی یا فروپاشی نرخ ارز ثابت که اغلب به هجوم سوداگران سفته‌بازان به بازار ارز منتهی می‌شود. به طور کلی، در کشورهایی که بانک مرکزی نرخ ارز را می‌خکوب یا از نرخ ارز ثابتی حمایت می‌کند ابزارهای دولت و بانک مرکزی در جهت دفاع از نرخ ارز با محدودیت روبرو است. ممکن است ذخایر ارزی بانک مرکزی به منظور جلوگیری از کاهش ارزش پول ملی به دلیل کسری مزمن ترازپرداخت‌ها از

کفایت لازم برخوردار نباشد و دولت نیز جهت استقراض از خارج با محدودیت روبرو باشد؛ بنابراین بحران ارزی زمانی شکل می‌گیرد که به دلیل وجود محدودیت‌های گوناگون بانک مرکزی قادر به دفاع از نرخ ارز تثبیت شده یا پاسخگویی به مازاد تقاضای ارز نیست.

در ادبیات بحران‌های ارزی مدل‌های بحران ارزی به ۳ نسل متمایز طبقه‌بندی می‌شوند. نسل اول مدل‌های بحران ارزی یا بحران ترازپرداخت‌ها توسط پل کروگمن (۱۹۷۹) پایه‌گذاری شد که اقتباسی از مدل حملات سوداگرانه در بازار طلا سالانت و هندرسون (۱۹۷۸) بود. کروگمن رویه متداول وقوع بحران‌های ارزی را به شرح ذیل توصیف می‌کند: در کشورهایی که نرخ ارز تثبیت شده است این امکان وجود دارد که ذخایر ارزی به دلایل بنیادی^۱ نظیر کسری مزمن ترازپرداخت‌ها به مرور کاهش یابد. در این شرایط و پیش از تخلیه تدریجی ذخایر ارزی، سفته‌بازان تغییر نرخ ارز ثابت را پیش‌بینی نموده و با تهاجمی ناگهانی بقیه ذخایر را از آن خود می‌کنند. به عبارت دیگر، مشکل ترازپرداخت‌ها (یعنی شرایطی که در آن یک کشور به تدریج ذخایر خود را از دست می‌دهد) تبدیل به بحران ترازپرداخت‌ها می‌شود که دلیل اصلی آن تهاجم سفته‌بازان به بازار ارز است.

کروگمن در مطالعه خود استدلال می‌کند که بحران ترازپرداخت‌ها پیامد طبیعی رفتار عقلایی و حداکثرکننده سود سفته‌بازان و سرمایه‌گذاران در بازار ارز و به شدت متأثر از انتظارات آنان است، زیرا این گروه با تغییر در انتظارات خود ترکیب سبد دارایی خود را تغییر داده و سهم ارز داخلی را در سبد دارایی خود کاهش می‌دهند و ارز خارجی را جایگزین آن می‌کنند. دلیل این امر آن است که بازدهی انتظاری نگهداری ارزهای خارجی به دلیل پیش‌بینی افزایش نرخ ارز می‌خکوب شده افزایش یافته و سبب ایجاد سود سرمایه انتظاری^۲ و جذاب شدن نگهداری ارز می‌شود. در این شرایط دولت و بانک مرکزی دیگر قادر به دفاع از نرخ ارز تثبیت شده نخواهند بود.

پس از مطالعه کروگمن در خصوص بحران ترازپرداخت‌ها و تأکید بر عوامل بنیادی و انتظارات سفته‌بازان گروهی از اقتصاددانان درصدد توضیح این بحران‌ها به شیوه‌ای متفاوت برآمدند. وجه مشترک مدل‌های این مطالعات تمرکز بر احتمال وقوع بحران ارزی حتی در شرایطی است که متغیرهای بنیادی در وضعیت نامساعدی قرار ندارند. این نوع از مدل‌ها به مدل‌های نسل دوم بحران‌های

1. Fundamentals
2. Expected Capital Gain

ارزی مشهور هستند. برخی از این مطالعات عبارتند از کول و کهو (۱۹۹۶)، ساکس، تورنل و ولاسکو (۱۹۹۶) و درازن (۱۹۹۸).

مطابق این نسل از مدل‌های بحران ارزی سیاست‌گذاران هزینه - فایده دفاع از نرخ ارز هدف خود را مورد تحلیل قرار داده و در صورت فزونی هزینه حمایت از نرخ ارز هدف از منافع آن دفاع خود را کنار می‌گذارند. در این نسل از مدل‌ها این ابهام وجود دارد که آیا تمایل دولت به حفظ نرخ ارز هدف به تعادل‌های چندگانه منجر می‌شود؟ آیا این امکان وجود دارد که حتی اگر سیاست‌های موجود با سیاست‌های مورد نیاز برای حمایت از نرخ ارز هدف ناسازگار نباشد باز هم حملات سوداگرانه رخ دهد و با موفقیت همراه باشد؟ دلیل این امر آن است که سیاست‌هایی که برای دفاع از یک سطح نرخ ارز معین اجرا می‌شود (مانند افزایش نرخ بهره داخلی) هزینه دفاع از نرخ ارز را بالا می‌برد و سطح فعالیت‌های اقتصادی را تنزیل یا هزینه‌های مالی بانک‌ها را بالا می‌برد. در این چارچوب احتمال موفقیت حملات سوداگرانه زمانی قوت می‌گیرد که افزایش نرخ‌های بهره وضعیت بد متغیرهایی مانند سرمایه‌گذاری و شرایط نظام بانکی را بدتر می‌کند، در نتیجه وقوع و زمان‌بندی حملات سوداگرانه نامشخص خواهد بود.

دو فرضیه زیر ویژگی کلیدی بسیاری از مدل‌های نسل دوم هستند: دولت به‌عنوان یک کارگزار فعال درصدد حداکثر کردن تابع هدف خود است و فرایند مدوری وجود دارد که به تعادل‌های چندگانه منجر می‌شود. از آنجا که انتظارات ممکن است به یکی از این تعادل‌ها منتهی شود بسیاری از این مدل‌ها به‌طور ضمنی یا آشکارا احتمال تحقق بحران ناشی از انتظارات^۱ را می‌پذیرند. به‌عنوان مثال، این نوع از بحران زمانی به‌وقوع می‌پیوندد که بدبینی محض گروه قابل‌توجهی از سفته‌بازان و سرمایه‌گذاران بازار ارز موجب شکل‌گیری جریان خروج سرمایه و متعاقب آن فروپاشی نظام نرخ ارز و تحقق یافتن انتظارات منفی سفته‌بازان می‌شود.

