

# قیمت واقعی ارز؟!<sup>۱</sup>

حسین عبده تبریزی

پیش‌بینی مؤسسات مختلفی از نرخ تورم و قیمت ارز که در سال‌های ۹۵ و ۹۶ انجام شده، بسیار پایین‌تر از چیزی است که ما امروز برای پایان سال ۹۷ یا سال ۹۸ پیش‌بینی می‌کنیم. به نظر می‌رسد ماشه افزایش قیمت ارز را خروج یک‌جانبه آمریکا از برجام چکاند و تغییر جدی در انتظارات مردم نسبت به آینده را شکل داد. حجم عظیم نقدینگی نامتناسب با تولید کالاها و خدمات که بانک‌ها خلق کرده بودند، دلیل اصلی شکل دادن به آن انتظارات بود. به همین دلیل است که حتی قبل از تصمیم ترامپ، اقتصاددانان مدل‌سازی چون آقای دکتر برکچیان در سال ۹۵ رقم تورم بازه زمانی ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۰ را ۲۳/۵ درصد پیش‌بینی کردند.

عنصر مهم در پیش‌بینی ایشان، تخلیه اثر

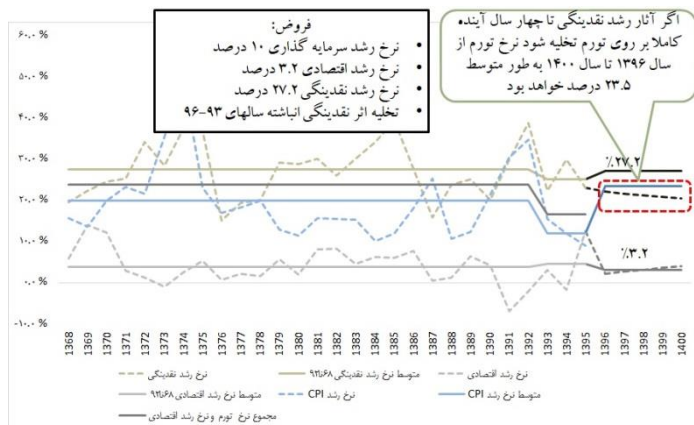
نقدینگی انباشته سال‌های قبل عنوان شده است.

این بدان معناست که اقتصاددانان طبعاً قائل به

رابطه نزدیکی بین سطح قیمت‌ها، پایه پولی،

حجم نقدینگی و قیمت ارز هستند. البته آنان

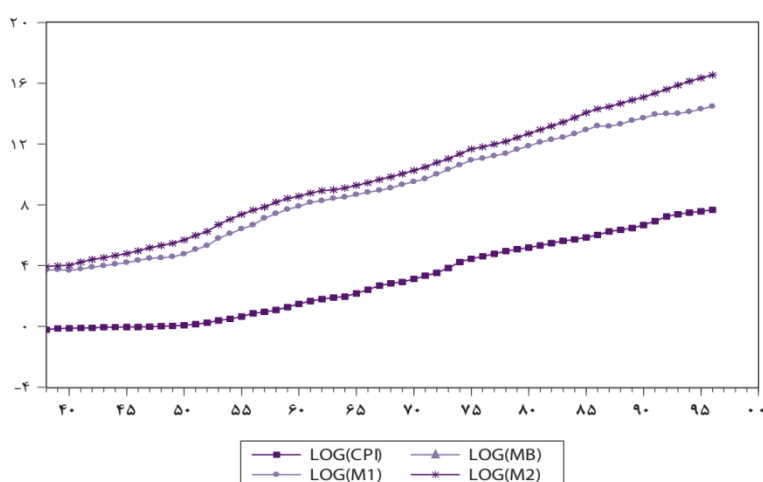
می‌پذیرند که به دلایل مختلف ممکن است با



تغییر نقدینگی در کوتاه‌مدت و یا حتی میان‌مدت، نرخ تورم و قیمت ارز تغییر نکند.

<sup>۱</sup> . در روز دوشنبه ۱۳۹۷/۰۸/۲۸، مشروح این سخنرانی خطاب به مدیران عامل و اعضای هیأت‌مدیره صنعت لیزینگ کشور در پنجمین نشست عمومی آن صنعت در تهران ارائه شد.

