

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

به نام خدا



همایش بررسی وضعیت نرخ ارز و تأثیر آن بر اقتصاد ایران

مسین عبده تبریزی

چهارشنبه ۱۲ آبان ماه ۱۳۹۵

پایه طلا

۱۸۷۰ - ۱۹۱۴



برتون-وودز

۱۹۴۴ - ۱۹۷۱



شناور

۱۹۷۳ -

نظام‌های عمده پولی جهانی



تقویت
Appreciation

تضعیف
Depreciation



تقویت
Revaluation

تضعیف
Devaluation

نرخ ارز ثابت در مقابل شناور

عوامل مؤثر بر نرخ ارز

عوامل
بنیادی



عوامل
فنی



عوامل مؤثر بر تغییر نرخ ارز

اقتصادی

جریان‌های بازرگانی

نرخ تورم نسبی

نرخ بهره نسبی

سیاسی

انتخابات

نوع دولت

موقعیت سیاسی
دولت حاکم

جغرافیایی

آب و هوا

بلایای طبیعی

قحطی

اجتماعی/فرهنگی

تمایل به
سرمایه‌گذاری

تمایل به پس‌انداز

نحوه نگرش مردم

عوامل بنیادی مؤثر بر تغییر نرخ ارز

افزایش جریان‌های
بازرگانی ورودی

تقویت پول داخلی

افزایش نرخ تورم
نسبی

تضعیف پول داخلی

افزایش نرخ بهره
نسبی

تقویت پول داخلی

عوامل بنیادی اقتصادی مؤثر بر تغییر نرخ ارز



سیاست‌های پولی دولت‌ها

زمان دریافت مالیات‌ها

اثرات فصلی

عوامل فنی مؤثر بر تغییر نرخ ارز

نتایج مطالعه مقطعی ۲۴۰ انتخابات در آمریکای لاتین

در دوره‌های منتهی به انتخابات احتمال باقی ماندن پول داخلی در وضعیت overvalue افزایش می‌یابد.

در دوره‌های منتهی به انتخابات احتمال انتقال پول داخلی از وضعیت undervalue به overvalue از ۲/۲ درصد به ۱۷ درصد افزایش می‌یابد.

در دوره‌های پس از انتخابات احتمال انتقال پول داخلی از حالت overvalue به undervalue از ۱۰ درصد به ۱۹ درصد افزایش می‌یابد.

Hypothesis tested by Markov chain switching regime models-Transition matrix

نتایج مطالعات عوامل سیاسی مؤثر بر تغییر نرخ ارز

انتخابات

- میزان تضعیف پول داخلی کاهش می یابد.
- پول داخلی فراتر از ارزش واقعی قیمت گذاری می شود.

دولت خودکامه

- نرخ ارز تثبیت می شود.
- گرایش به تقویت نرخ ارز وجود دارد.

اقتدار دولت

- اغلب منجر به تثبیت نرخ ارز می شود.

عوامل بنیادی سیاسی مؤثر بر تغییر نرخ ارز

مطالعه مقطعی
اقتدار دولت در
آمریکای لاتین

با افزایش تعداد کرسی‌های
تحت کنترل دولت در
مجلس، گرایش به تثبیت
نرخ ارز بیشتر می‌شود.

نتایج مطالعات عوامل سیاسی مؤثر بر تغییر نرخ ارز

مطالعه مقطعی احزاب سیاسی در کلمبیا

طرفداران حزب محافظه کار بیشتر در مناطق زیر کشت قهوه متمرکزند.

وقتی حکومت در دست حزب محافظه کار است، میزان تضعیف پول داخلی ۴٪ بیشتر است.

نرخ ارز به احزاب سیاسی وابسته است.

نتایج مطالعات عوامل سیاسی مؤثر بر تغییر نرخ ارز

پیامدهای قیمت گذاری نادرست نرخ ارز

نرخ شناور

بازار رقابتی

قیمت گذاری
درست

نرخ ثابت

بانک مرکزی

قیمت گذاری
نادرست

سازوکار قیمت گذاری

قیمتی است که بر اساس
مکانیزم بازار رقابتی شکل
می‌گیرد. در این بازار،
نیروهای عرضه و تقاضا
تعیین‌کننده است.

قیمت واقعی



Overvalue



قیمت ارز در ایران

مکزیک (۱۹۹۵)

آسیا (۱۹۹۷)

روسیه (۱۹۹۷)

ارزش‌گذاری
ارز پایین‌تر از
ارزش بازار

افزایش تقاضا
برای تبدیل
پول داخلی
به ارز

کاهش ذخایر
ارزی بانک
مرکزی

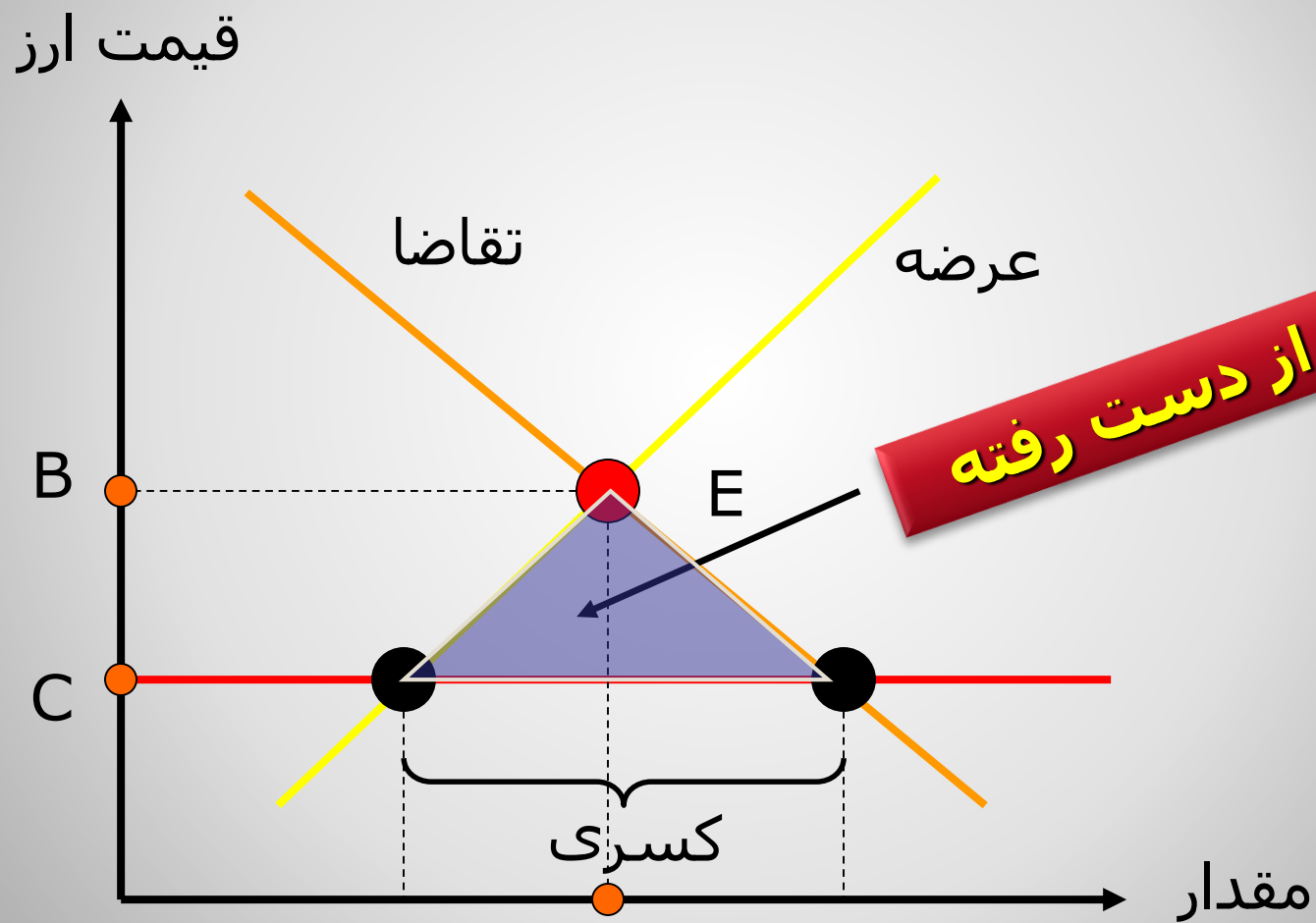
هجوم برای
تبدیل پول
داخلی به ارز

تهی شدن
ذخایر ارزی
بانک مرکزی

بروز بحران

نمونه‌هایی از بحران‌های مالی

هزینه مستقیم ارزش‌گذاری ارز پایین‌تر از ارزش بازار



ایجاد فرصت‌های آربیتراژ

وام‌گیری از
بانک‌های خارجی
با نرخ بهره نسبتاً
پایین

تبدیل ارز به پول
داخلی

سپرده‌گذاری در
بانک‌های ایرانی
با نرخ بهره نسبتاً
بالا

دریافت بهره
سپرده در
سررسیدها و
تبدیل به ارز

بازپرداخت بهره
وام و کسب سود
باقیمانده

پیامدهای ارزش‌گذاری ارز پایین‌تر از ارزش بازار

کمک به توسعه پول شویی



پیامدهای ارزش گذاری ارز پایین تر از ارزش بازار

پیامدهای ارزش‌گذاری ارز پایین‌تر از ارزش بازار

کمک به خروج سرمایه

اولین کنگره انجمن اقتصاددانان ایران

۲۹ دی ماه ۱۳۵۳

“اگر ارز خیلی ارزان باشد، ممکن است همهٔ این سرمایه‌ها برود خارج”

دکتر فرهنگ



۸۸/۰۷/۲۷ - سازمان توسعه تجارت - وزیر بازرگانی:
سه‌شنبه ۷ درصدی صادرات غیرنفتی از تولید ناخالص داخلی پذیرفتنی نیست!!

پیامدهای ارزش‌گذاری ارز پایین‌تر از ارزش بازار

مفروضات

قیمت فروش در سال
هشتاد

۱۰۰

مجموع هزینه‌ها در
سال هشتاد

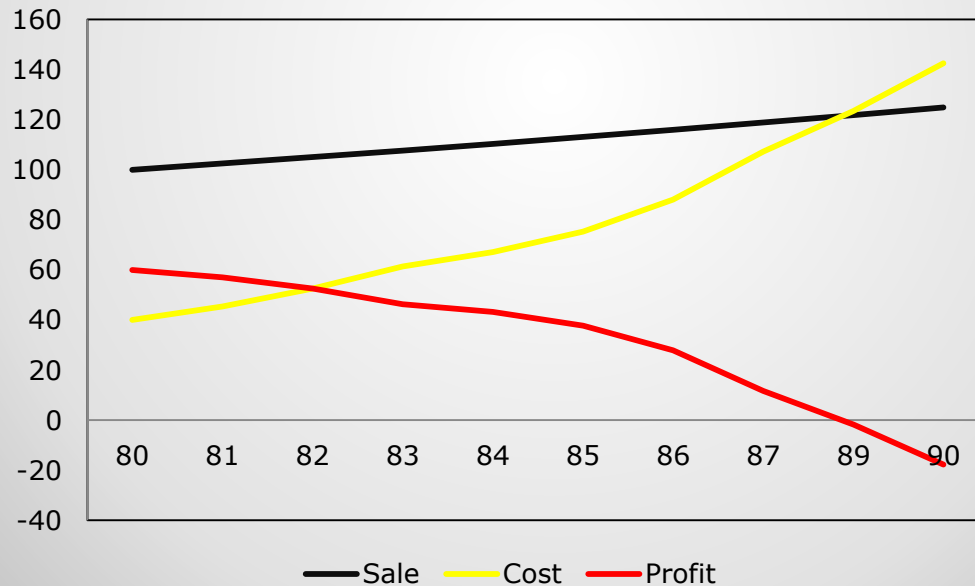
۴۰

درصد رشد سالانه
فروش

۲.۵٪

درصد رشد سالانه
هزینه‌ها

نرخ تورم تولیدکننده



نرخ تورم داخلی محرک کاهش صادرات



حمام



تیرآهن



دیوار
پیش ساخته



سینک



ارز ارزان و واردات بی رویه کالا



قالی



مبلمان



تخت



میز

ارز ارزان و واردات بی‌رویه کالا



سیب فرانسوی



سیر



مرکبات



برنج

ارز ارزان و واردات بی رویه فرآورده های کشاورزی



کارگر افغانی



کارگر آلمانی



ارز ارزان و واردات بی رویه کارگر

حصیربافت
ایرانی



حصیربافت
چینی



دکتر محمدی (عضو شورای اسلامی شهر اصفهان) انتقاد کرد:

میدان امام(ره) اصفهان به ویتترین صنایع دستی چینی و کشورهای دیگر تبدیل شده است و با ادامه این روند تا ۵ سال آینده دیگر اثری از صنایع دستی باقی نخواهد ماند.

خبرگزاری ایلنا - ۲۱ آذر ۱۳۸۸

ارز ارزان و تبدیل سازندگان به فروشندگان

پویا دبیری مهر (رئیس خانه صنعت و معدن کشور)

- تولید آنقدر برای تولیدکننده گران شده است که دیگر صرف نمی کند یک کالا در داخل از صفر تولید شود، به همین دلیل هم تولیدکنندگان به نوعی شده اند مونتاژ کننده تا تولید کنند.

خبرگزاری آن لاین - ۱۵ آذر ۱۳۸۸

ارز ارزان و تبدیل سازندگان به مونتاژکاران

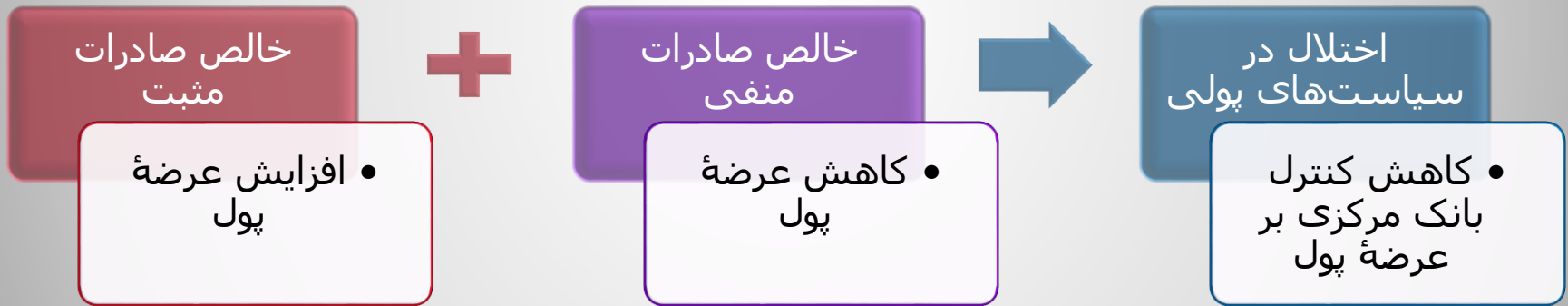


پیامدهای ارزش‌گذاری ارز پایین‌تر از ارزش بازار

Former president of Federal Reserve Bank of New York:

A country that fixes its exchange rate surrenders control of its domestic monetary policy.

WILLIAM J. MCDONOUGH



پیامدهای ارزش‌گذاری ارز پایین‌تر از ارزش بازار

الزام به کنترل دائمی و دقیق نرخ ارز توسط بانک مرکزی

بحران مالی آرژانتین (۲۰۰۰)

هیأت ارز آرژانتین سیاست تثبیت نرخ ارز نسبت به دلار را در سال ۱۹۹۱ در پیش گرفت.

دولت آرژانتین قابلیت تبدیل کامل دلار آمریکا به پزو آرژانتین را تضمین نمود.

تنها در سال‌های اولیه مطابق برنامه عمل می‌شد و پس از آن برنامه به دست فراموشی سپرده شد.

بحران در سال ۲۰۰۰ با کاهش سپرده‌های ارزی بانک‌ها آغاز شد.

نهایتاً در سال ۲۰۰۲ نظام ثابت نرخ ارز در آرژانتین فروپاشید.