هرچند مدل‌های نسل دوم ویژگی‌های مشترکی دارند، اما از جهاتی با یکدیگر متفاوتند. یکی از نقاط تمایز این مدل‌ها نقشی است که برای متغیرهای بنیادی در نظر می‌گیرند. در برخی از این مدل‌ها متغیرهای بنیادی نقش تعیین‌کننده کلیدی در زمان‌بندی وقوع بحران دارند، بنابراین احتمال وقوع بحران توسط وضعیت متغیرهای بنیادی تعیین می‌شود و کشوری که از

لحاظ متغیرهای بنیادی وضعیت مساعدی دارد هرگز بحران ارزی را تجربه نخواهد کرد. دلالت دیگر این مدل‌ها این است که شوک‌های پیش‌بینی نشده یا تغییرات ناگهانی در محیط کلان اقتصادی ممکن است مقامات را وادار به رها کردن نظام نرخ ارز کنند (آبستفلد، ۱۹۸۶).

در مقابل، دیگر مدل‌های نسل دوم عنوان می‌کنند که بحران‌های ارزی متأثر از وضعیت متغیرهای بنیادی نیستند، در واقع پیامد سفته‌بازی محض در بازار ارز هستند. توضیحات متفاوت نسل اول و دوم در مورد بحران ارزی ناسازگار نیستند. عدم ترازهای بنیادی مورد تأکید مدل‌های نسل اول سبب می‌شود تا یک کشور مستعد حملات سوداگرانه شود، اما زمانی که یک بحران اتفاق افتاد مدل‌های نسل دوم به توضیح ویژگی‌های خود تقویت کننده آن می‌پردازند.

پیش از وقوع بحران ارزی در جنوب شرقی آسیا در سال ۱۹۹۷ اغلب کشورهای درگیر بحران این منطقه از لحاظ متغیرهای بنیادی وضعیت نامساعدی نداشتند. دولت‌ها کسری بودجه قابل توجهی نداشتند، سیاست‌های پولی انبساطی غیرمسئولانه اتخاذ نشده بود، جریان ورود سرمایه به اقتصاد وجود داشت، نرخ تورم و نرخ بیکاری نیز نسبتاً پایین بودند؛ بنابراین اهداف متناقض کلان اقتصادی مورد تأکید مدل‌های نسل دوم وجود نداشت. وقوع بحران در این کشورها انگیزه تفکر بیشتر درباره ماهیت و علل بحران‌های ارزی را بیشتر کرد و مدل‌های نسل سوم واکنشی به وقوع بحران ارزی در این منطقه بود. پس از وقوع بحران ارزی نقش بانک‌ها و صورت وضعیت ترازنامه شرکت‌ها در ایجاد بحران بسیار جلب توجه نمود، به گونه‌ای که مشکل مخاطرات اخلاقی^۱ (اخذ وام بیش از اندازه داخلی و بین‌المللی) و کمبود نقدینگی بخش‌های خصوصی پس از سقوط رژیم ارزی از علل اصلی بحران ارزی ذکر شد. مدل‌های نسل سوم ترکیبی از دو عنصر اصلی مدل‌های نسل اول و نسل دوم یعنی وضعیت متغیرهای بنیادی و انتظارات تحقق یافته به علاوه عناصر خرد نظیر بخش بانکی است.

1. Moral Hazard

۳-۱. برخی از بحران‌های ارزی در سایر کشورها

وقوع بحران‌های ارزی یکی از ویژگی‌های نظام پولی بین‌المللی است. این بحران‌ها چه در زمان برقراری نظام برتن وودز و وجود برابری‌های ثابت میان کشورهای مهم صنعتی پس از جنگ جهانی دوم و چه پس از فروپاشی این نظام وجود داشته است که دلایل متعدد و مختلفی در وقوع آنها نقش داشته‌اند. برخی از مهم‌ترین بحران‌های ارزی عبارتند از: فروپاشی نظام برتن وودز در اوایل دهه ۱۹۷۰ و در سال‌های (۱۹۷۱-۱۹۷۳) که سبب تنزل شدید پول ملی بسیاری از کشورها شد شکست سازوکار نرخ ارز در اروپا^۱ طی سال‌های (۱۹۹۲-۱۹۹۳)، بحران ارزی مکزیک در سال‌های (۱۹۹۴-۱۹۹۵) و بحران مالی جنوب شرقی آسیا در سال‌های (۱۹۹۷-۱۹۹۸).

رشد فزاینده درهم‌تنیدگی مالی در سطح جهان و همچنین افزایش قابلیت جابجایی سرمایه در طول زمان ۲ مؤلفه کلیدی در وقوع و تعدد بیشتر بحران‌های ارزی در دوره‌های اخیر است (گلیک و هاجیسون، ۲۰۱۱). مطابق اصل سه‌گانه غیرممکن در اقتصاد بین‌الملل در صورت وجود قابلیت ورود و خروج آزادانه سرمایه یک کشور نمی‌تواند همزمان نرخ ارز ثابت و سیاست پولی داخلی مستقل (کنترل نرخ‌های بهره داخلی) داشته باشد. به عبارت دیگر، سیاست پولی در این شرایط عقیم می‌شود. به عنوان مثال، پس از روی آوردن مکزیک به سیاست آزادسازی فعالیت‌های اقتصادی در سال ۱۹۸۵ و شکل‌گیری نهادهای اقتصادی بازار در این کشور رشد اقتصادی مکزیک بهبود یافت و با توجه به آزادی ورود و خرج سرمایه در این کشور از اوایل دهه ۱۹۹۰ ورود سرمایه‌های خارجی به‌ویژه از مبدأ آمریکا به دلیل بهبود اوضاع اقتصادی افزایش یافت. در ابتدای سال ۱۹۹۴ نرخ بهره در آمریکا افزایش یافت و به سطحی بالاتر از نرخ بهره در مکزیک که تا پیش از این فراتر از نرخ بهره آمریکا بود رسید، در نتیجه ورود سرمایه خارجی به مکزیک متوقف گردید و جریان خروج سرمایه از این کشور شکل گرفت. تلاش بانک مرکزی مکزیک برای جلوگیری از افزایش نرخ بهره و همزمان جلوگیری از تنزل ارزش پزو سبب شکل‌گیری بحران ارزی در این کشور در سال ۱۹۹۴ شد که بر اساس اصل سه‌گانه غیرممکن نیز قابل توجیه است.