نمودار زیر برای دوره‌ای بسیار بلندمدت نشان می‌دهد که پایه پولی و حجم نقدینگی به رفتار مشابه در سطح قیمت‌ها انجامیده است. به علاوه، نمودار نشان می‌دهد که از سال ۹۰ به بعد، نرخ رشد نقدینگی از M1 فاصله گرفته است و به‌رغم تولید کمتر پول در این سال‌ها، نقدینگی به رشد خود ادامه داده است. علت این امر را می‌باید به وضعیت بانک‌ها مرتبط دانست که در این مقاله اشاره‌ای به آن خواهد شد. اما به هر حال، نمودار بیانگر آن است که عامل اصلی ایجاد و تداوم تورم‌های بالا، رشد کمیت‌های پولی است.



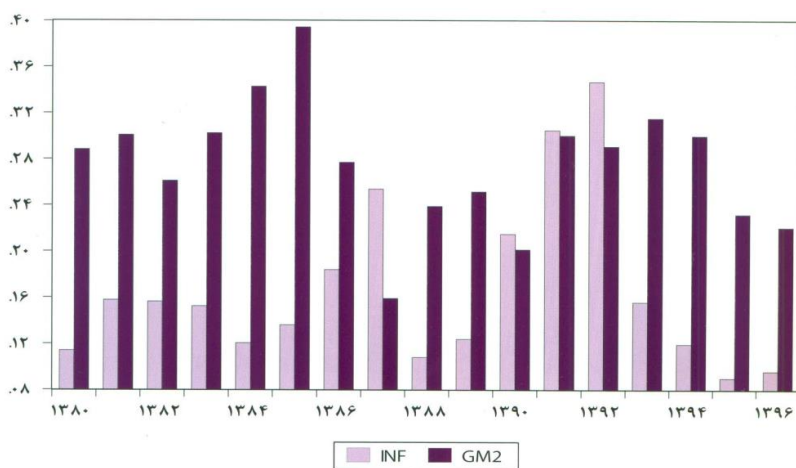
منبع - مطالعات شرکت تأمین سرمایه نوین، ۱۳۹۷

بنابراین، ممکن است به دلیل سیاست‌های بانک مرکزی یا دولت، وقوع کاهش ارزش ریال (تورم) و نهایتاً نرخ بالاتر ارزش‌های خارجی در شرایطی که نقدینگی رشد یافته، به تعویق بیفتد، اما این عقب‌افتادگی بعداً جبران می‌شود، و به نرخ تورم بالاتر و احتمالاً شوک ارزی در سال‌های بعد منجر می‌شود.

نرخ تورم ماهانه بالای ۶ درصد در شهریورماه ۱۳۹۷ بسیاری از اقتصاددانان ایران را نسبت به عواقب تورم لجام‌گسیخته نیز نگران کرد. نرخ تورم نقطه به نقطه مصرف‌کننده و تولیدکننده نیز حامل همین پیام بود. نمودار زیر نشان می‌دهد که در سال‌های اخیر تا سال ۹۶، به دلایل متعدد که مهم‌ترین آن پرداخت نرخ سود موهوم بالا توسط بانک‌ها بوده است، نرخ تورم از نرخ رشد نقدینگی به شدت عقب افتاد؛ به همان سیاق نیز قیمت ارز رشد نکرد و در

دامنه قیمتی گذشته باقی ماند. دولت با ساده‌انگاری این نرخ‌های پایین را به حساب دستاوردهای خودش گذاشت، بدون این که اصلاحاتی را آغاز کرده باشد، سیاست‌های پولی و بودجه‌ای خود را بهبود بخشیده باشد، و تغییر بنیادین در متغیرهای مختل‌کننده اقتصاد ایران به وجود آورده باشد. در واقع، دولت احمدی‌نژاد با نرخ ارز پایین و افزایش گسترده واردات، تورم را مهار زد تا در سال ۹۲، فنر تورمی پرش خود را انجام داد؛ و دولت روحانی با نگاه داشتن بالای نرخ سود، و کند کردن نرخ گردش پول، تورم را مهار کرد.

اما اقتصاد کار خود را می‌کند و راه خود را می‌رود. بنابراین، تعدیل نرخ‌های به تعویق افتاده غیرقابل اجتناب است.