پیامدهای ارزش‌گذاری ارز پایین‌تر از ارزش بازار

اولین کنگره انجمن اقتصاددانان ایران - ۲۹ دی ماه ۱۳۵۳

شاخص درآمد نفت از ۱۳۴۱ تا ۱۳۵۳ از ۱۰۰ به ۳۵۲۳/۵ رسیده است.

اما

- “اقتصادهای تک‌تولیدی علی‌الاصول آسیب‌پذیرند. اگر عدم‌تعادل کلی به‌وجود آید، تعادل‌های جزئی قادر به تصحیح آن نخواهد بود. تا زمانی که درآمد نفتی داریم، می‌توانیم تا هر قدر که کمبود کالا داشته باشیم، برای ارضای تقاضاهای داخلی وارد کنیم، ولی فقط خدا می‌داند که اگر درآمد نفتی ما قطع شود، چه به روزگار این ۲۵۰ میلیارد حجم پول ما خواهد آمد.”
- “اگر نرخ ارز خیلی ارزان باشد، ممکن است همهٔ این سرمایه‌ها برود خارج.”

دکتر فرهنگ

وجوه آزادسازی قیمت‌ها



اثر آزادسازی قیمت حامل‌های انرژی بر نرخ پول و ارز

افزایش قیمت
حامل‌های انرژی

افزایش تورم

فشار برای افزایش
قیمت پول

فشار برای افزایش
قیمت ارز



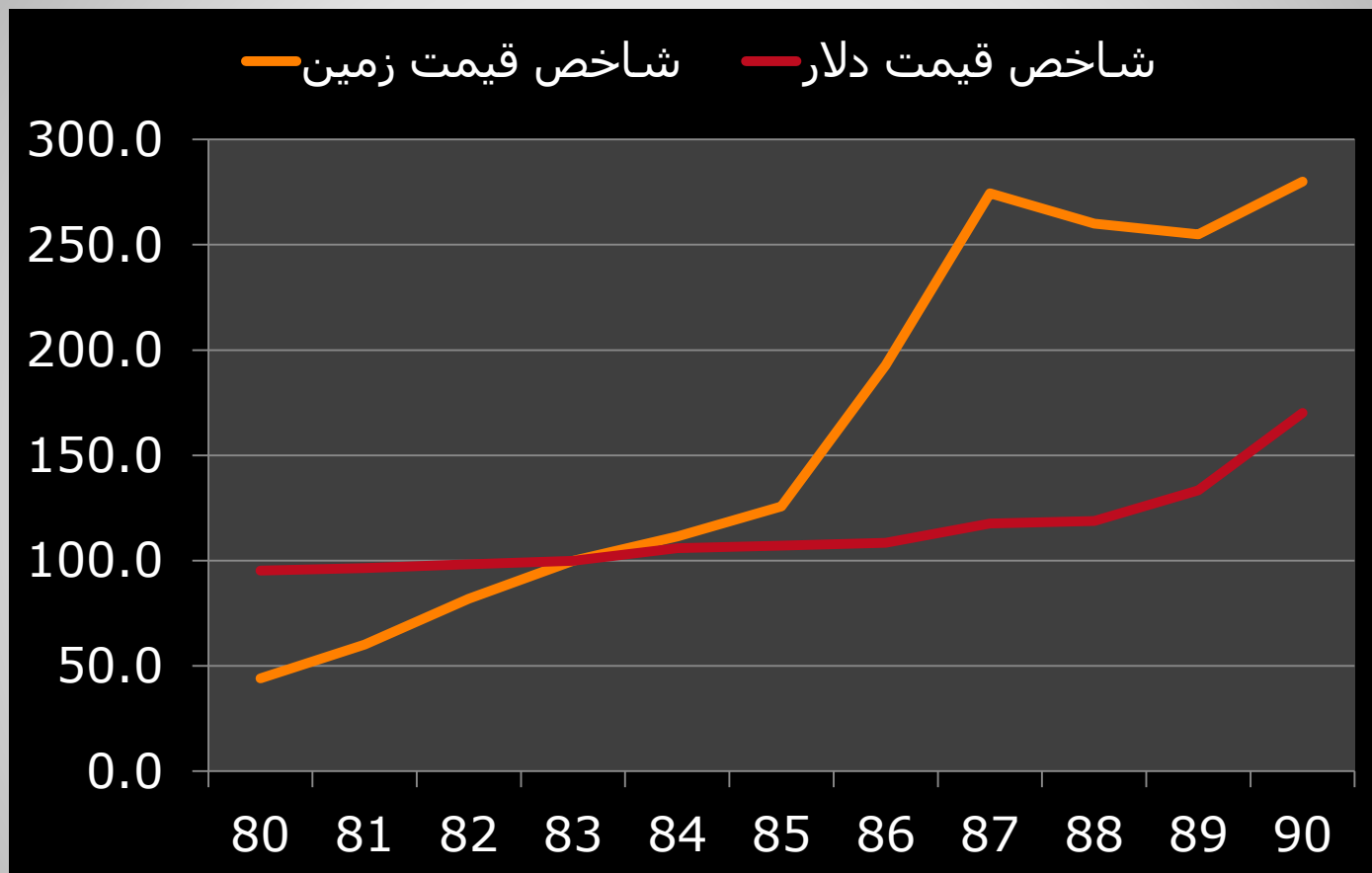
پرش قیمت ارز

دلایل

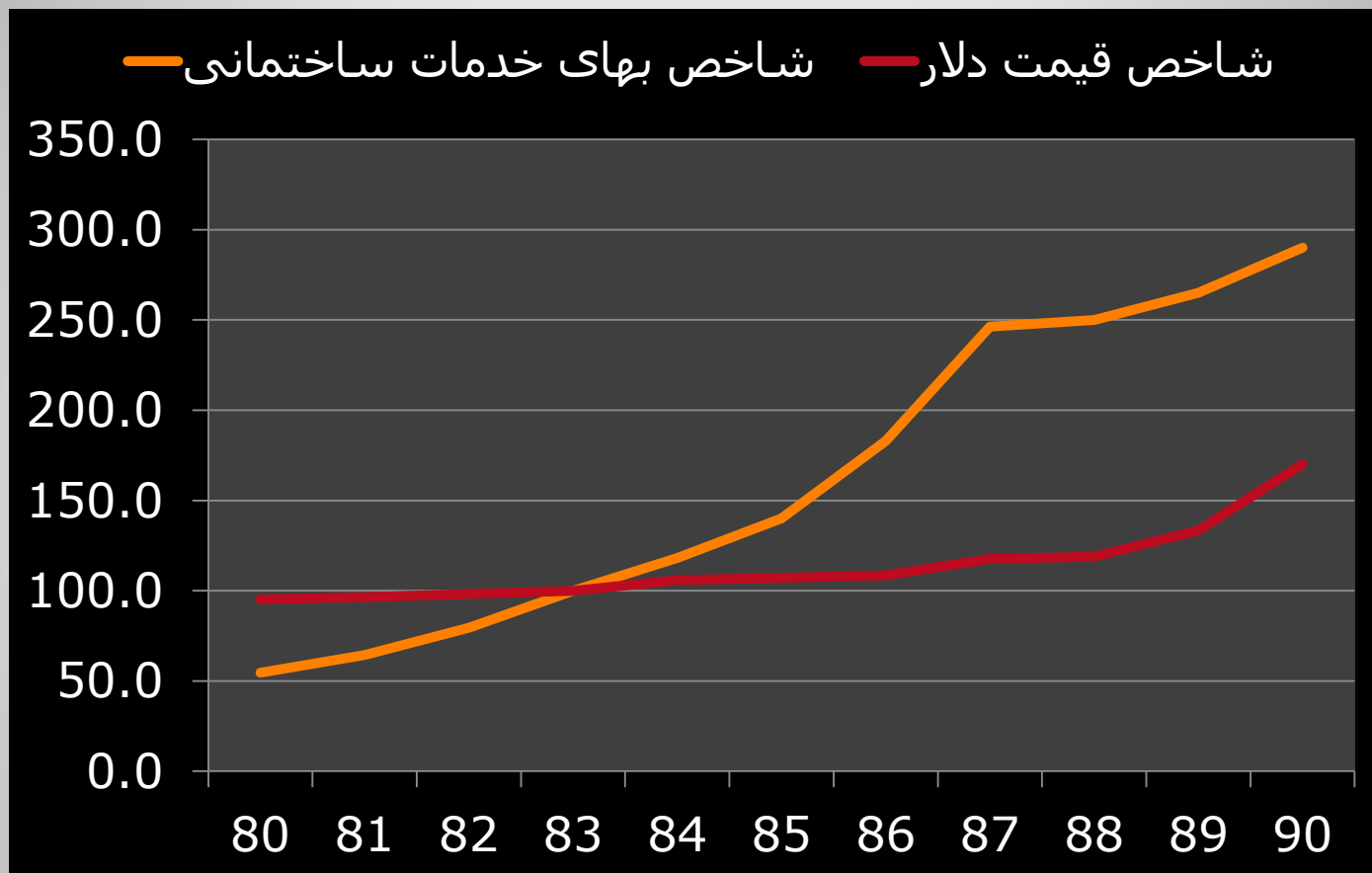
نظام دونه‌رخي

راه های کنترل

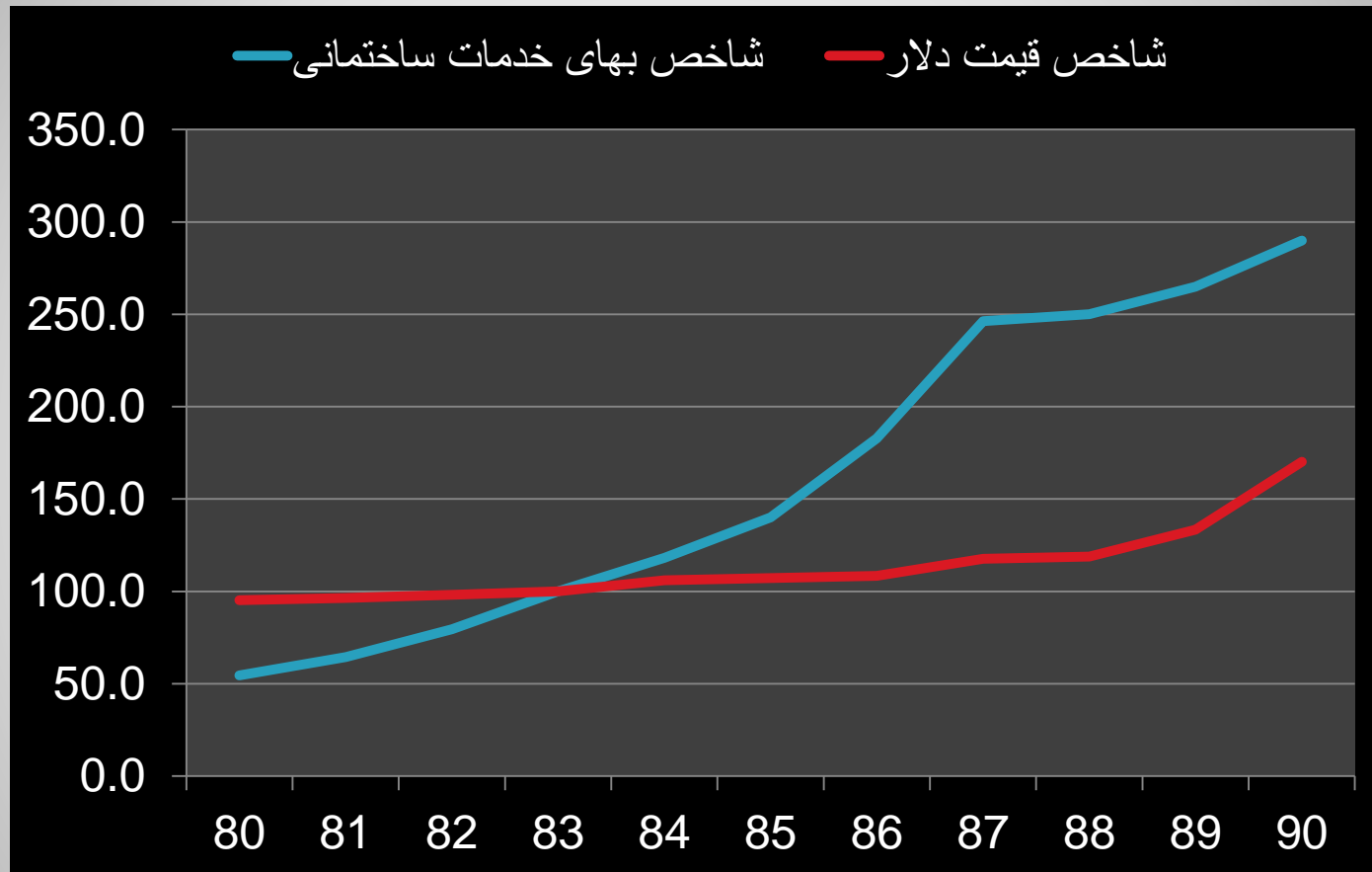
مباحثات



شاخص قیمت زمین



شاخص بهای خدمات ساختمانی



شاخص بهای خدمات ساختمانی

بحران‌های ارزی

معاونت بررسی‌های اقتصادی اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی تهران

فهرست

- بررسی مباحث نظری بحران‌های ارزی
- بررسی آماری اقتصاد ایران در حوزه‌ی نرخ ارز
- سوال‌های قابل طرح در حوزه‌ی سیاست‌گذاری نرخ ارز

۱- بحران های ارزی (Currency Crises)

□ نسل اول (First Generation)

- برای توضیح بحران ارزی در آمریکای لاتین (دهه‌ی ۷۰ میلادی)
- علت اصلی بروز بحران ارزی: اجرای سیاست‌های متناقض و ناسازگار محیط اقتصادی:
- ✓ پیروی سیاست پولی از سیاست مالی و کسری بودجه‌ی دولت
- ✓ تامین مالی دولت توسط انتشار پول
- ✓ سیاست نرخ ارز ثابت با استفاده از ذخایر بانک مرکزی
- حمله‌ی سوداگرانه به نرخ ارز:
- ✓ جامعه احساس کند که ذخایر خارجی بانک مرکزی رو به اتمام است.
- ✓ دولت با کسری بودجه شدید روبرو است یا دولت در پشتیبانی از سیاست ارز ثابت دچار تردید شده است.
- ✓ هر قدر که ذخایر بانک مرکزی بیشتر باشد این حمله با تاخیر روبرو می شود.

۲- بحران‌های ارزی (Currency Crises)

□ نسل دوم (Second Generation)

- پس از موج بحران‌های ارزی در اروپا در سال‌های ۹۲-۹۳ و در پی ناتوانی توضیح این بحران‌ها توسط مدل‌های نسل اول
- مدل‌های نسل دوم توضیح پیچیده‌تر
- امکان حمله به ارز حتی در زمانی اجرای سیاست‌های اقتصادی ناسازگار
- حمله‌ی سوداگران به نرخ ارز
- خوب یا بد بودن سیاست‌های اقتصادی در این توضیح چندان مورد توجه نیست.
- یک شایعه یا یک خبر می‌تواند عامل اصلی بحران باشد.
- ایجاد انتظارات تورمی، تردید در کارایی سیاست‌های دولت و بروز موجی از گمانه‌زنی در خصوص آینده
- امکان کسب سود برای سرمایه‌گذاران و سوداگران
- پدیده‌های همراه:
- ✓ **Self-Fulfilling Expectations**: برآورده ساختن انتظارات خود
- ✓ **herd behavior**: رفتار گله‌ای و هجوم اطلاعات

۳- بحران ارزی (Currency Crises)

□ نسل سوم (Third Generation)

- در پی بروز بحران‌های مالی و ارزی در کشورهای جنوب شرقی آسیا در سال ۱۹۹۷
- تبحران‌های ارزی در مدل‌های نسل اول و دوم امکان ایجاد بحران مالی دارد
- در مدل نسل سوم بحران مالی محرک اصلی بروز بحران ارزی
- مشکلات ناشی از عدم تقارن اطلاعات عامل بحران در نظام مالی
- عدم تقارن اطلاعات:
- ✓ کژگزینی: عدم توان بانک به تفکیک گروه پر مخاطره از گروه‌های ایمن مقتضی وام
- ✓ کژمنشی: تداوم حمایت دولت از بانک‌ها در برابر ورشکستگی و تضمین سپرده‌های سرمایه‌گذاران بعد از آزادسازی مالی
- بحران مالی کشورهای جنوب شرقی آسیا:
- ✓ تشدید مشکل عدم تقارن اطلاعات در نتیجه آزادسازی مالی بدون تنظیمات و مقررات لازم و عدم بکارگیری سیستم مناسب مدیریت ریسک توسط بانک‌ها
- نتیجه این فرآیند ریسک زیاد بانک‌ها، عدم بازپرداخت تسهیلات و تضعیف ترانامه بانک‌ها و مؤسسات مالی

مباحثی در خصوص نرخ ارز

□ ارز دارای دو ماهیت:

➤ کالایی و غیر کالایی (پولی)

➤ در اقتصاد با ثبات ارز بیشتر به عنوان واسطه مبادله و معیار سنجش

➤ در اقتصادهایی که نظام نرخ ارز عمیق ندارند ماهیت سوداگرانه تقویت می شود.