ریشه بحران مالی در جنوب شرق آسیا در سال‌های (۱۹۹۷-۱۹۹۸) تا حدودی از این واقعیت نشأت می‌گیرد که کشورهای این منطقه پیش از وقوع بحران ارزهای خود را به دلار آمریکا می‌خکوب کرده بودند. پس از آنکه دلار آمریکا در مقابل ین ژاپن و یون چین تقویت شد به دلیل می‌خکوب بودن ارزهای کشورهای این منطقه نظیر اندونزی، تایوان، تایلند، مالزی و سایر کشورهای این منطقه ارزهای این کشورها در مقابل ین و یون تقویت شد، در نتیجه قدرت رقابت‌پذیری محصولات این کشورها به دلیل افزایش قیمت نسبی آنها در مقابل محصولات چینی و ژاپنی کاهش یافت که سبب افزایش فشار در جهت تقلیل ارزش پول ملی گردید (گلیک و هاجیسون، ۲۰۱۱). به علاوه، دلایل دیگری نظیر مشکلات نظام بانکی، کارایی پایین نظام‌های مدیریت ریسک و ... در بروز این بحران نقش داشته‌اند که در قسمت نسل سوم مدل‌های بحران ارزی ذکر شد.

۴. تحولات سال‌های (۱۳۸۹-۱۳۹۱) و آثار آن بر بازار ارز کشور

همانگونه که عنوان شد پس از یکسان‌سازی نرخ ارز در سال ۱۳۸۱ نظام ارزی کشور از ثبات قابل قبولی برخوردار بود. وجود منابع ارزی کافی ناشی از صادرات نفت و گاز و نیز رشد مداوم صادرات غیرنفتی به‌ویژه محصولات پتروشیمی و میعانات گازی امکان مدیریت بازار با وجود ثابت ماندن نسبی قیمت ارز را فراهم می‌نمود تا اینکه از اواسط سال ۱۳۸۹ و پس از فاصله گرفتن نرخ ارز بازار آزاد از نرخ رسمی ارز تلاطمات به‌نسبت شدیدی در مقاطعی از سال‌های ۱۳۹۰ و ۱۳۹۱ در بازار ارز کشور پدیدار گشت.

در این بخش تلاش می‌شود ضمن بررسی تحولات بازار ارز از اواسط سال ۱۳۸۹ تلاطمات ارزی کشور بر اساس نسل اول مدل‌های بحران ارزی توضیح داده شود. بر اساس آنچه کروگمن عنوان می‌دارد مشکل ترازپرداخت‌ها در کشورهای با نرخ ارز ثابت و در نتیجه کاهش ذخایر ارزی بستر ساز شکل‌گیری بحران ترازپرداخت‌هاست. زمینه‌های بروز این مشکل در اواسط سال ۱۳۸۹ فراهم شد. تحول اساسی در این زمان تشدید محدودیت‌ها در مبادلات مالی و نقل و انتقالات ارزی بود و با اخلال در صدور حوالجات ارزی، نرخ ارز در بازار آزاد شروع به افزایش نمود. به عبارت دیگر، آنچه سبب کاهش عرضه ارز یا به بیان صحیح‌تر بی‌پاسخ ماندن سمت تقاضای بازار شد محدودیت و وجود تنگنا در انتقال ارز بود و در آن مقطع کشور در زمینه صادرات نفت، گاز و فرآورده‌های نفتی و محصولات پتروشیمی با محدودیت چندانی مواجه نبود. بر اساس نسل اول

مدل‌های بحران ارزی تبدیل مشکل ترازپرداخت‌ها به بحران با ورود سفته‌بازان به بازار رقم می‌خورد و این اتفاقی بود که در اوایل سال ۱۳۹۰ به صورت گسترده به وجود آمد. تحول مهم دیگر تصویب کاهش اختیاری خرید نفت ایران توسط کشورهای واردکننده نفت ایران از جانب آمریکا و پیوستن اتحادیه اروپا به جرگه تحریم کنندگان نفت ایران بود. در تاریخ اول جولای ۲۰۱۰ آمریکا تحریمی را به تصویب رساند که بر اساس آن خریداران نفت ایران چنانچه نسبت به کاهش قابل توجه خرید نفت از ایران اقدام نمی‌کردند با تحریم آن کشور مواجه می‌شدند. در ژانویه سال ۲۰۱۲ اتحادیه اروپا در دور جدید تحریم‌های خود واردات خرید یا انتقال تمام محصولات نفتی ایران را ممنوع اعلام کرد. تاریخ اجرای این تحریم‌ها ۶ ماه بعد یعنی ابتدای ماه ژوئن (۱۰ تیرماه ۱۳۹۱) بود. از این زمان به بعد طرف عرضه ارز در بازار تبدیل به طرف کوتاه بازار شد. از سوی دیگر، انتشار اخبار مبنی بر تحریم‌های جدید تقریباً سفته‌بازان را به اطمینان از کاهش ذخایر ارزی رسانید که سبب تشدید فعالیت‌های سفته‌بازی شد.

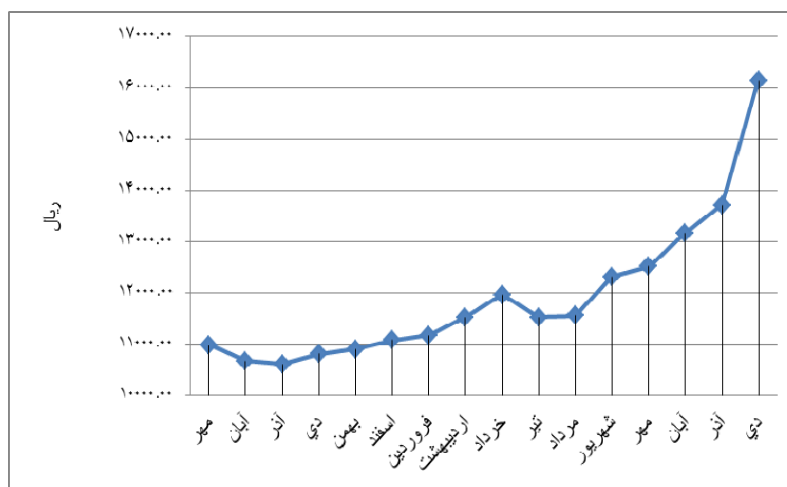
۴-۱. تحولات بازار ارز از مهر ماه ۱۳۸۹ تا بهمن ماه ۱۳۹۰

در مهرماه ۱۳۸۹ و پس از اخلاف در صدور حواله ارزی به مقصد بانک‌های کشورهای امارات، قیمت ارز در بازار آزاد روند صعودی خود را آغاز نمود و از این زمان بود که وضعیت دونرخی و حتی چند نرخی در بازار ارز شکل گرفت و تاکنون نیز تداوم یافته است. در آن زمان، استفاده از حواله‌های ارزی عمدتاً به مقصد کشورهای امارات متحده عربی به عنوان روش اصلی واردات کالا تبدیل شده بود، زیرا محدودیت برای انواع مبادلات مالی به ویژه انتقال و پرداخت وجوه توسط شبکه بانکی سبب شد تا گشایش اعتبارات اسنادی و انتقال وجوه به منظور واردات با مشکل مواجه شود. اخلاف در صدور حواله به مقصد کشورهای امارات سبب شد تا تقاضا برای ارز در بازار آزاد افزایش یافته و قیمت ارز رو به افزایش نهد.