رابطه حجم نقدینگی با شاخص قیمت‌ها و رابطه تورم با قیمت ارز غیرقابل انکار است؛ حتی اگر مخالفان موضوع این روابط را با برجسب نتولیرالیسم و غیره آرایش دهند، در واقعیت این موضوع تغییری حاصل نمی‌شود.

اما برای درک بهتری از به تعویق افتادن افزایش سطح عمومی قیمت‌ها و تعدیل نرخ ارز در سال‌های اخیر، ناچاریم به ترکیب نقدینگی رجوع کنیم. از سال ۸۳ تا امروز سهم پول و حتی سهم پول به علاوه سپرده‌های کوتاه‌مدت از کل نقدینگی کاهش یافته است. این وضعیت در طول دولت آقای روحانی با ارقام واضح‌تری به اثبات می‌رسد. در سال ۱۳۹۲، سهم پول از کل نقدینگی ۱۹ درصد بوده که در تیرماه سال ۹۷ به ۱۳٪ کاهش یافته، و سهم شبه پول از ۸۱٪ به ۸۷٪ افزایش یافته است. در واقع، در دولت‌های یازدهم و دوازدهم متوسط رشد پایه پولی و حجم پول از متوسط ۴۰ یا ۵۰ ساله خود پایین‌تر بوده، اما متوسط رشد حجم نقدینگی (حدود ۲۷ درصد) در سطح بالا باقی‌مانده است. یعنی نسبت

شبه پول به پول و ضریب فزاینده پولی افزایش قابل ملاحظه یافته است. طی این دوره بانک‌ها نقدینگی زیادی خلق کرده‌اند، و عمده این نقدینگی به سودهای موهومی مرتبط است که بانک‌ها پرداخت کرده‌اند. از سال ۹۰ به بعد ضریب فزاینده خلق نقدینگی، یعنی نقدینگی تقسیم بر پایه پولی، افزایش قابل ملاحظه یافته و از ۷ برابر نیز گذشته است. طبعاً هر چه نسبت شبه پول به پول بزرگ‌تر می‌شود، نقدینگی غیرسیال‌تر می‌شود. همین غیرسیال‌تر شدن نقدینگی به دلیل نرخ‌های سود بالا بوده که تأخیر در افزایش سطح قیمت‌ها و تعدیل قیمت ارز را باعث شده است.

در طول دوره روحانی، به دلیل وضع نامناسب بانک‌ها، و پرداخت سود بالا توسط آن‌ها، با افزایش شدید نسبت شبه پول به پول و ضریب فزاینده روبرو بوده‌ایم؛ این امر نقدینگی را به ارقام بی‌سابقه رساند، و بانک‌ها و مؤسسات اعتباری با ترازنامه‌های نامناسب، برای غیرسیال کردن سپرده‌ها، نرخ سودهای بسیار بالا را پرداختند که این به نوبه خود حجم نقدینگی را افزایش داد.

برای بسیاری از اقتصاددانان روشن بود که امکان حفظ و تکرار وضعیت در سال‌های ۹۷ و ۹۸ به بعد ممکن نخواهد بود. بدیهی بود نقدینگی عظیمی که پرداخت سودهای موهومی بانک‌ها پدید آورده، روی قیمت کالاها و خدمات محدود انعکاس یابد، و تورم را دامن زد. روشن بود اولین دارایی‌ای که این نقدینگی عظیم به دنبال آن خواهد رفت، ارز و طلا است که افزایش قیمت آن‌ها، مدت‌ها بود به تأخیر افتاده بود. اقتصاددانان ایران نگران بودند که سپرده‌ها سیال شود، و شبه پول به پول تبدیل شود، و تورم چهره نشان دهد و ارز جهش کند. همه این‌ها روشن بود. از اوایل ۹۷، فشار برای سیال شدن نقدینگی غلبه یافت، و نسبت پول از نقدینگی به  $13/5\%$  افزایش یافته و کماکان این نرخ بالاتر می‌رود. با تصمیم مردم برای سیال کردن سپرده‌ها و نشان دادن آن بر روی دارایی‌هایی چون ارز، طلا، اتومبیل، سهام و مسکن، نرخ تورم اوج گرفت و پرش شدید قیمت ارز نیز موج جدیدی برای خیزش تورمی فراهم آورد. نمودار زیر حاوی اطلاعاتی است که دولت و بانک مرکزی بدان کمتر توجه کرد.