□ نظام ارزی:

➤ به معنی وجود عوامل ذره‌ایی فراوان در طرف عرضه و تقاضا + فعال بودن نیروهای بی‌نام + وجود شرایط رقابت + عمق لازم

□ در اقتصاد ایران نظام ارزی شکل نگرفته است با این استدلال که:

➤ عمده‌ی ارز در اختیار دولت است.

➤ سهم صادرات نفت و گاز از درآمدهای صادراتی بالا است.

➤ صادرات نفت و گاز در اختیار دولت است.

➤ بخش زیادی از بودجه دولت از طریق درآمدهای ارزی استفاده می شود.

□ دلایل طرفداران عدم افزایش نرخ ارز:

➤ با افزایش نرخ ارز قیمت نهاده‌های وارداتی افزایش و هزینه تولید افزایش می یابد.

➤ با افزایش هزینه تولید، نرخ توم افزایش می یابد.

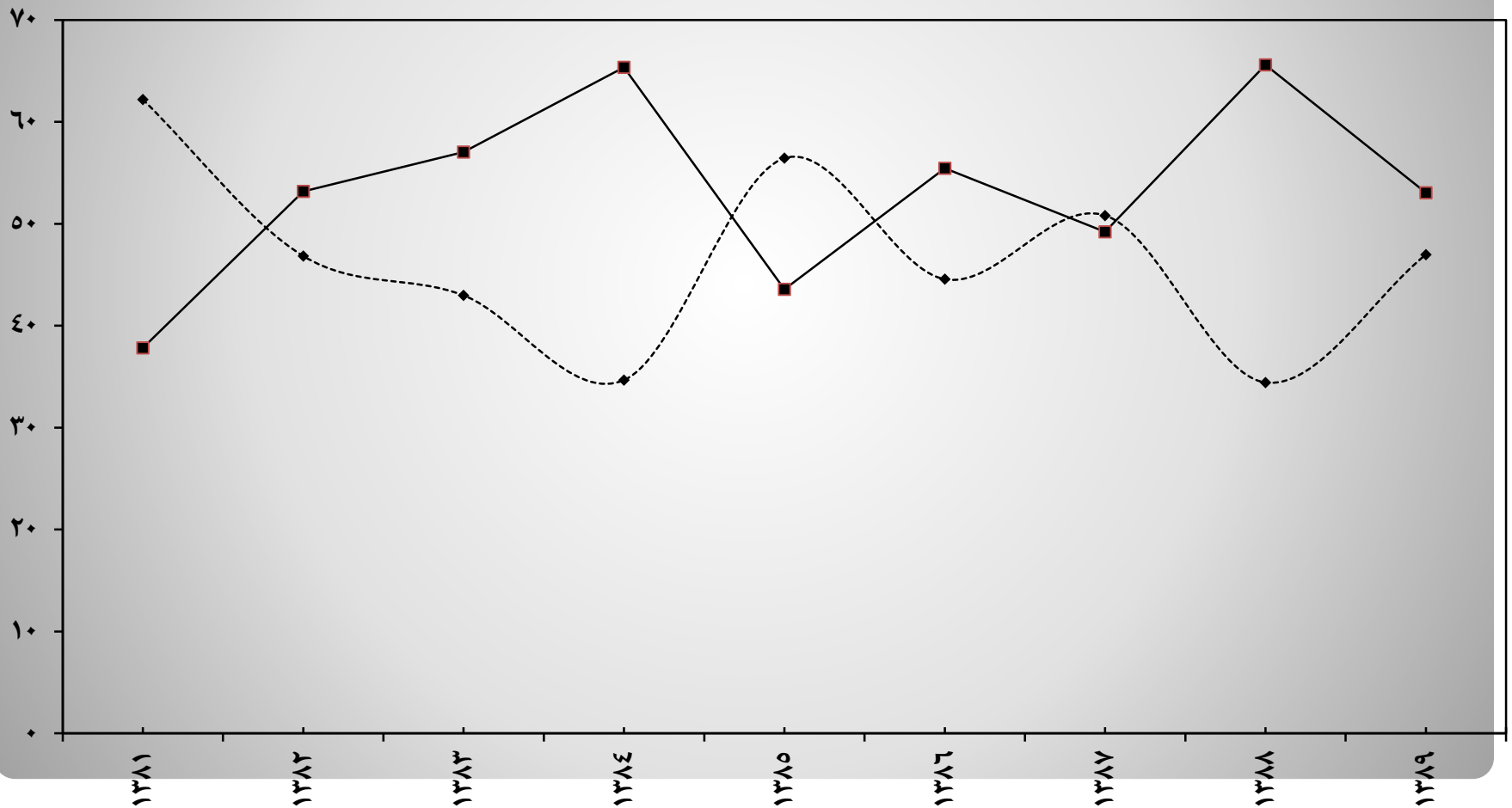
➤ و بر خلاف انتظار نیز با افزایش نرخ ارز صادرات غیرنفتی زیاد نمی شود.

سوال‌های پیش رو

- وجوه مشترک بین شرایط اقتصاد ایران و ویژگی‌های مدل‌های پیش‌بینی تلاطم ارزی چه دلالت‌هایی را ایجاد می‌کند؟
- در صورت نرخ تورم بالای داخلی نسبت به خارجی، تعدیل نرخ ارز اسمی باید چگونه انجام شود؟
- تثبیت نرخ ارز در شرایط تورمی به معنی یارانه‌دهی به کالای خارجی نیست؟
- شرایط رقابت‌پذیری بنگاه‌های اقتصادی داخلی نسبت به خارجی تحت این شرایط چگونه است؟

وابستگی بودجه به نفت

سایر(درصد) —■— درآمد نفتی , برداشت از حساب ذخیره ارزی(درصد) -◆-



منبع: بانک مرکزی / گزیده‌های آماری / مالی و بودجه

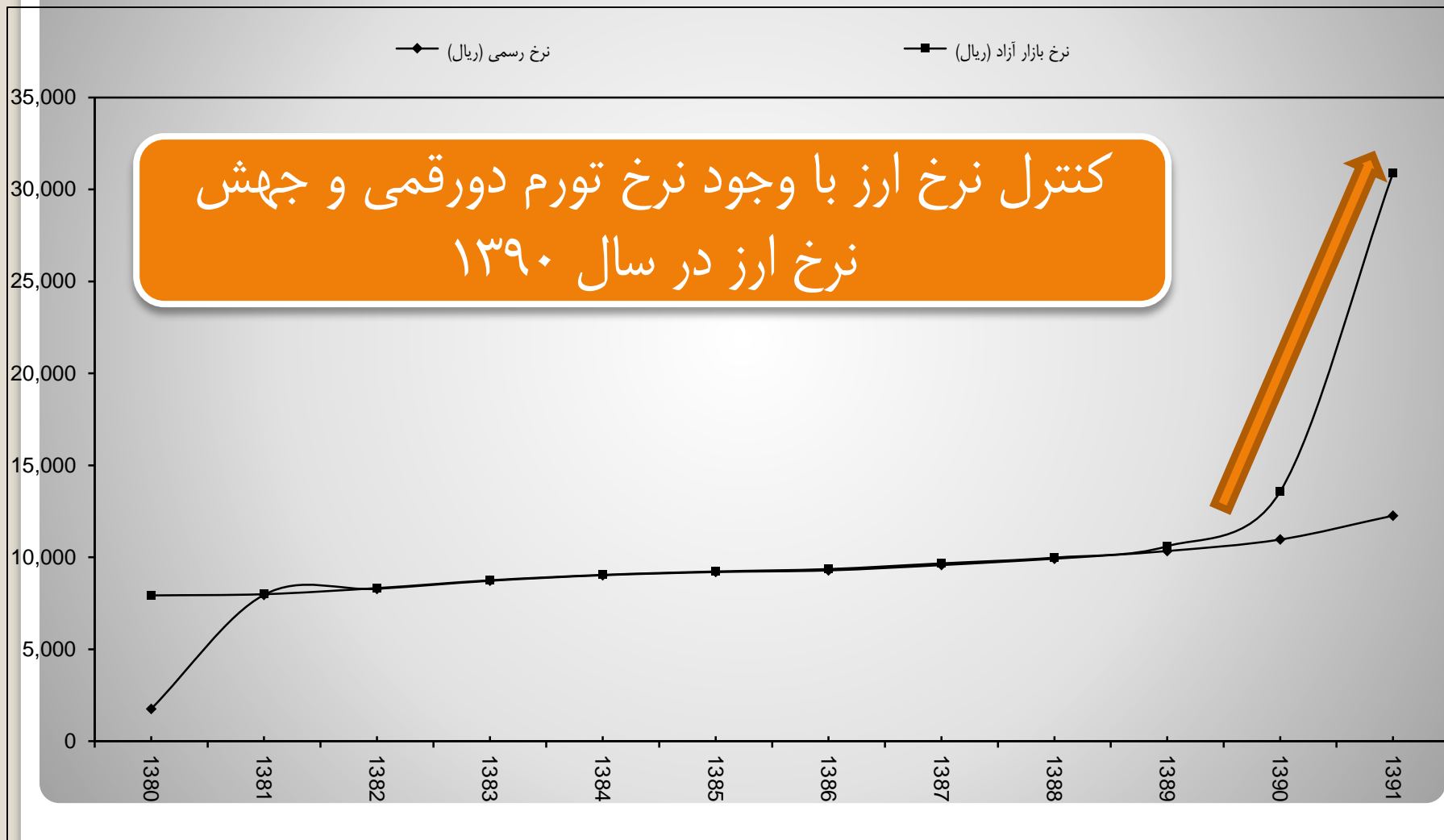
رشد نرخ تورم سالانه طی سالهای اخیر

نرخ تورم شهری (۱۳۹۰=۱۰۰)



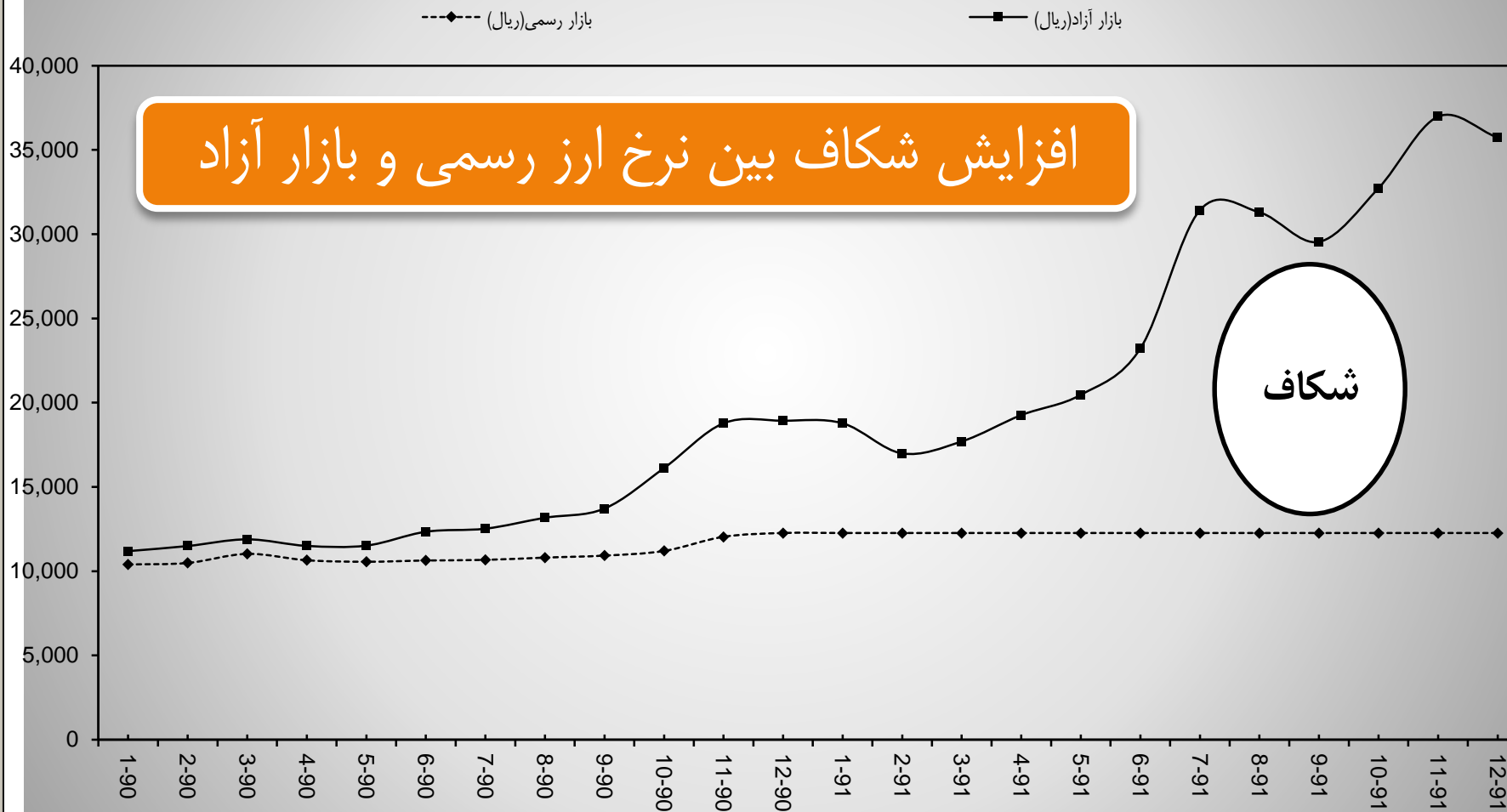
منبع: بانک مرکزی / گزیده‌های آماری / تراز پرداختها