در بررسی افزایش نرخ ارز در بازار آزاد طی دوره مهر ماه ۱۳۸۹ تا بهمن ماه ۱۳۹۰ می‌بایست دو بازه زمانی مهر ماه ۱۳۸۹ تا فروردین ماه ۱۳۹۰ و اردیبهشت ماه ۱۳۹۰ تا بهمن ماه ۱۳۹۰ را مجزا نمود. در بازه نخست افزایش نرخ ارز از مازاد تقاضای معاملاتی برای ارز (عمدتاً به منظور تأمین مالی واردات) ناشی می‌شد که به سبب محدودیت در انتقال ارز بی پاسخ مانده بود. به عبارت دیگر، در این مدت ارز وسیله مبادله، سنجش ارزش و پرداخت بین‌المللی بود بنابراین عمدتاً ماهیت پولی داشت، اما از

اردیبهشت ماه ۱۳۹۰ تقاضای سفته‌بازی ارز به تقاضای معاملاتی اضافه و در طول زمان به شدت بر میزان آن افزوده شد. به عبارت دیگر، از این زمان به بعد ارز وسیله ذخیره ارزش شد و علاوه بر ماهیت پولی ماهیت کالایی نیز پیدا کرد و تأثیری قابل ملاحظه‌ای بر بی‌ثباتی نرخ ارز گذاشت. اساساً در کشورهای پیشرفته که دارای بازار ارز رقابتی و سازمان‌یافته هستند سفته‌بازی ارز در قالب معاملات آتی نقش تثبیت‌کنندگی دارد، در حالی که در کشورهایی که بازار ارز از عمق کافی برخوردار نیست سفته‌بازی ارز نقش بی‌ثبات‌کننده می‌یابد.

شواهد آماری نیز مؤید این امر است، به گونه‌ای که هم تغییرات و هم میزان بی‌ثباتی در این ۲ دوره کاملاً متفاوت است. نرخ ارز در بازه نخست تنها ۲ درصد افزایش یافت، در حالی که در بازه دوم بیش از ۴۰ درصد به نرخ ارز افزوده شد و به رقم ۲۱۰۰۰ ریال رسید. بی‌ثباتی نرخ‌های ارز نیز در بازه دوم به مراتب بیشتر از بازه زمانی نخست است، به گونه‌ای که ضریب تغییرات نرخ ارز در بازه دوم (۱۹/۸) بیش از ۱۱ برابر بازه نخست (۱/۷) است.



مأخذ: معاونت امور اقتصادی، وزارت امور اقتصادی و دارایی.

نمودار ۱. روند نرخ ارز در بازار آزاد در ماه ۱۳۸۹ تا دی ماه ۱۳۹۰

در خرداد ماه ۱۳۹۰ بانک مرکزی به منظور حذف فاصله نرخ بازار آزاد با نرخ رسمی اقدام به افزایش ۱۱ درصدی نرخ ارزهای مختلف نمود، اما نتیجه موفقیت‌آمیز نبود و با فاصله گرفتن

نرخ بازار آزاد از نرخ رسمی بانک مرکزی مجدد نسبت به کاهش نرخ ارز رسمی اقدام نمود. این اقدام تأثیر نامطلوبی بر بازار ارز گذاشت که در نمودار مشهود است.

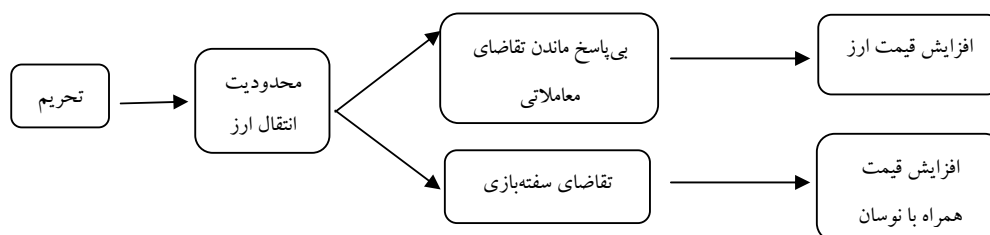
موضوع دیگری که در این دوره اتفاق افتاد ایجاد نرخ دیگری تحت عنوان نرخ بازار فرعی بود که در نهایت منجر به سه‌نرخ شدن بازار ارز کشور شد. در بدو امر بازار فرعی برای تأمین نیازهای ارزی مناطق آزاد و ویژه شکل گرفته بود و نرخ مورد عمل در آن به نرخ بازار آزاد نزدیک بود، اما با افزایش نرخ بازار آزاد به تدریج تفاوت نرخ بازار فرعی از نرخ بازار آزاد رو به افزایش گذاشت. از آبان ماه ۱۳۹۰ بانک مرکزی پوشش بخشی از نیازهای ارزی برای ارزهای خدماتی از جمله ارز مسافری را به بازار فرعی منتقل کرد، اما در نهایت وجود بازار فرعی به جای اینکه بازار آزاد را کنترل نماید منجر به شکل‌گیری بازار سه‌نرخ گردید. به این ترتیب، پس از آن در بازار ارز کشور سه نرخ رسمی (بانکی)، نرخ بازار فرعی و نرخ بازار آزاد شکل گرفت.

در این بازه زمانی تقاضای معاملاتی و سفته‌بازی ارز مسیر کاملاً متفاوتی را طی نمودند، در حالی که به دلیل افزایش نرخ ارز از یک سو که موجب گران شدن کالاهای وارداتی و کاهش مزیت قیمتی و رقابتی این کالاها در داخل می‌شود و نیز افزایش محدودیت‌های بین‌المللی در طول زمان از سوی دیگر واردات به کشور و در نتیجه تقاضای معاملاتی روند نزولی را طی می‌نمود، اما جزء دیگر تقاضای یعنی تقاضای سفته‌بازی مسیر متفاوتی را پیمود و در طول زمان روند صعودی به خود گرفت.

مهم‌ترین دلیل افزایش روزافزون تقاضای سوداگرانه ارز، افزایش بازده انتظاری نگهداری ارز و بالا رفتن سود سرمایه انتظاری خرید ارز بود، بنابراین افراد با تغییر در انتظارات خود ترکیب سبد دارایی خود را به نفع پول‌های خارجی تغییر دادند و به امید کسب سودهای سرشار با تبدیل انواع دارایی‌های ریالی خود از قبیل اوراق سهام، خودرو، سپرده‌های بانکی و حتی منزل مسکونی روانه بازار ارز شدند.