نرخ سود رسمی سپرده‌ها از سال ۸۹ تا

۹۷ با نمودار سیاه نشان داده شده و

البته در عمل از سال ۹۱ به بعد این

نرخ‌های رسمی کمتر رعایت شده

است. نمودار قرمز بیانگر آن است که

نرخ سود بین بانکی، به‌ویژه از سال ۹۲



به بعد، بالاتر از نرخ سپرده‌ها ایستاده است. منحنی رنگ آبی نشان می‌دهد که نرخ سود پرداختی دولتی (اسناد

خزانه) حتی به ۳۰ درصد هم رسیده است. موضوع جالب در این میان روند نرخ‌های حقیقی برای این دوره است. از

سال ۹۱ تا سال ۹۶ برای اولین بار در تاریخ بعد از انقلاب، نرخ سودهای حقیقی مثبت شده و حتی به ۱۵ درصد هم

رسیده است. یعنی در شرایطی که نرخ متوسط رشد اقتصاد دو یا سه درصد بوده، بانک‌ها برای جذب سپرده‌ها

نرخ‌های سود بسیار بالایی پرداخته‌اند؛ سودهایی که هرگز کسب نکرده و عملاً موهومی بودند. اگر این نمودار را

برای طول ۴۰ سال انقلاب ترسیم کنیم، می‌بینیم که فقط در بازه ۹۲ تا ۹۶ است که چنین سودهای بالایی

پرداخت شده و یا حتی فراتر از آن، اصلاً سودهای حقیقی مثبت بوده است. این آن چیزی است که از کانون توجه

بانک مرکزی و دولت دور ماند. یعنی بانک‌های ایرانی در سال‌های بعد از انقلاب، فقط با پرداخت نرخ‌های سود

حقیقی منفی می‌توانسته‌اند به حیات خود ادامه دهند، و به محض این که نرخ‌های سود مثبت پرداخت کردند، در

شرایط کاملاً نامناسب قرار گرفته و برای کسری‌های خود به بانک مرکزی رجوع کردند.

در واقع وقتی به اجزای رشد پایه پولی نگاه می‌کنیم، می‌بینیم که در دوره‌های پرش ارز و نرخ‌های تورم بالا، علت

عمدتاً افزایش دارایی‌های خارجی بانک مرکزی و افزایش بدهی دولت به بانک مرکزی بوده، در حالی که برای

اولین بار در بازه زمانی ۹۶-۹۲، علت افزایش شدید بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی بوده است. این آن چیزی است

که در تجربه بانک مرکزی وجود نداشت و با تأخیر به این موضوع توجه شد که تا ۷۰٪ از رشد پایه پولی به سهم افزایش بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی برمی‌گردد.

نگاهی به نمودار افزایش قیمت اسمی ارز تا اوایل سال ۹۷ بیانگر آن است که این قیمت همواره پایین نگاه داشته شده است. مثلاً قیمت ارز در سال ۷۲، اگر سطح قیمت‌های امروز را مبنا بگیریم، حدود ۱۳۰۰۰ تومان بوده که تا سال ۱۳۹۷ این نرخ حقیقی کاهشی بوده است. اما واقعیت‌های اقتصادی به هر حال در فرصت مناسب خود را تحمیل می‌کنند، و در نیمه اول سال ۹۷ این فرصت با تصمیمات امریکا و تغییر انتظارات مردم پدید آمد و دلار در بازار آزاد تا نرخ‌های ۱۸ و ۱۹ هزار تومان بالا رفت. به بیان دیگر، قیمت ارز حتی اوورشوت کرد و فنر ارزی جهشی کرد که برای آن تقاضایی نبود، و به‌ناچار به قیمت‌های ۱۱ و ۱۲ هزار تومان جاری کاهش یافت. این جهش جدید قیمت ارز بسیار شدیدتر از دوره‌های قبلی بود. یعنی با این که در دولت آقای هاشمی نرخ ارز جهشی ۳۲ درصدی داشت، و در دوره دولت آقای احمدی‌نژاد، نرخ ارز جهشی ۳۷ درصدی داشت، در دوره جدید این جهش به طور متوسط از حد ۶۰٪ هم فراتر رفت. علت این امر طبعاً در فاصله گرفتن حجم نقدینگی از نرخ ارز از سال‌های ۸۴ به بعد است؛ این فاصله در طول سال‌های ۹۲ تا ۹۶ که وضع بانک‌ها خراب‌تر شد، شدت یافت. اما تعدیل معوق قیمت ارز، بالاخره از اوایل سال ۹۷ آغاز شده و نرخ ارز در سطح جدید تثبیت شد.