روند نرخ ارز به صورت سالانه طی سال‌های اخیر



منبع: بانک مرکزی / گزیده‌های آماری / تراز پرداختها

روند نرخ ارز ماهانه طی سال های ۱۳۹۰ و ۱۳۹۱



منبع: بانک مرکزی / گزیده های آماری / تراز پرداختها

روند نرخ تورم داخلی و خارجی به همراه چشم‌انداز آینده



تورم بالای داخلی نسبت به تورم خارجی

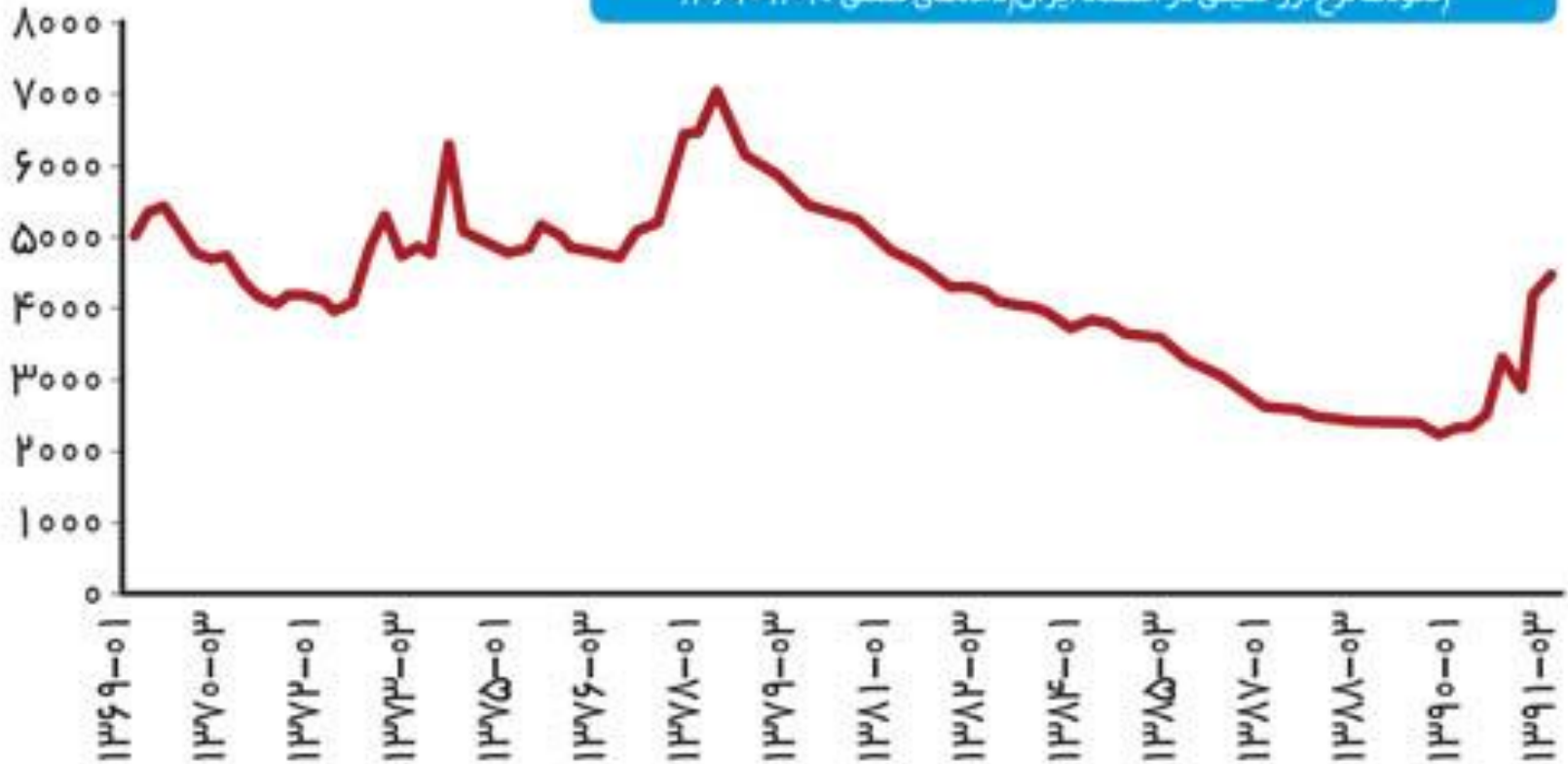
پیش بینی

منبع: صندوق بین المللی پول چشم‌انداز اقتصاد جهان (آوریل ۲۰۱۳)

روند نرخ ارز حقیقی در اقتصاد ایران

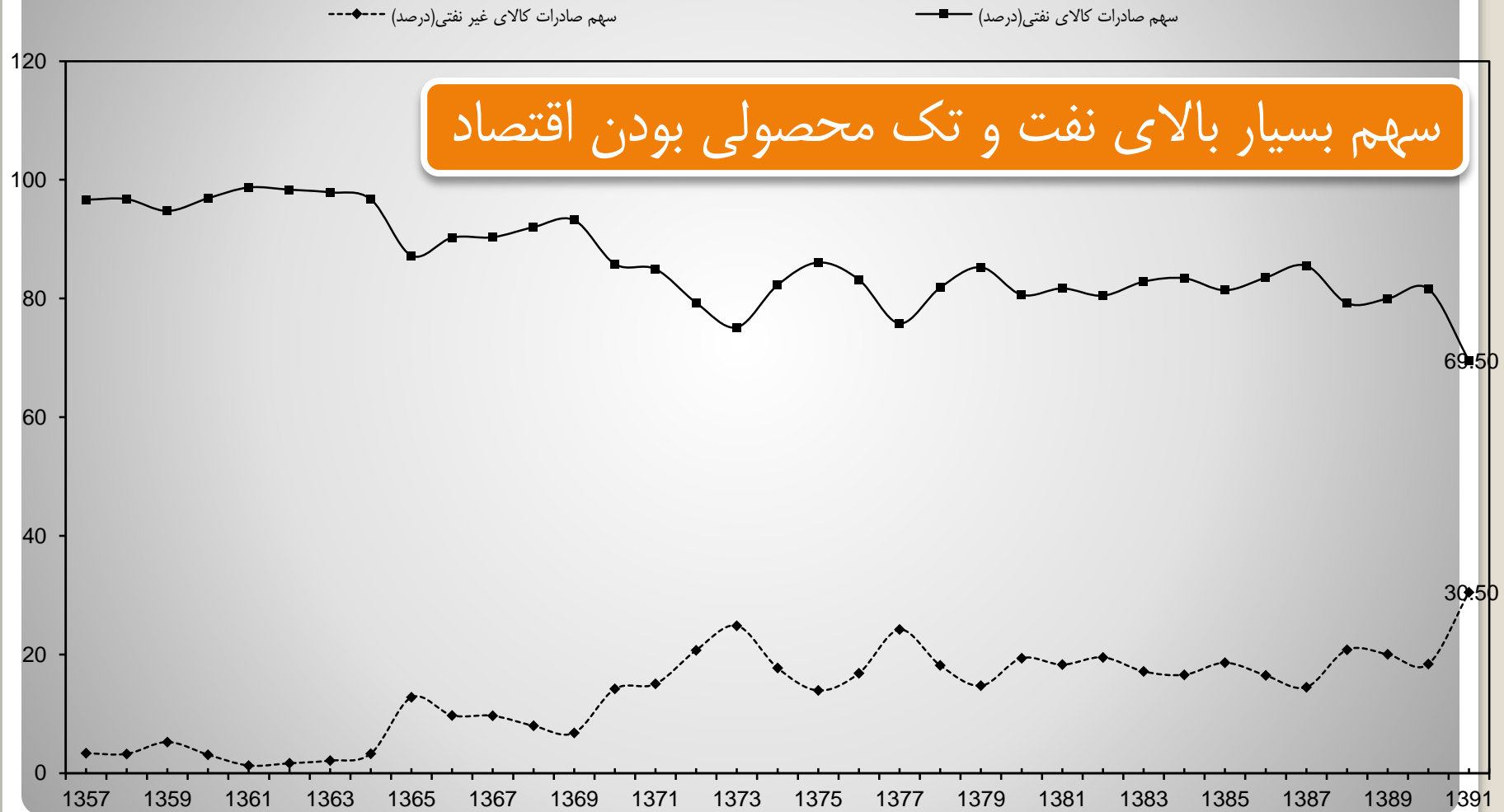
روند کاهش نرخ ارز حقیقی و کاهش رقابت‌پذیری اقتصاد داخلی

(تحولات نرخ ارز حقیقی در اقتصاد ایران (داده‌های فصلی ۱۳۶۹-۱۳۹۰)



منبع: درگاهی. چرا قیمت نسبی کالاهای داخلی بالا رفت؟. نشریه تجارت فردا

صادرات کشور به تفکیک نفتی و غیرنفتی

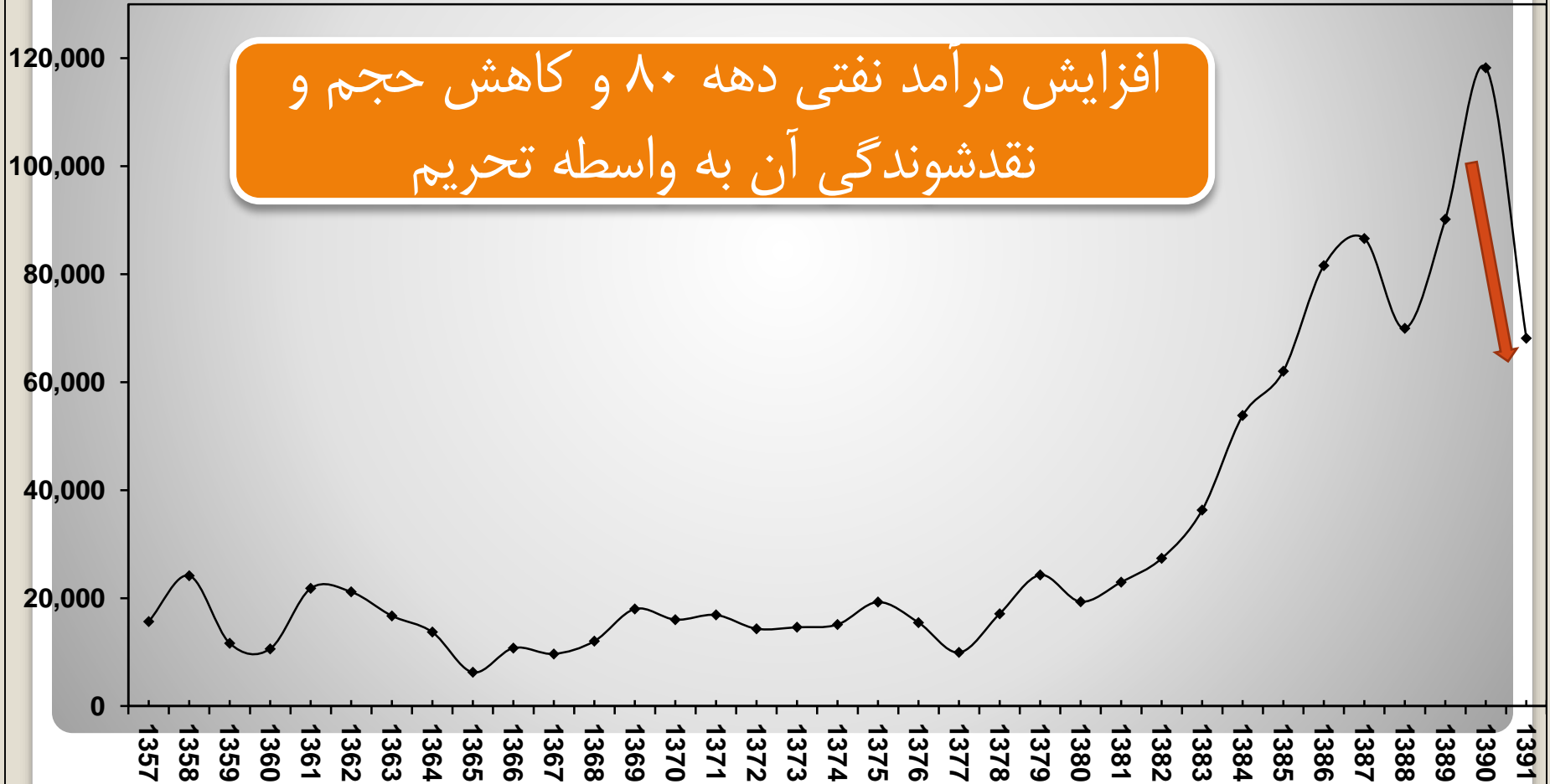


منبع: بانک مرکزی / گزیده‌های آماری / تراز پرداختها

روند درآمد ارزی نفتی و پشتوانه پیگیری سیاست نرخ ارز

صادرات غیر نفتی (میلیون دلار)

افزایش درآمد نفتی دهه ۸۰ و کاهش حجم و نقدشوندگی آن به واسطه تحریم



منبع: بانک مرکزی / گزیده‌های آماری / تراز پرداختها

تلاطم نرخ ارز اخیر و تصمیم‌گیری سیاست‌گذار پولی

□ رویکرد بانک مرکزی باید نسبت به روند نزولی نرخ ارز ایجاد شده چه می‌بود؟ و مفهوم استقلال بانک مرکزی در این چارچوب چگونه معنی پیدا می‌کند؟

□ اظهار نظر رئیس کل بانک مرکزی به عنوان مسئول سیاست‌گذاری پولی کشور در خصوص نرخ ارز باید در چه چارچوبی باشد؟

□ سیاست‌گذاری ارزی بانک مرکزی در صورت وقوع این سه اتفاق به صورت مجزا و یا توأم چه خواهد بود؟

✓ رفع تحریم از جهت بهبود شرایط تجاری

✓ رفع تحریم از جهت دسترسی به درآمدهای نفتی مسدود شده

✓ رفع تحریم از جهت دسترسی مجدد به درآمدهای نفتی کشور به صورت روند گذشته

تحولات بازار ارزش کشور در یک ساله منتهی به تیرماه (ریال/درصد)

تغییرات	۱۳۹۳	۱۳۹۲	
-۲/۶	۳۰۹۳۱	۳۱۷۴۸	متوسط نرخ دلار در بازار آزاد
-۱۶/۰	۳۳۴۴۳	۳۹۸۰۰	حداکثر نرخ دلار
-۷۶/۷	۱۲۲۱	۵۲۳۹	انحراف معیار
-۱۲/۶	۳/۹۵	۱۶/۵۰	ضریب تغییرات (۱)

۱. محاسبه‌ی تغییرات ضریب تغییرات به واحد درصد است و تغییرات سایر موارد به درصد می‌باشد.

اسلایدهای سخنرانی رئیس کل بانک مرکزی
موفقیت بانک مرکزی در مدیریت بازار ارز

لزوم حفظ ثبات ایجادشده در بازار ارز:

- کنترل انتظارات تورمی
- کاهش نااطمینانی‌های سرمایه‌گذاری تولید
- حفظ جذابیت سرمایه‌گذاری در بازار پول و تقویت توان واسطه‌گری

در اقتصاد با ثبات ارز بیش تر واسطه‌ی مبادله و معیار سنجش است

در اقتصادهای فاقد نظام نرخ ارز عمیق، ماهیت سفته‌بازی و سوداگرانه ارز تقویت می‌شود.

نقش ارز در اقتصاد

آیا بانک مرکزی نگران نرخ ارز است؟

با توجه به نرخ تورم داخلی، تعدیل نرخ ارز اسمی چگونه باید انجام شود؟

تشبیه نرخ ارز به معنای یارانه‌دهی به کالاهای خارجی نیست؟

ذخایر ارزی ایران چه نقشی در مدیریت ارز دارد؟

رابطه‌ی نرخ ارز با سیاست پولی کدام است؟

سیاست‌گذاری ارزی کشور در صورت رفع تحریم کدام است؟

• در صورت دسترسی به درآمدهای مسدودشده

• در صورت بهبود رابطه‌ی مبادله

• در صورت عادی‌شدن درآمد نفت

سؤالات

دلایل موافقان:

- افزایش صادرات و کاهش واردات
- افزایش توان تولید ملی
- در شرایط تورمی، تثبیت نرخ ارز یعنی یارانه به کشورهای خارجی
- افزایش احتمال حمله‌ی سوداگرانه به نرخ ارز
- تثبیت نرخ ارز نمی‌گذارد بنگاه‌های داخلی یا خارجی رقابت کنند

دلایل مخالفان:

- در کشوری هستیم که هزینه تولید و صادرات به قیمت کالاهای واسطه‌ای و واردات وابسته است.
- افزایش نرخ ارز قیمت نهاده‌های وارداتی را افزایش و هزینه تولید را بالا می‌برد.
- با افزایش هزینه تولید، قیمت فروش و نرخ تورم بالا می‌رود.
- و بنابراین صادرات غیرنفتی افزایش نمی‌یابد.

طرفداران و مخالفان افزایش نرخ ارز

نقش مؤثر بر صادرات و واردات

تراز تجاری و تراز پرداختها

تعیین قدرت رقابتی تولید کنندگان داخلی (میزان تولید و اشتغال)

سطح عمومی قیمتها (تورم)

پیامدهای نرخ ارز

پوشش ریسک دلار به ریال

اهمیت ریسک نوسانات دلار

- ریسک نوسان نرخ دلار ریسک، برای صاحبان کسب و کار بسیار حائز اهمیت است.