افزایش مداوم نرخ ارز در بازار آزاد، چشم‌انداز منفی از آینده تحریم، درآمدهای ارزی و ذخایر ارزی کشور، گسترش فضای رانت در پی فاصله گرفتن نرخ بازار از نرخ رسمی ارز، افزایش فشارهای تورمی و کمرنگ شدن تأثیرگذاری اظهارنظرات مقامات مسئول بر انتظارات فعالان بازار و تصویب تحریم جدید اتحادیه اروپا در خصوص تحریم خرید نفت از ایران موجب شد تا کشور در دی ماه ۱۳۹۰ در آستانه یک بحران ارزی و دلاریزه شدن اقتصاد قرار گیرد. از سوی دیگر، مصرف منابع ارزی بیش از میزان واردات در شرایطی که نیاز به حفظ ذخایر ارزی وجود داشت، افزایش شدید نرخ ارز در بازار

آزاد، روند رو به افزایش قیمت‌ها، هجوم به بازار ارز با مقاصد سفته‌بازی یا تبدیل دارایی به ارز چشم‌انداز نامطلوبی را از اقتصاد ایران روبروی سیاست‌گذاران اقتصادی قرار داده بود.



نمودار ۲. نحوه تأثیرگذاری تحریم‌ها بر بازار ارز در مهر ماه ۱۳۸۹ تا بهمن ماه ۱۳۹۰

۴-۱-۱. مهم‌ترین سیاست‌های جدید ارزی و آثار آن بر بازار ارز

همانگونه که بیان شد تحولات بازار ارز در دی ماه و اوایل بهمن ماه ۱۳۹۰ به گونه‌ای بود که اقتصاد کشور را در معرض آسیب جدی قرار داده بود. در این شرایط کارگروه ساماندهی مسائل ارزی (متشکل از وزیر امور اقتصادی و دارایی، رئیس کل بانک مرکزی، وزیر صنعت، معدن و تجارت، وزیر اطلاعات، وزیر کشور و وزیر نفت) تشکیل و در جهت مدیریت بازار ارز تصمیمات مقتضی را اتخاذ نمود و مقرر شد در اوایل بهمن ماه ۱۳۹۰ بانک مرکزی با وضع ترتیبات جدید برای خرید و فروش ارز سیاست یکسان‌سازی نرخ ارز را اعلام و اعمال نماید. مهم‌ترین این سیاست‌ها به شرح ذیل است:

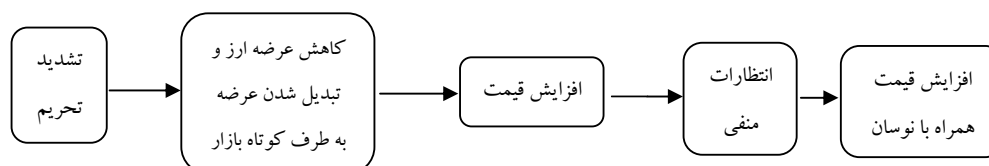
- استفاده از لنگر اسمی برای مدیریت و کنترل بازار ارز از طریق تثبیت و یکسان‌سازی نرخ ارز در رقم ۱۲۲۶۰ ریال (به ازای هر دلار)
- تأکید بر تأمین تمام نیازهای واقعی در نرخ مرجع تعیین شده و در کنار آن عدم تأمین تقاضاهای سفته‌بازی و تبدیل دارایی و قاچاق اعلام کردن آن (البته به‌منظور مدیریت بازار ارز مدیریت‌هایی نظیر تعیین سقف برای ارزشهای خدماتی و عدم ثبت سفارش برای برخی کالاهای غیرضروری اعمال شد).
- تأکید بر تأمین ارزشهای مورد نیاز و تخصیص نوع ارز بر اساس سبد ارزی موجود بانک مرکزی و پیش‌بینی آن برای آینده

- افزایش نرخ سود سپرده بانکی و نرخ سود اوراق مشارکت به منظور جهت‌دهی نقدینگی‌ها به سمت بازار پول
- راه‌اندازی سامانه پورتال ارزی برای تبادل اطلاعات بین معاونت ارزی بانک مرکزی و بانک‌های عامل، سازمان توسعه تجارت، گمرک جمهوری اسلامی ایران و سازمان امور مالیاتی به منظور نظارت بر مصارف ارزی
- انجام تمام معاملات و جابجایی‌های ارزی از طریق حساب‌های بانکی و محدود شدن عرضه نقدی ارز
- عرضه ارز صرفاً به نظام بانکی و تأکید بر نظارت بر مصرف آن
- اتخاذ ترتیبی جهت تحویل ارز مسافری صرفاً پس از خروجی گذرنامه در مرزهای رسمی
- اتخاذ ترتیبی جهت اولویت دادن به تأمین ارز واردات کالاها و خدمات ضروری مطابق اعلام وزارت صنعت، معدن و تجارت با رعایت الزامات و حساسیت‌های تنظیم بازار

۴-۲. تحولات بازار ارز از بهمن ماه ۱۳۹۰ تا شهریور ماه ۱۳۹۱

پس از اتخاذ سیاست‌های جدید ارزی در اوایل بهمن ماه ۱۳۹۰ ثبات نسبی به بازار ارز بازگشت و روند ثبات در بازار ارز تا تیر ماه ۱۳۹۱ نیز ادامه یافت. تصمیمات مناسب اتخاذ شده در کنار فضای مثبت سیاسی و همراه با خوشبینی نسبت به مذاکرات هسته‌ای استانبول از علل این ثبات بود، به گونه‌ای که طی این بازه ضریب تغییرات نرخ ارز به رقم ۴ رسید.

ویژگی بارز این دوره کاهش قابل ملاحظه درآمدهای ارزی کشور به دلیل کاهش صادرات نفت، گاز، فرآورده‌های نفتی، محصولات پتروشیمی و میعانات گازی در نتیجه اجرایی شدن تحریم‌ها بود که همگی از اقلام عمده صادراتی کشور محسوب می‌شوند. تحریم‌های اتحادیه اروپا در خصوص ممنوعیت واردات، خرید و انتقال تمام محصولات نفتی ایران که در ژانویه ۲۰۱۲ به تصویب رسیده بود در ۱۰ تیر ماه ۱۳۹۱ به مرحله اجرا درآمد که سبب کاهش درآمدهای ارزی کشور گردید. به عنوان مثال، ارزش صادرات محصولات پتروشیمی حدود ۳۳، میعانات گازی حدود ۱۲ و نفت حدود ۵۰ درصد کاهش یافت، بنابراین از این زمان به بعد طرف عرضه بازار ارز تبدیل به طرف کوتاه بازار شد.