بسیار پرسیده می‌شود که ارزش واقعی ارز کدام است. ضمن این که می‌دانیم ارزش واقعیت بیرونی ندارد و حاصل مدلی است که از آن ارزش را استخراج می‌کنیم و ملاک، قیمت بازار است که واقعیت دارد، اما اقتصاددانان به روش‌های مختلف، ارزش را محاسبه می‌کنند. البته، هدف‌گذاری برای قیمت ارز، و تعقیب سیاست‌هایی برای دستیابی به آن قیمت، در بسیاری از اقتصادها معمول است. کم‌نیستند اقتصاددانانی که فکر می‌کنند می‌شد به راحتی دلار را در بازه ۸ تا ۱۰ هزار تومان هدف‌گذاری کرد، و با اتخاذ سیاست‌های صحیح، به کاهش نقدینگی (به حدود نرخ رشد ۱۵٪ در سال) و کنترل تورم کمک کرد و قیمت ارز را در دامنه پایدار تثبیت کرد.

محاسبات انجام شده برای تعیین ارزش دلار به ریال متعدد است. در رویکرد پولی، به رابطه تولید ناخالص داخلی و نرخ رشد نقدینگی توجه می‌شود. قیمت ارز در سال پایه با اختلاف دو نرخ رشد نقدینگی و تولید ناخالص ملی تعدیل می‌شود. در روش قدرت خرید (PPP)، به رابطه تورم در ایران با میانگین وزنی تورم کشورهای طرف معامله تجاری با ایران توجه می‌شود. در رویکرد دارایی به رابطه حجم نقدینگی با ارزش دارایی‌های بانک مرکزی توجه می‌شود. ارقام محاسبه شده توسط پاره‌ای اقتصاددانان، رقمی حدود ۸ هزار تومان را به عنوان ارزش تعیین می‌کنند که با متوسط قیمت سبد جاری ارزهای مختلف تفاوت چندانی ندارد، چرا که اگر به ارز کالاهای اساسی، ارزش‌نمایی، و ارز آزاد وزن‌های متناسب خود را بدهیم، متوسط قیمت دلار به سختی از ۸۰۰۰ تومان عبور می‌کند.

البته، خواست اقتصاددانان حرکت به سمت ارز تک‌نرخی است، چرا که دریافت‌کنندگان ارزهای کالاهای اساسی و نیمایی، از رانتی برخوردار می‌شوند که علی‌الاصول می‌باید به عامه مردم تعلق گیرد. آنان کالاهای خود را به قیمت ارز کالاهای اساسی و ارزش‌نمایی نمی‌فروشند. بنابراین، اگر بتوان اصلاحات اساسی را آغاز کرد، آن‌گاه می‌توان به تدریج به سمت ارز تک‌نرخی حرکت کرد. این حرکت در شرایط تحریمی جاری دشوار است. دولت باید همزمان با حفظ سطح زندگی حداقلی و گستردن چتر حمایتی از اقشار ضعیف، اصلاحات بانکی و بودجه‌ای را آغاز کند. در چنین شرایطی است که زمینه اتخاذ سیاست ارزی مناسب فراهم می‌شود.

اما بسیار پرسیده می‌شود که قیمت ارز آزاد در کوتاه‌مدت را چه می‌دانید. با لحاظ کلیه عوامل، به‌ویژه برنامه‌های امریکا برای کاهش درآمد ارزی ایران، به شرط عدم اتخاذ سیاست‌های بسیار غلط بودجه‌ای و ارزی و به شرط حرکت حتی در زمینه اصلاحات بانکی، این‌جانب قیمت دلار را برای ۱۲ ماه آینده، خارج از دامنه ۱۲ تا ۱۵ هزار تومان نمی‌بینیم.