هزینه‌ی پوشش ریسک

- هزینه‌ی پوشش ریسک نوسانات نرخ دلار به ریال بسیار گران است.

عدم وجود راه ارزان قیمت

- هیچ مسیری برای پوشش ارزان قیمت ریسک نوسانات نرخ دلار موجود نیست.

در شرایط امروز، عمدتاً با توجه به سیاست‌های اعتدال و ثبات دولت یازدهم

- طرح هدفمند کردن یارانه‌ها
- افزایش تحریم‌های اقتصادی
- جهش نرخ غیررسمی ارز
- بازگشت به نظام چندنرخه
- کسری بودجه‌ی دولت
- قیمت‌های نفت

اهمیت مدیریت نرخ ارز

مهم ترین عامل: صادرات نفت

درآمد ارز مستقیم به بازار نمی آید، بلکه از مسیر اعمال سیاست ارزی توسط دولت یا بانک مرکزی می گذرد

وقتی درآمد دولت بالاست، قدرت مانور دارد

وقتی درآمد دولت پایین است، قدرت مانور ندارد و نرخ واقعی ارز افزایش می یابد.

دهه ی ۸۰ که درآمدهای نفتی بالا بود، نرخ واقعی ارز روند نزولی داشت

ساختار بازار ارز و عوامل اصلی

آیا نرخ تعادلی نرخ بهینه‌ی ارز در ایران است؟

• به دلیل درآمدهای نفتی (برونزا) جواب منفی است.

تعیین نرخ بهینه‌ی ارز برای اقتصاد ایران و هدایت نرخ ارز تعادلی به سمت نرخ بهینه

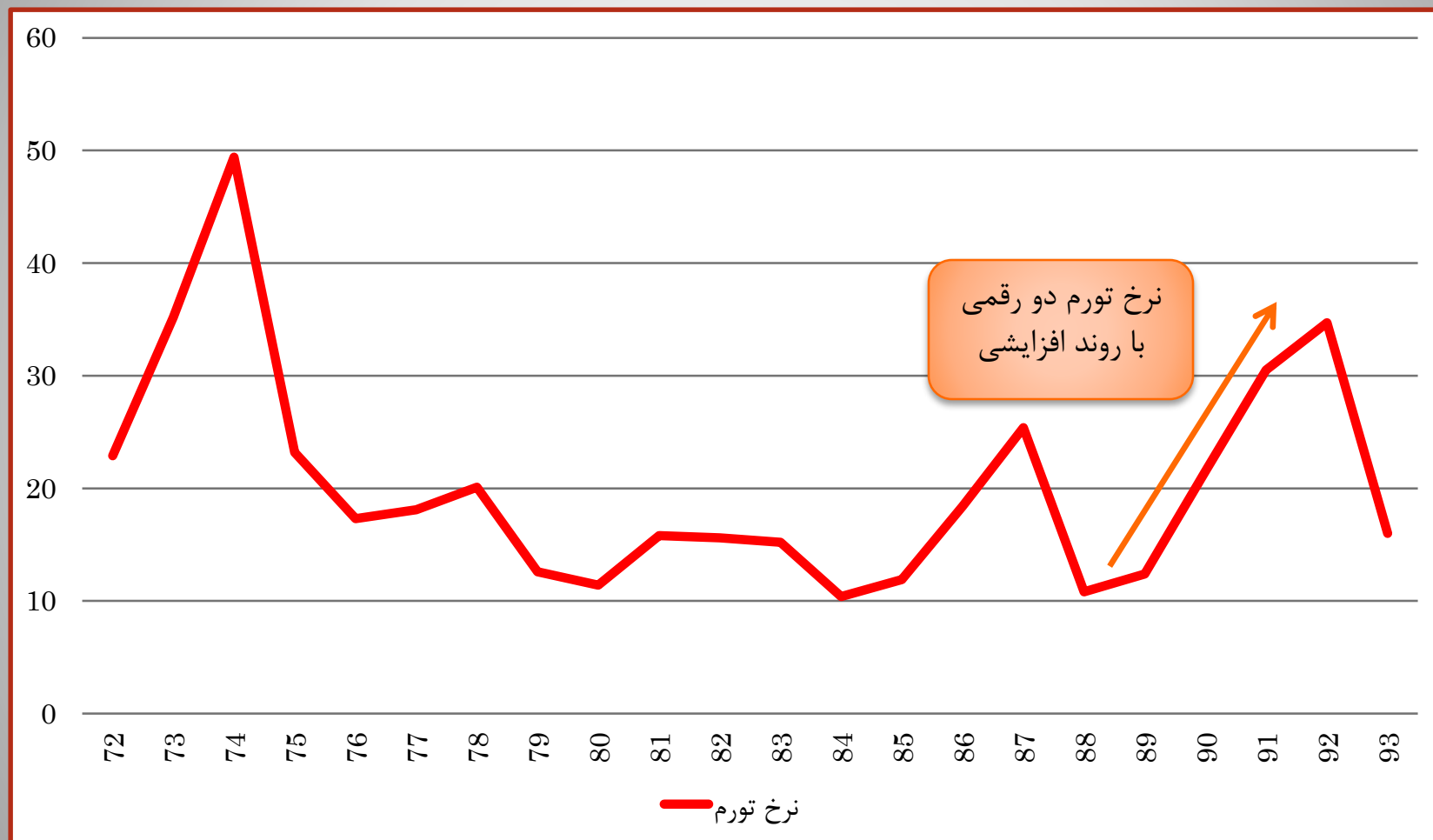
برای این کار باید مسیر دستیابی به نرخ بهینه را تعیین کرد. این امر:

• نیازمند بررسی پیامدهای ناشی از مدیریت نرخ ارز

• تعیین اهداف مدیریت نرخ ارز

نرخ بهینه‌ی ارز در ایران

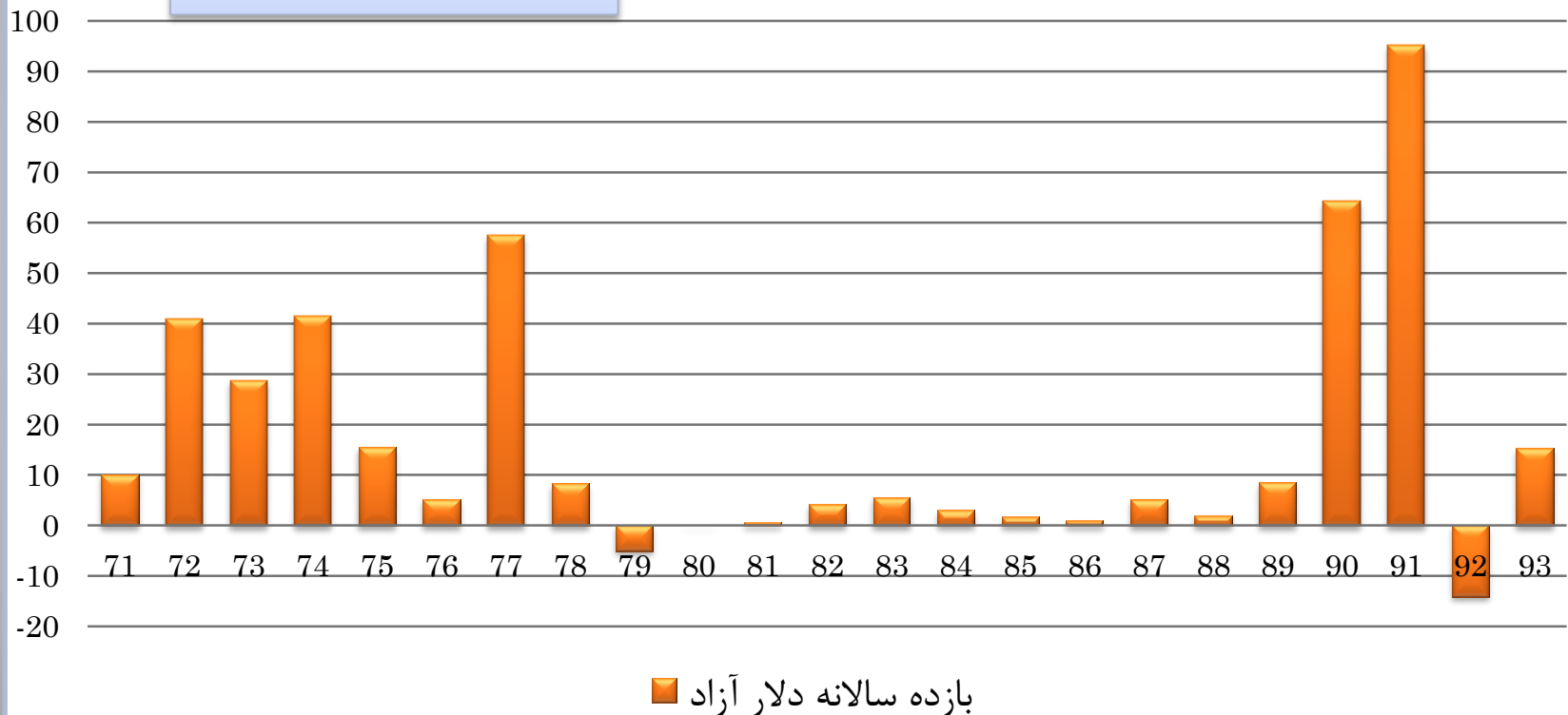
روند نرخ تورم سالانه طی ۲۰ سال گذشته



بازدهی میانگین سالانه دلار آزاد طی ۲۰ سال گذشته

میانگین بازده سالانه: ۱۷.۲

انحراف معیار بازده سالانه: ۲۶.۱



طلا کالای جانشین دلار

طلا کالایی شبیه دلار است. قسمت عمده‌ی تلاطم طلا به ریال با تلاطم دلار به ریال توجیه می‌شود.

به راحتی می‌توان با ایجاد سبدی اثر تلاطم قیمت اونس طلای جهانی را بر تلاطم قیمت طلا به ریال حذف کرد.

هر زمان که بازار به دلار دسترسی نداشته باشد، طلا را جایگزین می‌کند و برعکس.

عامل خارجی

قیمت اونس طلای
جهانی به دلار

عامل داخلی

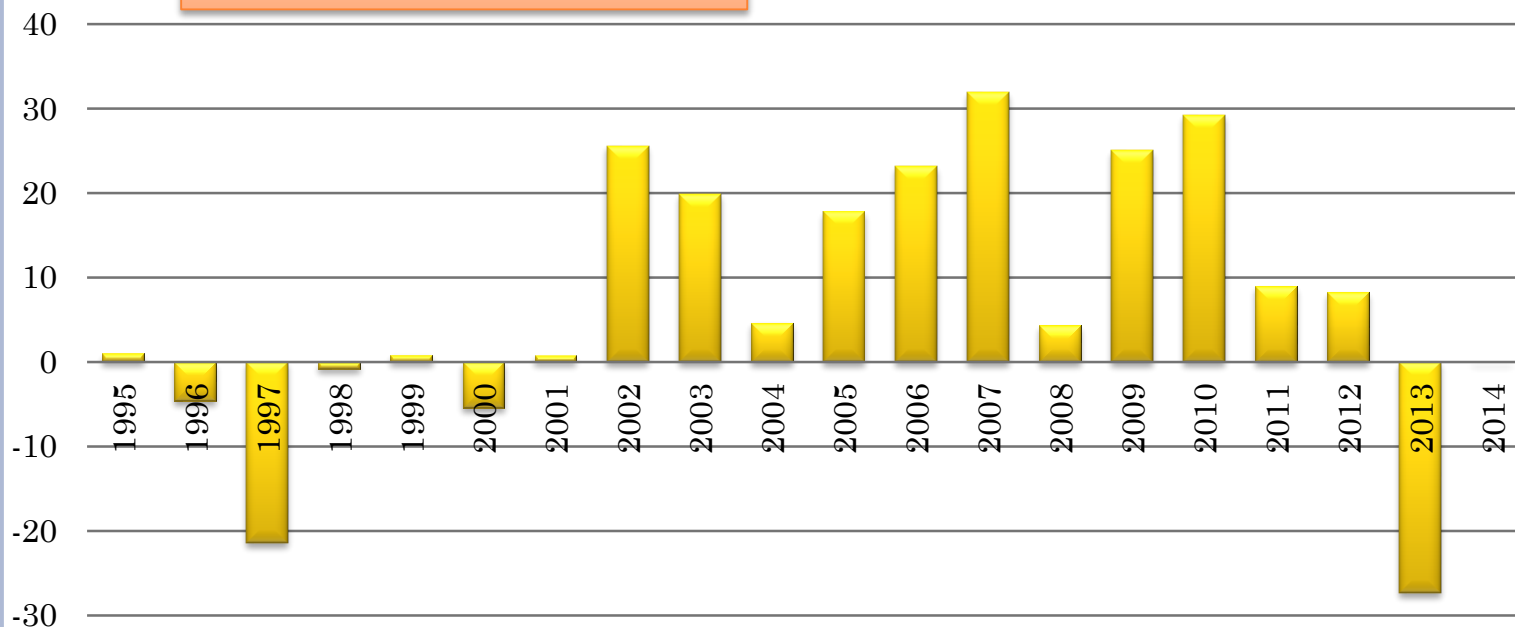
قیمت دلار به ریال
در بازار آزاد

محرك‌های قیمت طلا به ریال

بازدهی سالانه اونس طلای جهانی طی ۲۰ سال گذشته

میانگین نرخ بازده سالانه: ۷.۱٪

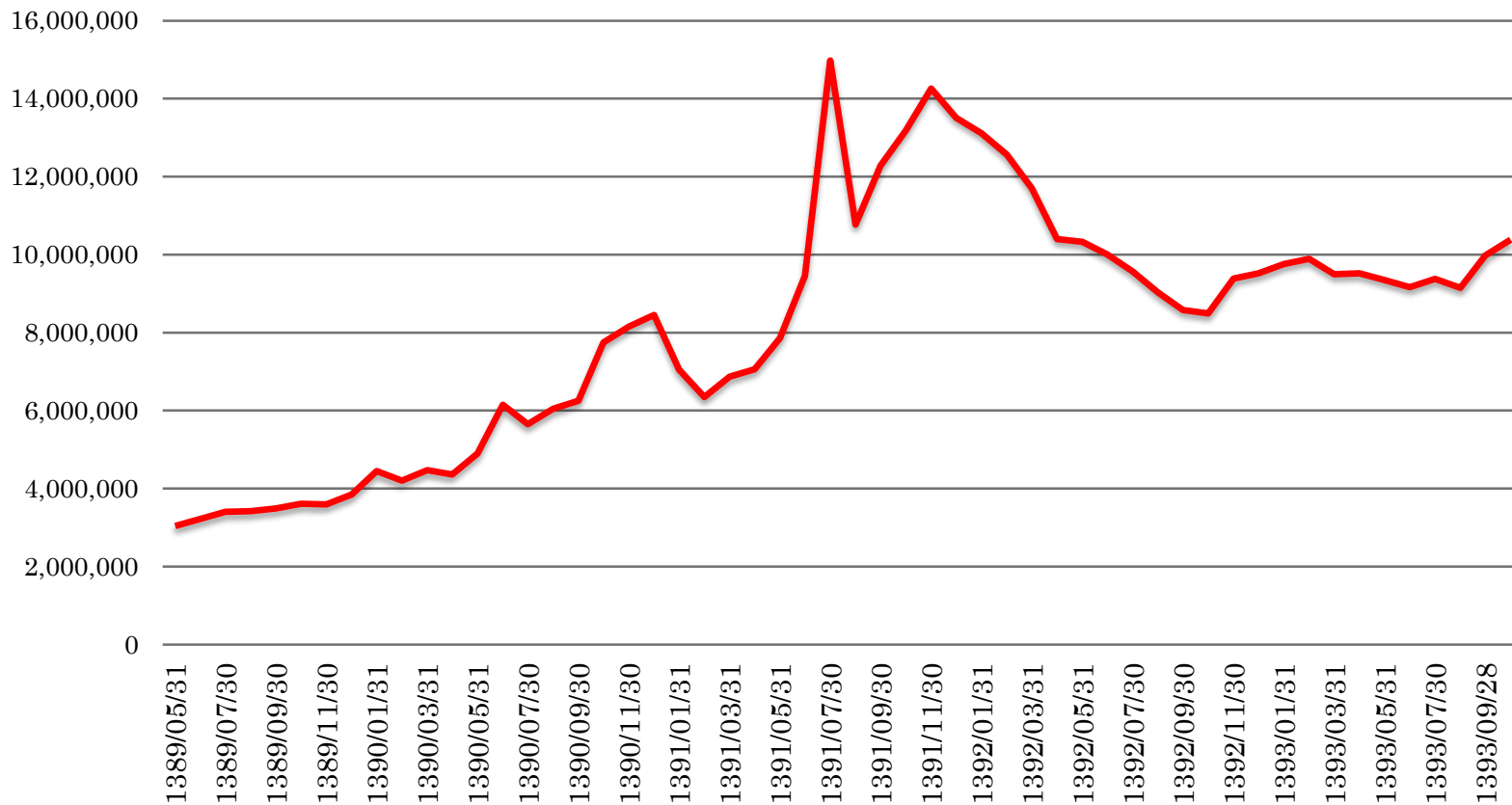
انحراف معیار نرخ بازده سالانه: ۱۵.۹٪



بازده سالانه اونس طلای جهانی طی ۲۰ سال گذشته

روند ماهانه‌ی سکه‌ی تمام‌بهار طی ۵ سال گذشته (۵۴ ماه)