نمودار ۳. نحوه تأثیرگذاری تحریم‌ها بر بازار ارز در مهر ماه ۱۳۸۹ تا بهمن ماه ۱۳۹۰

در این شرایط نرخ ارز در واکنش به کاهش واقعی درآمدهای ارزی کشور و محدود شدن عرضه ارز مجدد در معرض افزایش قرار گرفت و بازار ارز کشور پس از دی و بهمن ماه ۱۳۹۰ در شهریور و مهر ماه ۱۳۹۱ با دومین شوک ارزی مواجه شد. به عبارت دیگر، در این مقطع تقاضاهای سفته‌بازانه در پی فضای روانی و انتظارات منفی در مقیاسی گسترده وارد بازار شد و نرخ دلار در بازار آزاد فراتر از نرخ‌های شوک اول در مقطعی به بالاتر از ۳۸۰۰۰ ریال نیز افزایش یافت.

در بسیاری از تحلیل‌های کارشناسی در خصوص تلاطمات ارزی کشور نقدینگی و نرخ‌های رشد بالای آن طی سال‌های گذشته به‌عنوان یکی از عوامل اصلی بروز این تلاطمات معرفی می‌شود. ضمن تأیید این نظر می‌بایست عنوان نمود که مجرای تأثیرگذاری نقدینگی بر تلاطمات ارزی دقیقاً از کانال تقاضای سفته‌بازی است. حجم بسیار زیاد نقدینگی که انبار آن در سال ۱۳۹۱ به بیش از ۴۰۰ هزار میلیارد تومان بالغ شد ظرفیت شکل‌گیری این حجم از تقاضای سفته‌بازی را فراهم ساخت؛ به گونه‌ای که سبب تلاطم در بازار ارز شد، اما نکته بسیار مهم این است که بیش از میزان انبار نقدینگی کیفیت توزیع آن حائز اهمیت است.

مدت‌ها در اقتصاد ایران این پرسش مطرح است که بر اساس نظریه مقداری پول می‌بایست حاصل جمع نرخ رشد نقدینگی و سرعت گردش پول معادل حاصل جمع نرخ رشد تولید و تورم باشد، در حالی که در اقتصاد ایران اینگونه نبوده و حاصل جمع نرخ رشد نقدینگی و سرعت گردش پول از حاصل جمع رشد تولید و تورم بیشتر است و این نقدینگی افزایش یافته کجاست؟ هر چند به این پرسش پاسخ داده شده است، اما می‌بایست متذکر شد که مابه‌التفاوت نرخ رشد نقدینگی از نرخ رشد تولید و تورم کلید حباب‌های قیمتی در اقتصاد ایران به‌ویژه تلاطمات اخیر ارزی کشور است (شاگری، ۱۳۸۷). این بخش از نقدینگی که از آن تحت‌عنوان انبار مضر

نقدینگی یاد می‌شود نقدینگی را از حوزه معاملات مرتبط با GNP و دریافتی عوامل تولید به واسطه حضورشان در تولید جاری خارج کرده و صرف پوشش معاملات نامرتبط با GNP می‌کند. در بدترین حالت ممکن نقدینگی مضر رشد یافته وارد فعالیت‌های سفته‌بازی و سوداگرانه می‌شود که این اتفاق ناخوشایند در بازار ارز حادث شد و تلاطمات ارزی را ایجاد نمود.

انباشت نقدینگی مضر در طول سال‌های متمادی اقتصاد کشور را مستعد تلاطمات در بخش‌های مختلف نظیر زمین، مسکن، طلا و اخیراً ارز نموده است، بنابراین در بیان نقدینگی به‌عنوان عامل اثرگذار در تلاطمات ارزی اخیر نباید از ماهیت، ترکیب و نحوه توزیع آن غافل ماند.

۴-۲-۱. مهم‌ترین اقدامات اتخاذ شده در جهت مدیریت بازار ارز در این دوره

- پس از اتخاذ سیاست‌های جدید ارزی در اوایل بهمن ماه ۱۳۹۰ ثبات نسبی به بازار ارز بازگشت، اما با این وجود بازار ارز با چالش‌های بسیار مهمی روبرو بود که می‌توان به این موارد اشاره نمود:
- بازار غیررسمی ارز پابرجا و نرخ ارز در این بازار بیش از ۱/۵ برابر نرخ ارز رسمی بود. تقاضای ارز برای خدمات خارجی و واردات کالاهایی که ارز آنها به نرخ مرجع تأمین نمی‌شد دلیل اصلی تداوم بازار غیررسمی بود.
 - به دلیل وجود فاصله قابل توجه بین نرخ مرجع و نرخ بازار غیررسمی ارز حاصل از صادرات غیرنفتی به دلیل وجود نرخ سایه وارد چرخه تجاری کشور نمی‌شد. این موضوع باعث شد فشار بسیاری بر ذخایر ارزی بانک مرکزی برای تأمین تقاضاهای موجود برای ارز وارد شود.
 - شکل‌گیری نارضایتی به دلیل عدم اختصاص یا در نظر گرفتن سقف برای اختصاص ارز به نرخ رسمی برای خدمات خارجی
 - وجود محدودیت‌های ناشی از تحریم و نیز عدم ورود ارز حاصل از صادرات غیرنفتی به چرخه تجاری کشور موجب گردید بانک مرکزی در تحقق سیاست اعلامی مبنی بر تأمین کل ارز مورد نیاز واردات ناموفق باشد. این موضوع ضمن فشار به بازار غیررسمی از سوی واردکنندگان باعث شد امکان اجرای صحیح نظام قیمت‌گذاری کالاهای وارد شده با ارز رسمی با اشکال مواجه شود.
- به دلیل وجود این مشکلات مقامات اقتصادی کشور به این نتیجه دست یافتند چنانچه امکان برقراری نرخ ارزی واحد در قالب نظام شناور مدیریت شده به‌عنوان بهینه اول وجود ندارد نظام

ارز دو نرخ به عنوان بهینه یا اولویت دوم مورد پذیرش قرار گیرد، به این صورت که ارز با نرخ مرجع برای واردات کالاهای اساسی و استراتژیک، مواد اولیه و نهادهای مورد نیاز تولید دارو تخصیص یابد و برای واردات سایر کالاها و با رعایت اولویت بندی نرخ دوم ارز ملاک قرار گیرد. در این راستا و با رویکرد کلی افزایش عرضه، مدیریت تقاضا و ارتقای شفافیت بازار ارز، بالا بردن ریسک بازار غیررسمی و بازگشت ارز حاصل از صادرات غیرنفتی به چرخه تجاری کشور اقداماتی در دستور کار قرار گرفت که به برخی از مهم ترین آنها اشاره می گردد:

- راه اندازی مرکز مبادلات ارزی
 - اولویت بندی واردات کالا به کشور و عدم ثبت سفارش برخی کالاهای غیرضروری
 - تشدید مقابله با قاچاق کالا به کشور و ساماندهی گمرکات و مبادی ورودی
 - غربالگری امور خدماتی و تعیین سقف برای ارزشهای خدماتی
 - بهره برداری از پورتال ارزی و اتصال آن به سامانه ثبت سفارش واردات کالا، راه اندازی سیستم یکپارچه اطلاعات اقتصادی، سامانه سنا و بانکداری متمرکز با هدف مدیریت بازار ارز و کالا و بهره مندی هرچه بهتر از منابع ارزی
 - تأکید بر ثبت آمار و اطلاعات تمام نیازهای وارداتی اعم از کالا و خدمات و منوط کردن اختصاص ارز به ثبت اطلاعات
 - کنترل لازم به منظور حصول اطمینان از عرضه کالاهای وارد شده (از لحاظ قیمت) بر مبنای نرخ ارز دریافتی
 - الزام وارد کنندگان به اعلام مبدأ نرخ ارز به صورت قابل رهگیری
 - تقویت رایزنی با بانک های مرکزی و مقامات سیاسی سایر کشورها برای تسهیل تبدیل و نقل و انتقال ارز
- مهیار افزایش لجام گسیخته نرخ ارز، فرونشاندن تلاطمات شدید ارزی شهریور ماه ۱۳۹۱، کنترل قیمت و نوسان های نرخ ارز و برقرار شدن مجدد ثبات در بازار ارمغان مجموعه اقدامات اتخاذ شده بود. هرچند طی این مدت بر گستره و شدت تحریم ها افزوده شده است.
- همانگونه که ذکر شد اقدامات اتخاذ شده در ۲ بازه زمانی بهمن ماه ۱۳۹۰ و شهریور ماه ۱۳۹۱ تأثیرات مطلوبی به همراه داشت و سبب ثبات بخشی نسبی به بازار شد، اما نکته مهم عدم واکنش به موقع و پیشگیرانه مقامات مسئول برای مدیریت طرف عرضه و تقاضای ارز پیش از وقوع تلاطمات ارزی است. به نظر می رسد با توجه به وجود فاصله زمانی بین زمان تصویب و

اجرای تحریم‌ها، چنانچه مدیریت‌های اعمال شده فوق‌الذکر زودتر اعمال می‌گردید و تصمیم‌گیری‌های ارزی با وقفه روبرو نمی‌شد از شدت تلاطمات ارزی به‌نحو قابل توجهی کاسته می‌شد؛ بنابراین، از این منظر ورود با تأخیر مقام مسئول ارزی کشور از عوامل مؤثر در بروز تلاطمات ارزی محسوب می‌شود.

به نظر می‌رسد آنچه سبب شد تا نظام ارزی کشور در دوره اخیر به‌شدت متأثر شود، عدم شکل‌گیری نظام ارزی و بازار ارزی عمیق و کارا طی سال‌های گذشته بوده است.^۱ بازار عمیق ارزی زمانی شکل می‌گیرد که هم در طرف عرضه و هم در طرف تقاضای ارز عوامل بسیار و نیروهای بی‌نام قیمت‌پذیر بسیاری حضور دارند که تغییر رفتار یا ورود و خروج آنها بازار ارز را تحت تأثیر قرار نمی‌دهد. به عبارت دیگر، صادرات کشور طیف متعدد و متنوعی از کالاها و خدمات را در برگرفته و منشأ ارزآوری برای کشور به یک یا چند محصول خاص منحصر نیست، همچنین واردات نیز به واسطه حضور عوامل ذره‌ای فراوان با کالاهای خارجی متنوع از حساسیت و کشش‌پذیری زیاد برخوردار می‌باشد. در چنین شرایطی از تعامل نیروهای عرضه و تقاضا در بازار ارز قیمت ارز به‌صورت درون‌زا تعیین شده و پایدار می‌ماند و بازار ارز از عمق لازم برخوردار خواهد بود. شواهد حاکی از آن است که اقتصاد ایران در سال‌های گذشته به این نوع از بازار دست نیافته است و این عامل مهم‌ترین دلیل در اثرگذاری تحریم بر بازار ارز است که برای اثبات این ادعا می‌توان به موارد ذیل اشاره نمود:

- بیش از ۸۰ درصد کل عرضه ارز در کشور توسط دولت و از ناحیه درآمدهای ارزی حاصل از صادرات نفت، گاز و فرآورده‌های نفتی صورت می‌گیرد و عملاً دولت انحصار عرضه ارز را در اختیار دارد.
- در مواقع کمبود عرضه ارز در بازار، ارز محور فعالیت‌های سوداگرانه قرار می‌گیرد. بدیهی است اگر نرخ ارز در یک بازار عمیق رقابتی تعیین شود نمی‌بایست با اندک کمبودی در این بازار محور فعالیت‌های سوداگرانه قرار گیرد.

۱. بازارهای عمیق در مقابل بازارهای سطحی به بازارهایی اطلاق می‌شود که شوک‌های موردی و خاص وضعیت آنها را تحت تأثیر قرار نمی‌دهد و شوک‌های بزرگ نیز چندان آنها را بی‌ثبات نمی‌کند.

• طی ۴ دهه گذشته اقتصاد ایران یا با مازاد ارز مواجه بوده یا با کمبود ارز و به ندرت می توان دوره ای را یافت که قیمت ارز تعدیل کننده عرضه و تقاضای آن باشد و اقتصاد با مازاد یا کمبود ارز مواجه نباشد.

۵. جمع بندی

نرخ ارز به عنوان متغیر قیمتی کلیدی در اقتصاد بسیاری از سیاستگذاری های دولت و تصمیمات عاملین اقتصادی را تحت تأثیر قرار می دهد. هر گونه بی ثباتی و تلاطم در قیمت ارز تأثیرات نامطلوبی چه در سطح خرد و چه در سطح کلان برجای می گذارد. بررسی تحولات بازار ارز در کشور حاکی از وجود تلاطم در این بازار و نوسان های شدید در مقاطعی از ۳۰ ماه اخیر است. زمینه بروز تلاطمات ارزی در کشور در اواسط سال ۱۳۸۹ و پس از تشدید تحریم ها و اختلال در مبادلات و نقل و انتقالات ارزی کشور ایجاد شد و از این زمان نرخ ارز در بازار آزاد از نرخ رسمی فاصله گرفت و وضعیت دو نرخ و حتی چند نرخ در بازار ارز شکل گرفته و تاکنون تداوم یافته است.