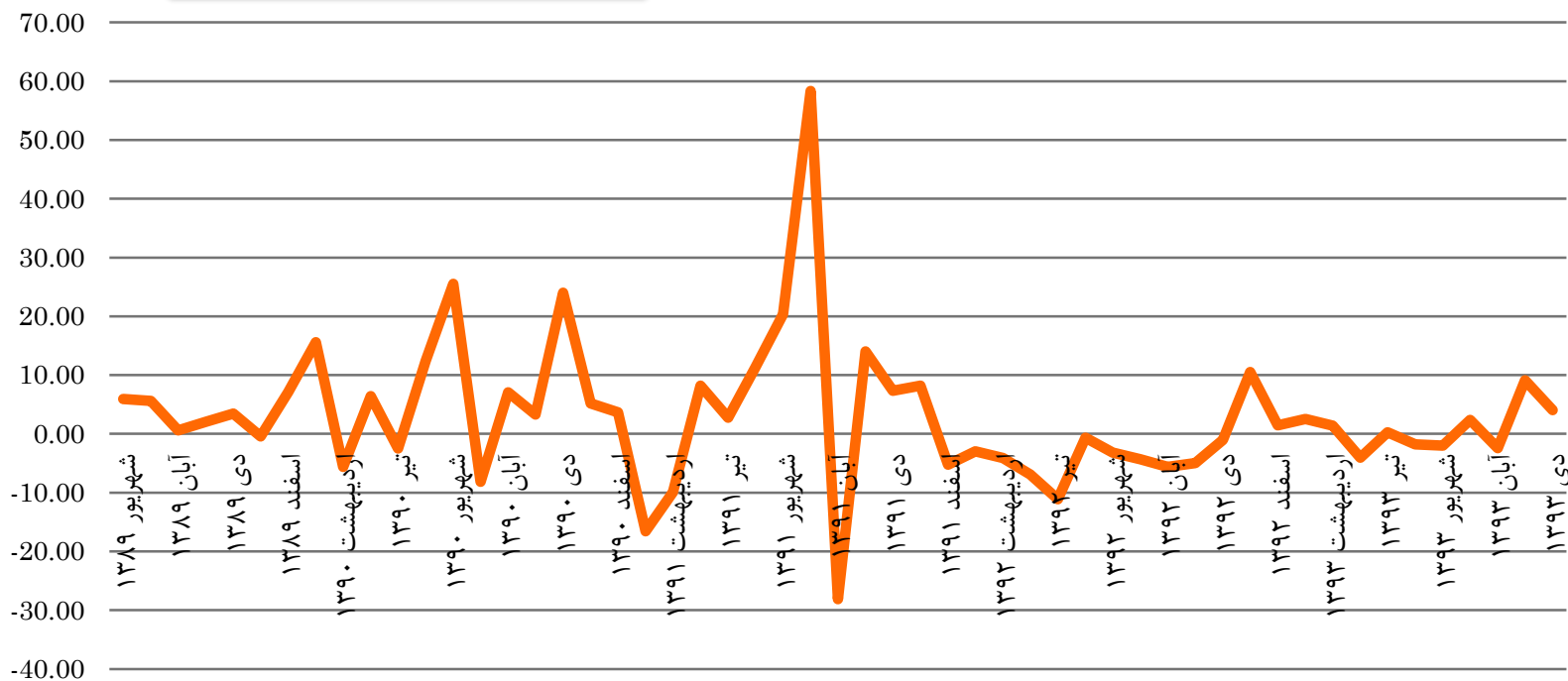
قیمت سکه‌ی طرح جدید در بازار تهران (ریال) از مرداد ۸۹ تا دی ۹۳



نرخ بازده ماهانه‌ی سکه‌ی تمام‌بهار طی ۵ سال گذشته مرداد ۸۹ تا دی ۹۳ (۵۴ ماه)

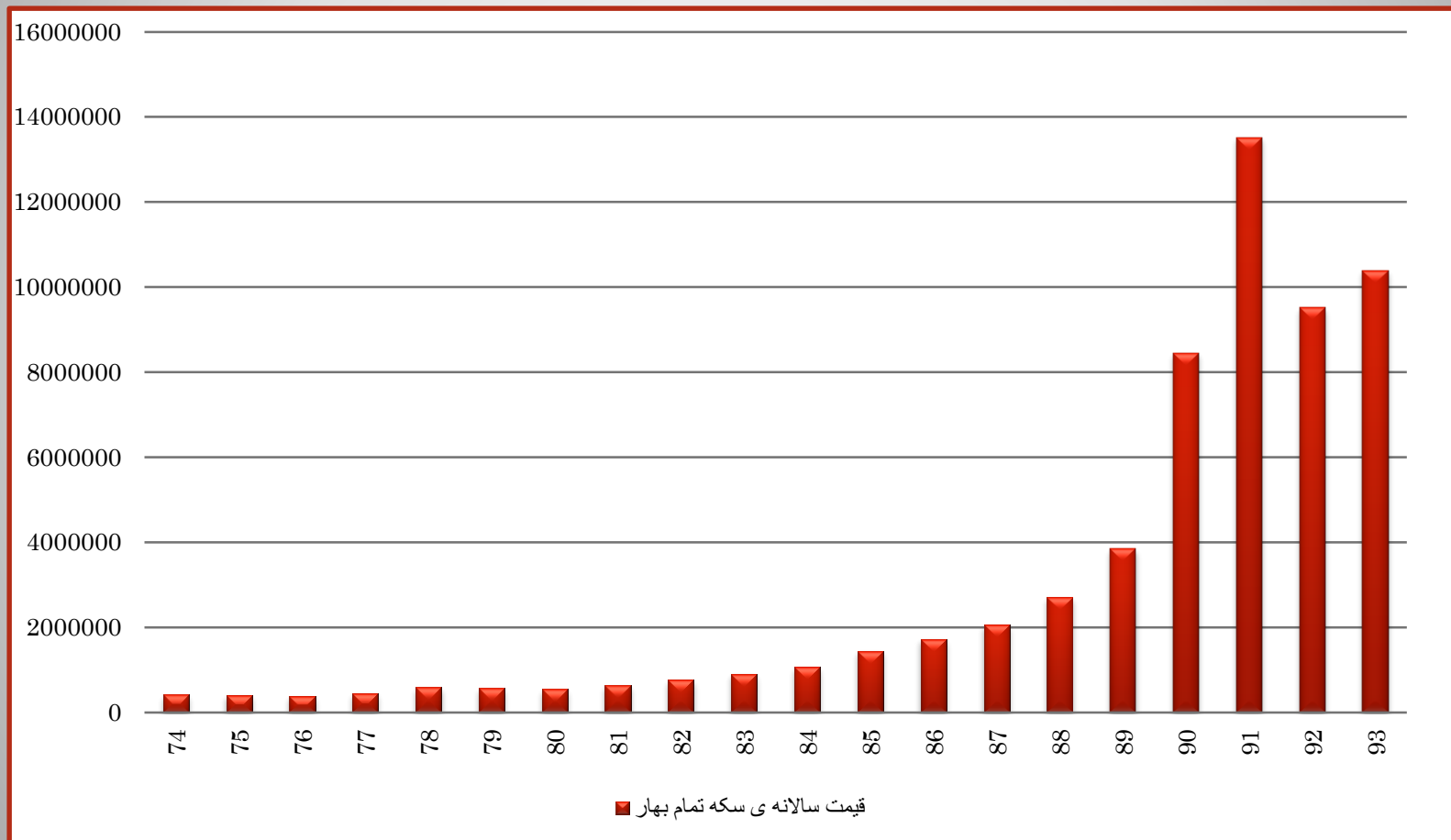
میانگین بازده ماهانه‌ی : ۳٪

انحراف معیار بازده ماهانه: ۱۲.۱٪



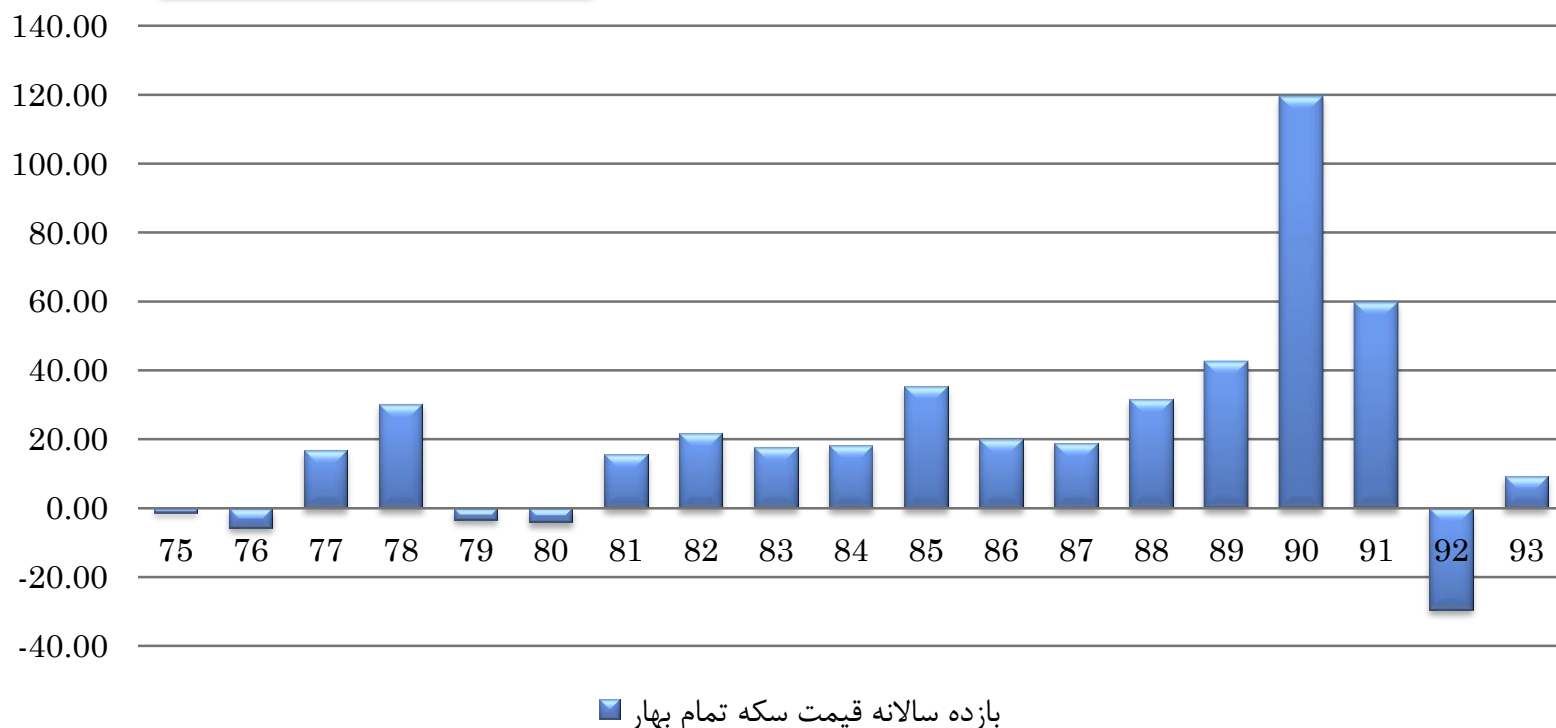
بازده میانگین ماهانه سکه تمام‌بهار

روند قیمت سالانه ی سکه ی تمام بهار طی سال های ۷۴-۹۳



بازدهی سالانه‌ی سکه‌ی تمام‌بهار طی ۲۰ سال گذشته

میانگین بازده سالانه: ۲۱.۷۵
انحراف معیار بازده سالانه: ۳۱



تلاطم ارزی در ایران چه سیاست هایی را ایجاب می کند؟

چون در ایران نرخ تورم داخلی نسبت به خارجی بالاست، آیا نرخ ارز اسمی نباید تعدیل شود؟

از تبدیل ارز به وسیله پس انداز به هر قیمت باید جلوگیری شود.

چه باید کرد؟

علت اصلی بروز بحران
ارزی؟ اجرای سیاست‌های
متناقض و ناسازگار ارزی

- سیاست نرخ ارز ثابت با استفاده از ذخایر
بانک مرکزی
- تورم به دلیل تأمین مالی دولت با پول پر قدرت
- تبعیت سیاست پولی از سیاست مالی و
کسری بودجه‌ی دولت

بحران‌های ارزی در ایران

سابقه‌ی تاریخی سود سفته‌بازی ارز و طلا

ضعف بازارهای پول و سرمایه قدرتمند

احساس سرمایه‌گذاران به کاهش و ضعف ذخایر ارزی بانک مرکزی

هر قدر ذخایر بانک مرکزی بیش تر باشد، امکان حمله سوداگرانه به ارز کمتر می‌شود

تردید دولت در دفاع از قیمت تثبیتی ارز

کسری شدید بودجه‌ی دولت

چرا معاملات سفته‌بازانه؟

نظام ارزی به معنای وجود بازیگران فراوان عرضه کننده و تقاضا کننده و فعالیت آنها در شرایط رقابت در بازاری با عمق کافی است

اما در اقتصاد ایران نظام ارزی شکل نگرفته است چرا که:

- دولت در بازار ارز بازیگر عمده است
- سهم صادرات نفت و گاز دولت در کل درآمدهای صادراتی بالاست
- بودجه دولت تا حد زیادی از طریق درآمدهای ارزی تامین می شود

آیا در ایران نظام ارزی داریم؟

عوامل بنیادین

- تقویت دلار در سطح جهان (US/EUR)
- اگر پیش بینی می شود، نرخ مبادله ای باید در بودجه بالا می رفت
- بحث قیمت نفت و کاهش درآمد نفتی

در کنار آن

- دخالت های دولت و بانک مرکزی
- گرایش های سفته بازانه و بازده تاریخی سوداگری

عوامل موثر بر ارزش واقعی ارز در ماه های اخیر

مزایای نرخ ثابت

مزایای نرخ شناور

کدام در موقعیت مسلط است؟

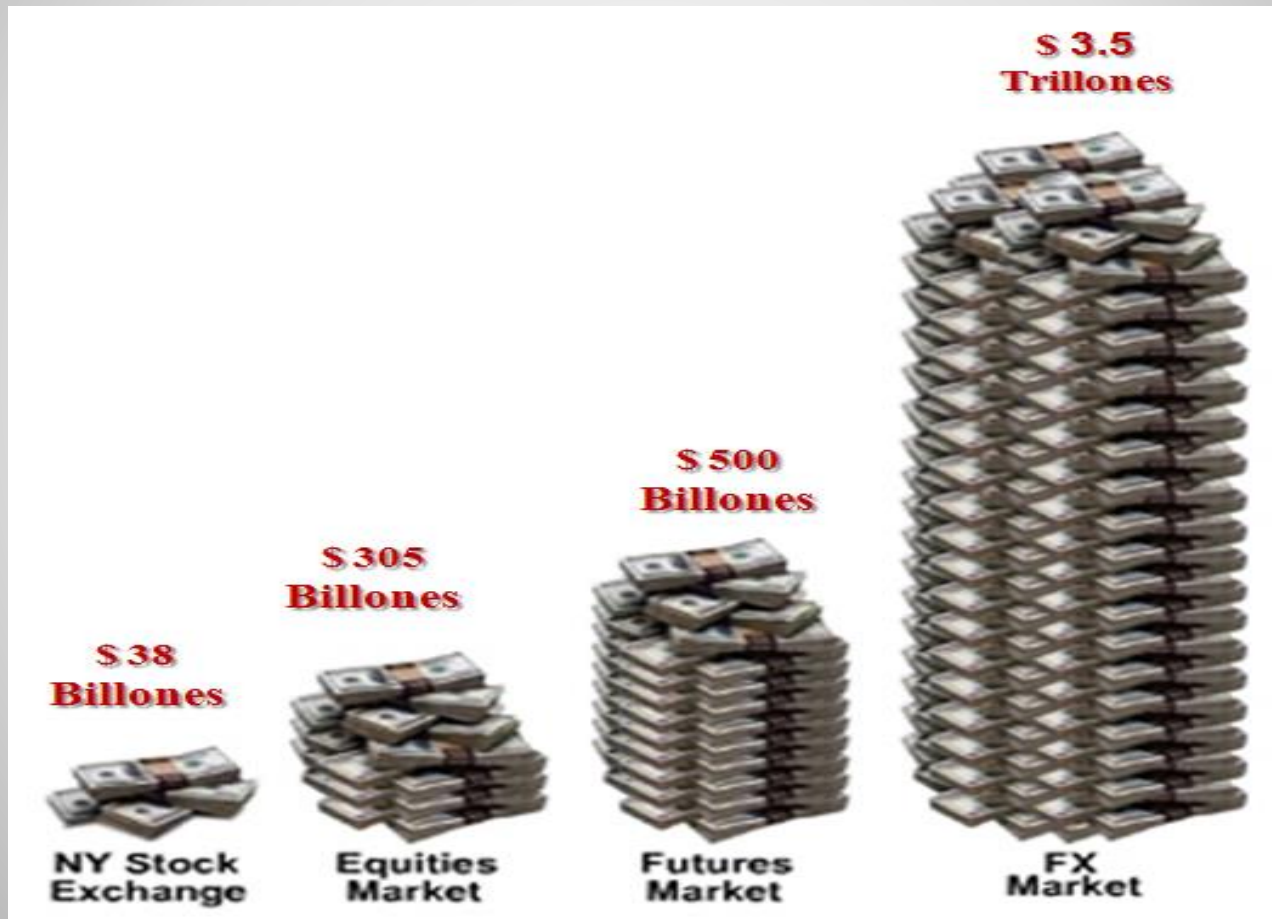
- ضابطه‌ی منطقه‌ی ارزی بهینه
- ضابطه‌ی دیگر

رژیم ارزی بینابین

- مثال، شناور مدیریت شده‌ی سیستماتیک

رژیم ارزی مطلوب

مقایسه‌ی حجم روزانه‌ی معاملات



اقتصاد بیش تر در معرض شوک های عرضه است

- بلایای طبیعی
- تنش های اجتماعی
- شوک های بهره وری

شوک های رابطه ی مبادله

- تلاطم قیمت مواد اولیه ی صادراتی در بازارهای جهانی
- تلاطم قیمت واردات از بازارهای جهانی

**تفاوت کشورهای توسعه یافته و در حال توسعه از نظر رژیم
ارزی**

به طور ساختاری، چه گونه اقتصادهای در حال توسعه از توسعه یافته در رژیم ارزی متفاوت اند

- شوک‌های عرضه
- شوک‌های رابطه‌ی مبادله
- نیاز به اعتبار بیش‌تر سیاست‌گذاران ارزی
- به دلیل سابقه‌ی طولانی تورم
- نبود نهادهای معتبر
- فشار سیاسی برای پوشش کسری‌های بزرگ بودجه

انتخاب رژیم ارزی در کشورهای در حال توسعه

تشویق تجارت به لحاظ ریسک ارزی کم تر و هزینه‌ی معاملاتی کم تر

تقویت سرمایه‌گذاری به لحاظ کاهش صرف ریسک ارزی از نرخ بهره

ایجاد تکیه‌گاه اسمی برای سیاست پولی

اجتناب از تضعیف رقابتی ارز (جنگ ارزی)

اجتناب از حباب‌های سفته‌بازانه‌ای که در رژیم نرخ شناور شکل می‌گیرد

• در مقابل اگر تغییر نرخ، ریسک بنیادین نرخ ارز است، این به جای نرخ اسمی ارز خود را در قیمت‌ها

نشان می‌دهد

مزایای نرخ ثابت

نرخ ارزی ثابت برای کشورهای بهتری است که توسعه مالی آنها محدود است،
چرا که بازارها در این کشورها کم عمق هستند:

- هزینه های شوک های مالی بیش از مزایای تحمل این شوک ها در بخش واقعی اقتصاد است
- هرچه بازارهای مالی توسعه می یابند، انعطاف ارزی جذاب تر می شود.

- آستانه ی برآوردی در بعضی مطالعات:
$$\frac{\text{بدهی بخش خصوصی}}{\text{GDP}} > 40\%$$

در کشورهای ثروتمندتر و از نظر مالی توسعه یافته تر، نرخ های انعطاف پذیر بهتر کار
می کنند:

- تحمل پذیرند و رشد بالاتر بدون تورم به همراه می آورند (حاصل چند مطالعه)

سطح توسعه مالی (i)

بسته به منشاء شوک‌ها، سیاست ارزی مختلف به کار می‌آید:

- نرخ‌های ثابت بهتر کار می‌کنند اگر شوک‌ها بیش‌تر شوک‌های تقاضای داخلی (به‌ویژه پولی) است؛
- نرخ‌های شناور بهتر کار می‌کنند اگر شوک‌ها بیش‌تر شوک‌های واقعی (به‌ویژه شوک‌های رابطه‌ی مبادله‌ی خارجی) است.

یکی از اقلام عمده‌ی شوک‌های طرف عرضه مربوط به بلایای طبیعی است.

مهم‌ترین موضوع شوک‌های واقعی مربوط به تجارت و مبادله است.

شوک‌های خارجی (ii)

قیمت نفت خام، فرآورده‌های پتروشیمی و معدنی اخیراً کاهش یافته است.

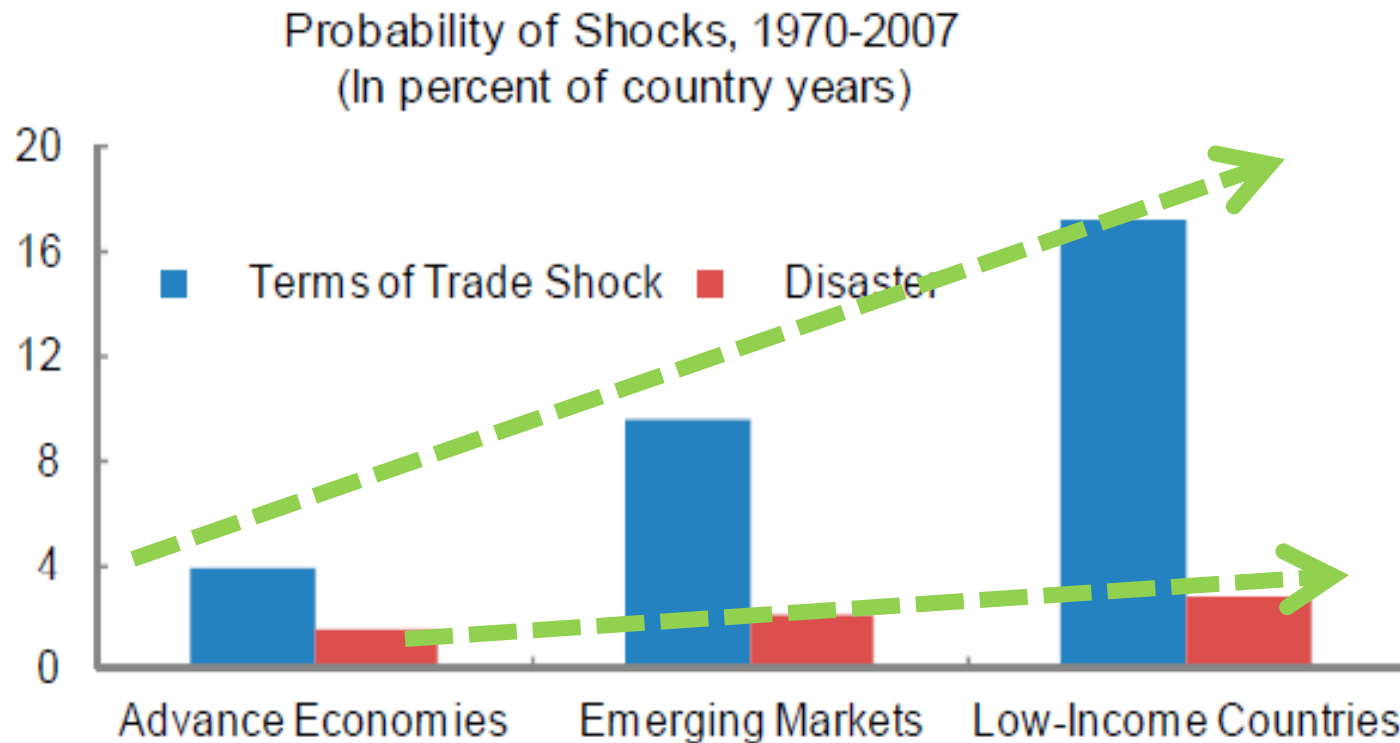
- شوک رابطه‌ی مبادله‌ی مطلوب برای عده‌ای (واردکنندگان نفت، مثل ژاپن، کره و چین)
- شوک رابطه‌ی مبادله‌ی نامطلوب برای عده‌ای دیگر (تولیدکنندگان نفت مثل ایران، عربستان و عراق)

نظریه می‌گوید کشورهای آنهایی که شوک‌های تجاری و مبادله بسیار دارند باید به دنبال نرخ‌های شناور ارزی باشند.

- مطالعات تجربی بسیاری نشان می‌دهند که در کشورهای مواجه با تلاطم رابطه‌ی مبادله، آن‌هایی که نرخ شناور داشته‌اند، بهتر از آن‌هایی عمل کرده‌اند که رژیم ارزی ثابت داشته‌اند.

تلاطم رابطه‌ی مبادله

Trade & Supply Shocks are More Common in Emerging Markets & Low-Income Countries



Sources: IMF(2011a): Managing Volatility: A Vulnerability Exercise for LICs.

اقتصادهای خیلی کوچک و باز معمولاً با رژیم‌های ارزی ثابت راحت‌ترند و برایشان مزیت دارد.

اقتصادهای بزرگی چون امریکا و اروپای متحد در رژیم‌های ارزی شناور مزیت می‌یابند.

بیشتر کشورها جایی در وسط دارند

- به‌ویژه کشورهای دارای درآمد متوسط با اندازه‌ی جغرافیایی متوسط
- بیش‌تر این کشورها باید رژیم‌های ارزی بینابینی داشته باشند؛
- نه رژیم ارزی ثابت محکم و نه نظام ارزی شناور بازار
- رژیم‌های ارزی بینابینی ترتیبات ویژه‌ی خود را دارد

نتیجه: رژیم ارزی مطلوب

این فرضیه می‌گوید کشورها در انتخاب رژیم نرخ ارزی از دو سر طیف رژیم ارزی را باید انتخاب کنند یا در یکی از دو سر طیف قرار دارند: یا انعطاف‌پذیری کامل یا تعهد نهادی کامل به نرخ‌های ارزی ثابت به شکل تعیین نرخ توسط کمیسیون ارزی، دلاریزه‌شدن اقتصاد، و یا اتحادیه‌ی پولی. طبق این نظریه (آیخن‌گرین، ۱۹۹۴) هیچ رژیم بینابینی ممکن نیست. این نظریه در چارچوب مکانیسم نرخ ارز اروپا (ERM) تعریف شد و بعد از بحران ۹۸-۹۷ خاور دور، به اقتصادهای نوظهور نیز بسط داده شد. اما در عمل همه‌ی کشورها به سمت وسط طیف حرکت کردند و امروز رژیم ارزی بینابینی (Intermediate) رواج یافته است.

نظریه دو طرف طیف یا کورنرز (Corners)

رد نظریه‌ی دو طرف طیف

- اما بدون نادیده گرفتن «سه گانه‌ی ناممکن»
 - نرخ ارز ثابت
 - حرکت آزاد سرمایه
 - سیاست پولی مستقل
- بدون ارثه‌ی هدف به سفته‌بازان که به سمت آن شلیک کنند

بانک‌های مرکزی به هر حال چه می‌کنند؟

- تلاش برای استفاده از برآوردهای اقتصادسنجی (مطالعات بسیار)

رژیم ارزی شناور مدیریت‌شده‌ی نظام‌مند

استان فیشر اما نکته‌ی جالبی گفته است:

- اگر به سفته‌بازان نرخ هدفی را برای ارز بدهید (مثلاً دامنه‌ای اعلام شده) کاری نادرست انجام شده که رژیم ارزی را با شکست همراه می‌کند. مخالفت گسترده با منطقه‌ی هدف ارزی.

رژیم ارزی بینابینی مناسب:

- رژیم شناور مدیریت شده‌ی نظام‌مند (systematic)

کدام رژیم بینابینی

دخالت‌های قابل ملاحظه و در طی زمان بانک مرکزی در بازار ارز

این دخالت‌ها صرفاً به شکل هدف گذاری نرخ در طیف محدودی نیست

در این رژیم تقویت و تضعیف قیمت پول ملی اتفاق می افتد

استفاده‌ی گسترده از اقتصادسنجی با تعریف متغیرهای هدف در اقتصاد

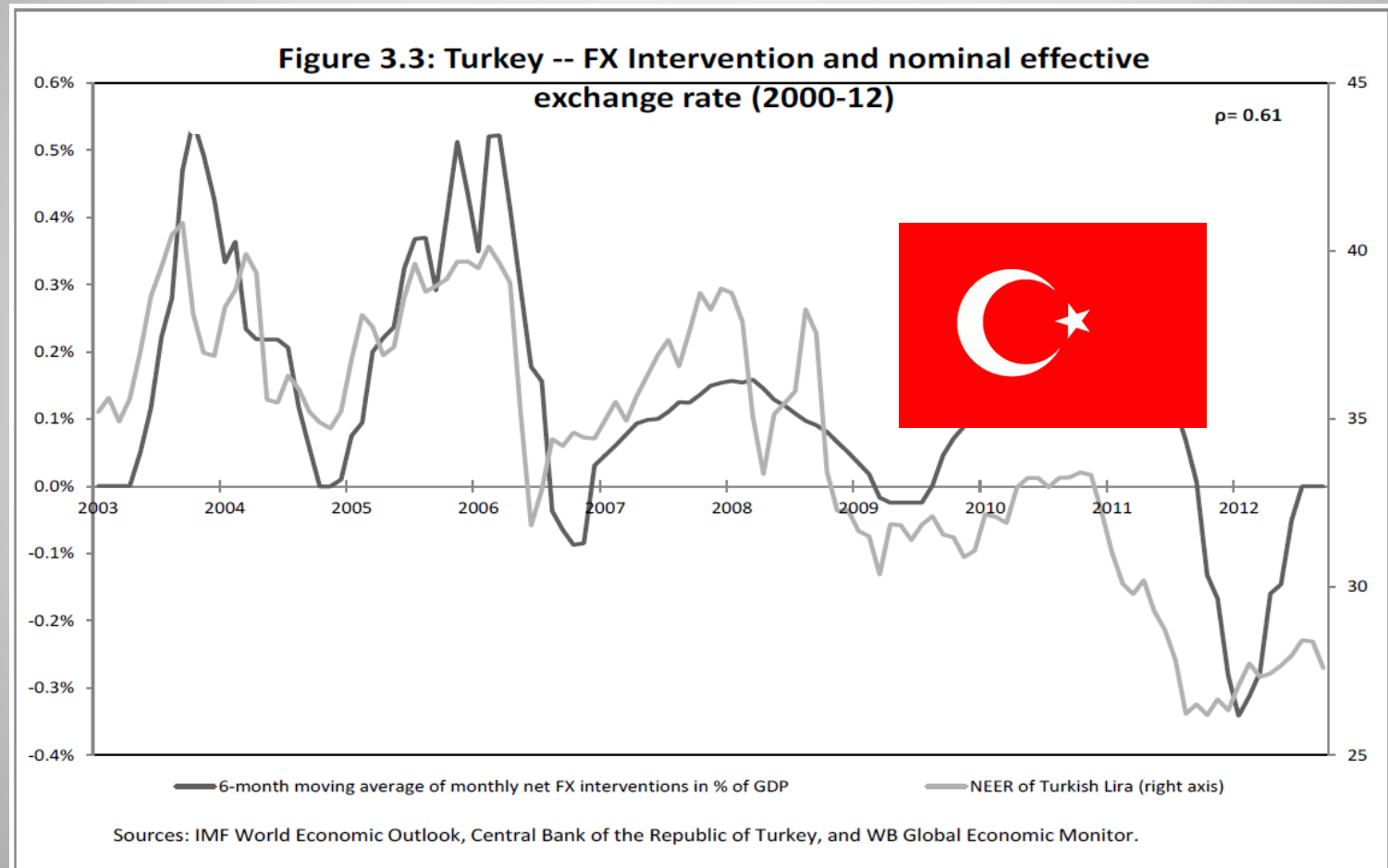
برای هر یک درصد فشار بازار ارز، بانک مرکزی X درصد تقویت ارز و $(1-X)$ درصد را به مثابه‌ی میزان افزایش ذخایر (نسبت به پایه‌ی پولی) در نظر می گیرد.