در خرداد ماه ۱۳۹۰ بانک مرکزی به منظور حذف فاصله نرخ بازار آزاد با نرخ رسمی اقدام به افزایش ۱۱ درصدی نرخ ارزهای مختلف نمود، اما نتیجه موفقیت آمیز نبود. روند افزایش همراه با نوسان نرخ ارز ادامه داشت تا اینکه در دی ماه و اوایل بهمن ماه ۱۳۹۰ به ویژه پس از تصویب تحریم جدید اتحادیه اروپا در خصوص تحریم خرید نفت از ایران کشور در آستانه یک بحران ارزی قرار گرفت که اتخاذ سیاست یکسان سازی و وضع ترتیبات جدید ارزی در اوایل بهمن ماه توانست از شدت تلاطمات بکاهد. در شهریور ماه ۱۳۹۱ کشور با دومین شوک ارزی مواجه شد. در این مقطع با گسترش تقاضاهای سفته بازانه و ایجاد فضای روانی نرخ دلار در بازار آزاد فراتر از نرخ های شوک اول در مقطعی به بالاتر از ۳۸۰۰۰ ریال نیز افزایش یافت. در شکل گیری و تداوم وضعیت نامطلوب ارزی کشور عوامل متعدد و با درجه تأثیرگذاری متفاوت و هر یک از مجرای خاصی ایفای نقش نمودند که از این میان تحریم های اقتصادی، رشد نقدینگی و شرایط ساختاری بازار ارز از اهمیت بیشتری برخوردارند.

تحریم های وضع شده از ۲ مجرای عمده اختلال در نقل و انتقالات ارزی و ایجاد محدودیت مقداری در صادرات نفت، فرآورده های نفتی، محصولات پتروشیمی و میعانات گازی موجب شکل گیری تلاطمات ارزی و تداوم آن شده است. مجرای نخست باعث کاهش عرضه ارز و

بی‌پاسخ ماندن سمت تقاضای بازار ارز در نیمه دوم سال ۱۳۸۹ شد. مجرای دوم نیز به مرور زمان و با گسترش تحریم‌ها و تصویب پی‌درپی تحریم‌ها سبب کاهش درآمدهای ارزی و محدودیت عرضه و تبدیل شدن آن به طرف کوتاه بازار ارز و در نتیجه افزایش قیمت ارز شد. کارکرد دیگر تحریم‌ها دامن زدن به انتظارات منفی و گسترش تقاضای سوداگرانه بود.

نرخ رشد بالای نقدینگی در سال‌های گذشته و از آن مهم‌تر کیفیت توزیع آن عامل مهم دیگری در تداوم تلاطمات ارزی است. مجرای تأثیرگذاری نقدینگی بر تلاطمات ارزی از کانال تقاضای سفته‌بازی است. حجم بسیار زیاد نقدینگی که انباره آن در سال ۱۳۹۱ به بیش از ۴۰۰ هزار میلیارد تومان بالغ شد ظرفیت شکل‌گیری حجم بسیار بالای تقاضای سفته‌بازی را فراهم ساخت، به گونه‌ای که سبب تلاطم در بازار ارز شد. در خصوص کیفیت توزیع نقدینگی نیز باید گفت که انباشت نقدینگی مضر در طول سال‌های متمادی اقتصاد کشور را مستعد تلاطمات در بخش‌های مختلف نظیر زمین، مسکن، طلا و اخیراً ارز نموده بود که این اتفاق در بازار ارز حادث شد.

عدم شکل‌گیری نظام ارزی و بازار عمیق و کارای ارز طی سال‌های گذشته مهم‌ترین ویژگی ساختاری این حوزه از اقتصاد ایران است. به عبارت دیگر، قیمت ارز از تعامل نیروهای بی‌نام قیمت‌پذیر در طرف عرضه و تقاضای ارز شکل نمی‌گیرد و بیش از ۸۰ درصد کل عرضه ارز در کشور توسط دولت و از ناحیه درآمدهای ارزی حاصل از صادرات نفت، گاز و فرآورده‌های نفتی صورت می‌گیرد و عملاً دولت انحصار عرضه ارز را در اختیار دارد. این امر سبب می‌شود تا در مواقع کمبود عرضه ارز در بازار ارز محور فعالیت‌های سوداگرانه قرار می‌گیرد.

در انتها لازم به ذکر است که عواملی نظیر تورم متراکم طی سال‌های گذشته و عدم تعدیل نرخ ارز حداقل به میزان مابه‌التفاوت نرخ تورم داخلی و نرخ تورم متوسط شرکای عمده تجاری فساد موجود در بازار ارز و ورود با تأخیر مقام مسئول بازار ارز از عوامل اثرگذار در تلاطمات ارزی چند سال اخیر است، اما تأکید بر این است که تحریم تأثیرگذارترین عامل در آغاز تلاطمات ارزی است، به گونه‌ای که با رفع آن بازار ارز به رویه پیش از سال ۱۳۸۹ بازمی‌گردد.

منابع

- دفتر تحقیقات و سیاست‌های پولی و بازرگانی، وزارت امور اقتصادی و دارایی، "بررسی ساختار ارزی کشور و ارائه راهکار برای اصلاح آن".
- دفتر تحقیقات و سیاست‌های پولی و بازرگانی، وزارت امور اقتصادی و دارایی، "مروری جامع بر کلیه تحریم‌های اعمال شده علیه ایران".
- شاگری، عباس (۱۳۸۷)، *نظریه‌ها و سیاست‌های اقتصاد کلان*، جلد دوم، انتشارات پارس نوین.
- شاگری، عباس (۱۳۹۱)، *نظام ارزی موجود و اقتصاد کلان*، اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی تهران.
- شاگری، عباس (۱۳۹۰)، *مدیریت منابع و مصارف ارزی*، معاونت امور اقتصادی، وزارت امور اقتصادی و دارایی.
- Cole, Harold R. & Timothy J. Kehoe (1996), "A Self-Fulfilling Model of Mexico's (1994-1995) Debt Crisis", *Journal of International Economics*, Vol. 41, PP. 309- 330, November.
- Drazen, Allan (1998), "Political Contagion in Currency Crises", University of Maryland, Mimeo, March.
- Glick, Reuven & Hutchison, Michael (2011), "Currency Crises", Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series 2011/22.
- Krugman, Paul (1979), "A Model of Balance-of-Payments Crises", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 11, PP. 311-25.
- Obstfeld, Maurice (1986), "Rational and Self-Fulfilling Balance-of-Payments Crises", *American Economic Review*, Vol. 76, No. 1, PP. 72-81.
- Obstfeld, Maurice (1994), "The Logic of Currency Crises," NBER Working Paper No.4640 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Obstfeld, Maurice (1996), "Models of Currency Crises with Self-Fulfilling Features", *European Economic Review*, Vol. 40, PP. 1037-1047.
- Sachs, J., Tornell, A. & A. Velasco (1996), "Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995", *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 1, PP. 147-215.