پارامتر X انعطاف نرخ ارز را کالیبره می کند و رقمی بین صفر (نرخ ثابت) تا یک (شناوری کامل) به خود می گیرد.

بدین ترتیب در این رژیم ۵۰٪ استقلال پولی و ۵۰٪ ثبات نرخ ارز حفظ می شود.

رژیم ارزی شناور مدیریت شده‌ی نظام مند

Turkey's central bank buys lira when it depreciates, and sells when it appreciates.

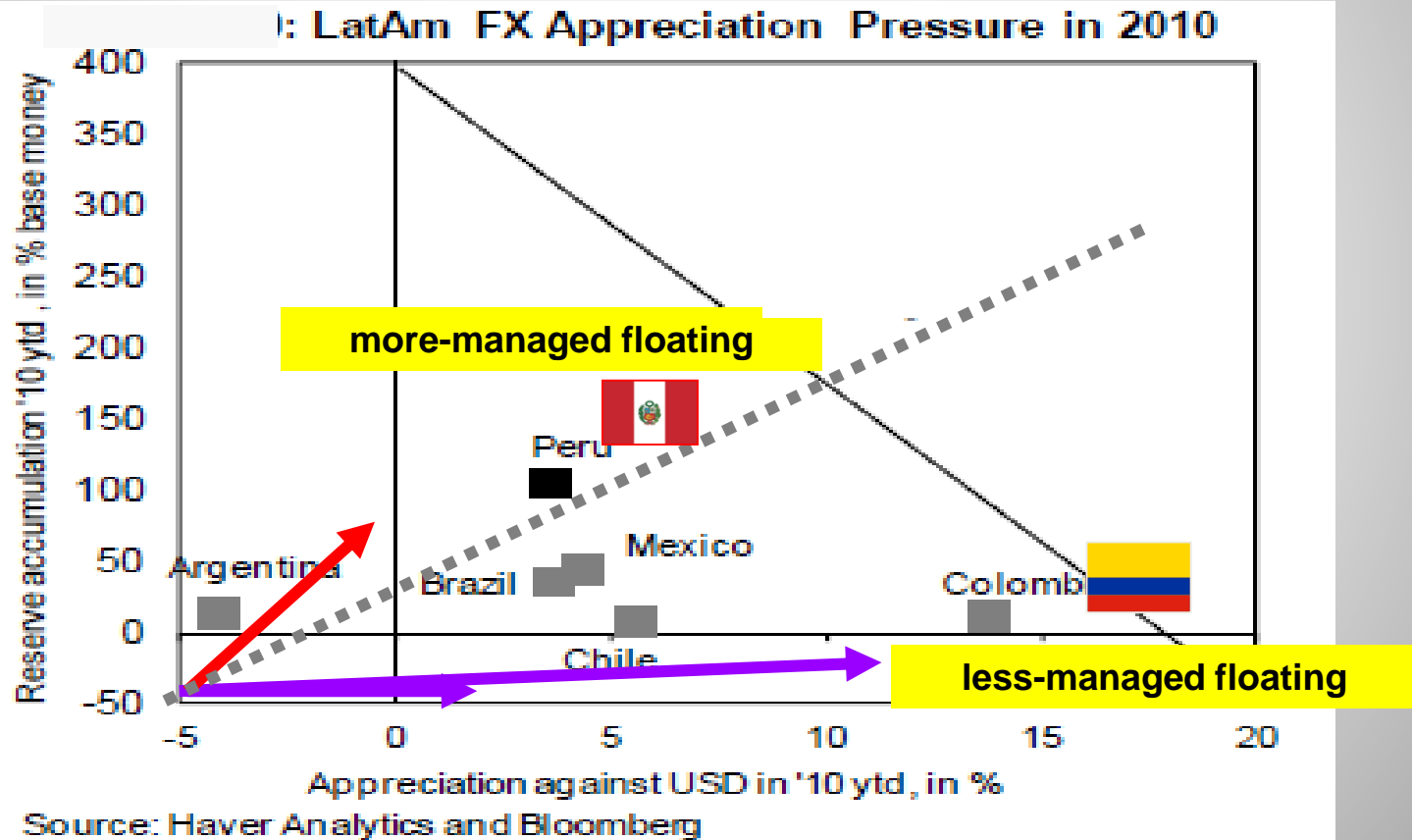


Kaushik Basu & Aristomene Varoudakis, Policy RWP 6469, World Bank, 2013,

"How to Move the Exchange Rate If You Must: The Diverse Practice of Foreign Exchange Intervention by Central Banks and a Proposal for Doing it Better" May, p. 14

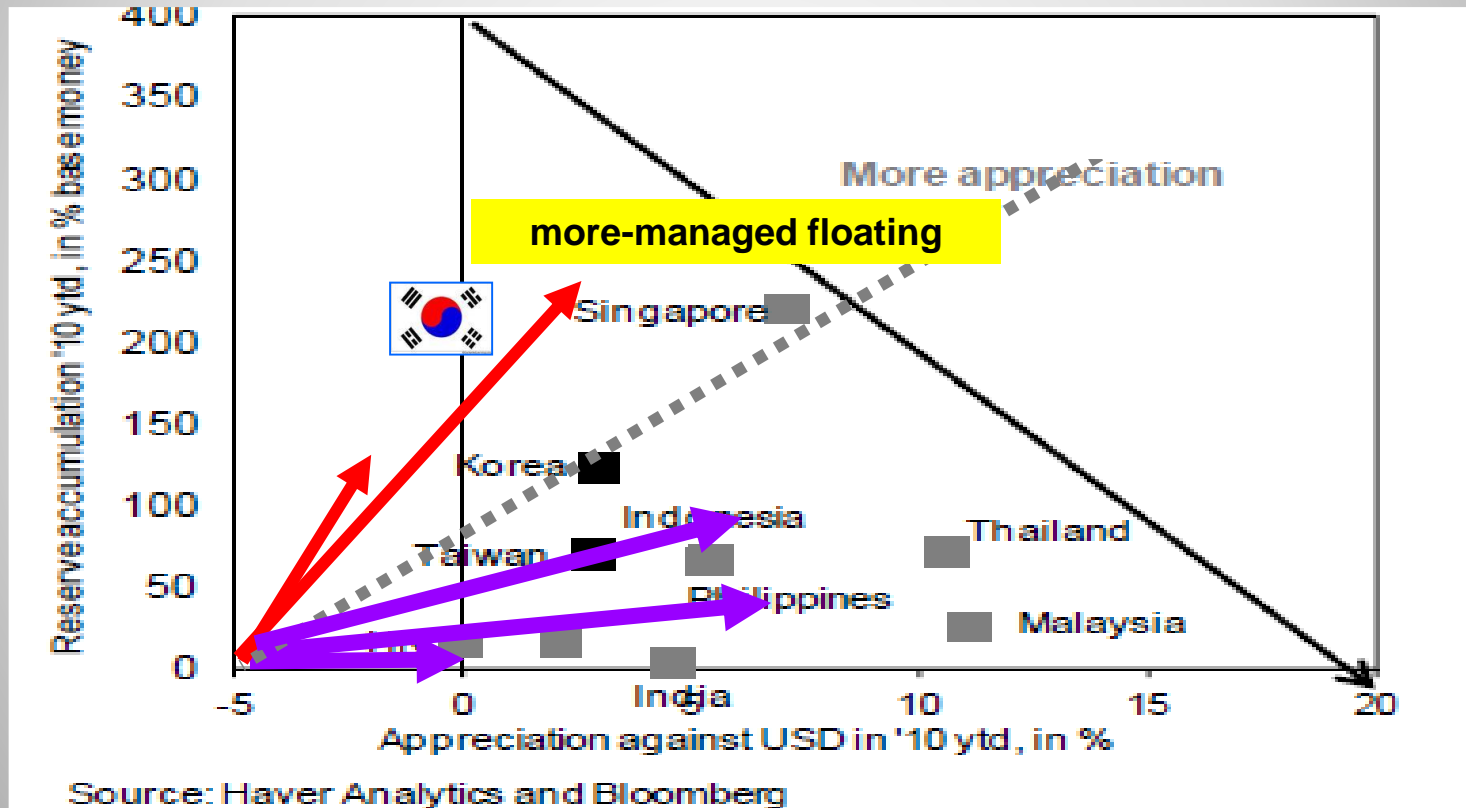
Example: Renewed inflows in 2010 in Latin America

were reflected mostly as reserve accumulation in Peru,
but as appreciation in Chile & Colombia.



In Asia

Korea & Singapore
mostly in the form of reserves in 2010 took the inflows,
while **India & Malaysia** took them mostly
in the form of currency appreciation.



اگر نرخ ارز در ایران نتواند پشتیبان سیاست پولی باشد، هدف گذاری تورم چه طور؟

آیا هدف گذاری تورم (IT) بهتر از هدف گذاری نرخ ارز است؟ در موارد بسیاری اقدامی مؤثر بوده است.

مشکل هدف گذاری تورم و عرضه‌ی برونزا و شوک‌های تجاری

- به یاد داریم که رژیم نرخ ارز باید شوک‌های رابطه‌ی مبادله را پاسخگو باشد.
- اگر هدف گذاری تورم برحسب شاخص قیمت‌های مصرف کننده تفسیر شود، برحسب تئوری نباید نرخ ارز با رابطه‌ی مبادله بالا و پایین شود.
- در کشورهای واردکننده‌ی نفت، وقتی قیمت جهانی نفت بالا می‌رود، شاخص قیمت‌های مصرف کننده‌ی هدف گذاری شده به معنای آن سیاست پولی انقباضی است که ارز را تقویت کند.

سیاست بدیل آن است که تولید ناخالص داخلی (GDP) اسمی را هدف گذاری کنیم. هدف گذاری GDP اسمی بهتر با شوک‌های نرخ مشارکت و بهره‌وری نیروی کار تعدیل می‌شود.

نرخ ارز و سیاست پولی

ذخایر نقش احتیاطی عمده‌ای دارند

در بحران ۲۰۰۸، کشورهایی که ذخیره داشتند، بهتر دوام آوردند

• کشورهایی که شاخص‌های اعلام خطر فوری داشتند بهتر بحران را گذراندند.

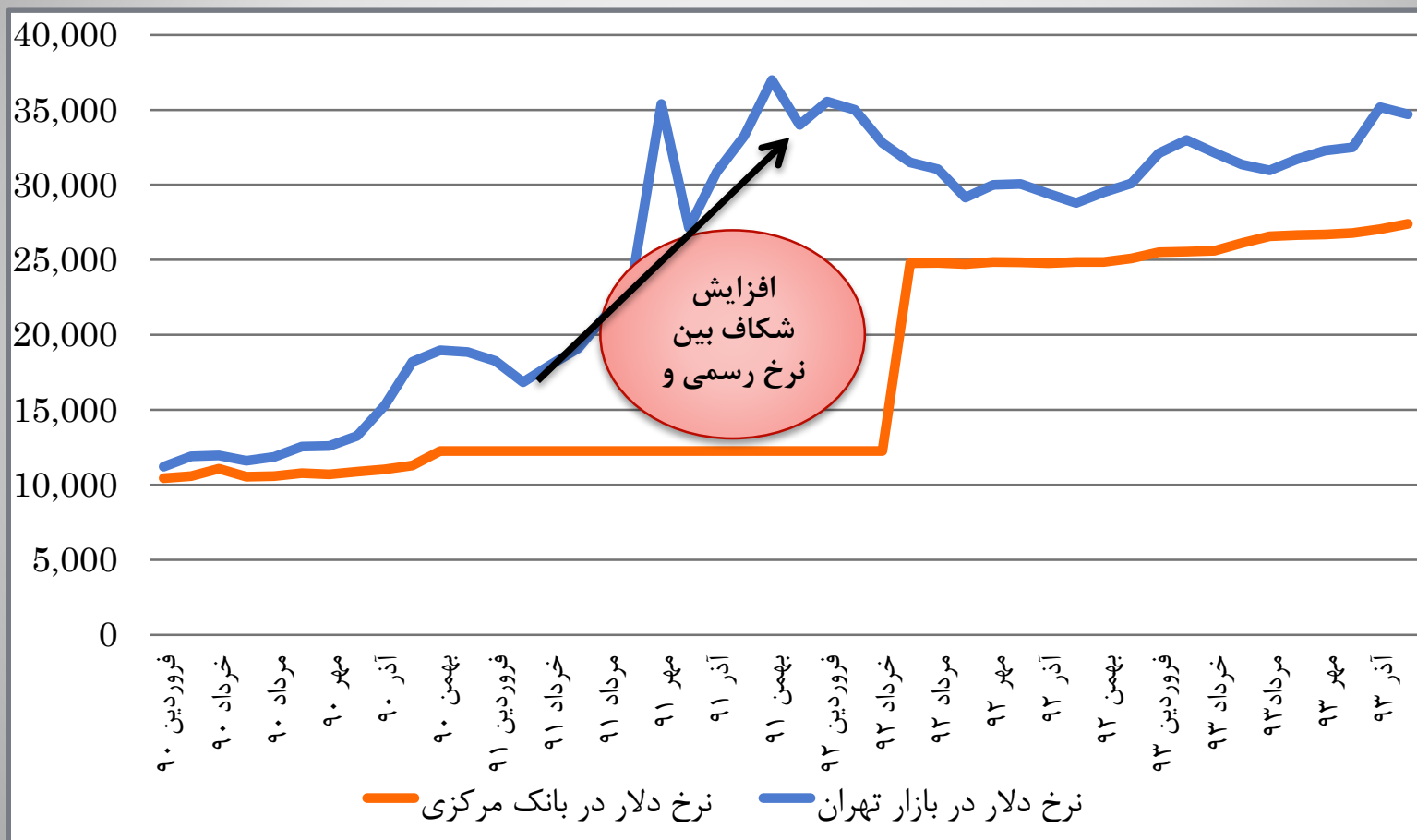
دلیل حفظ ذخایر فراتر از انگیزه‌ی احتیاطی است. مقابله با تقویت ارز دلیل دیگر است.

نقش ذخایر در سیاست ارزی

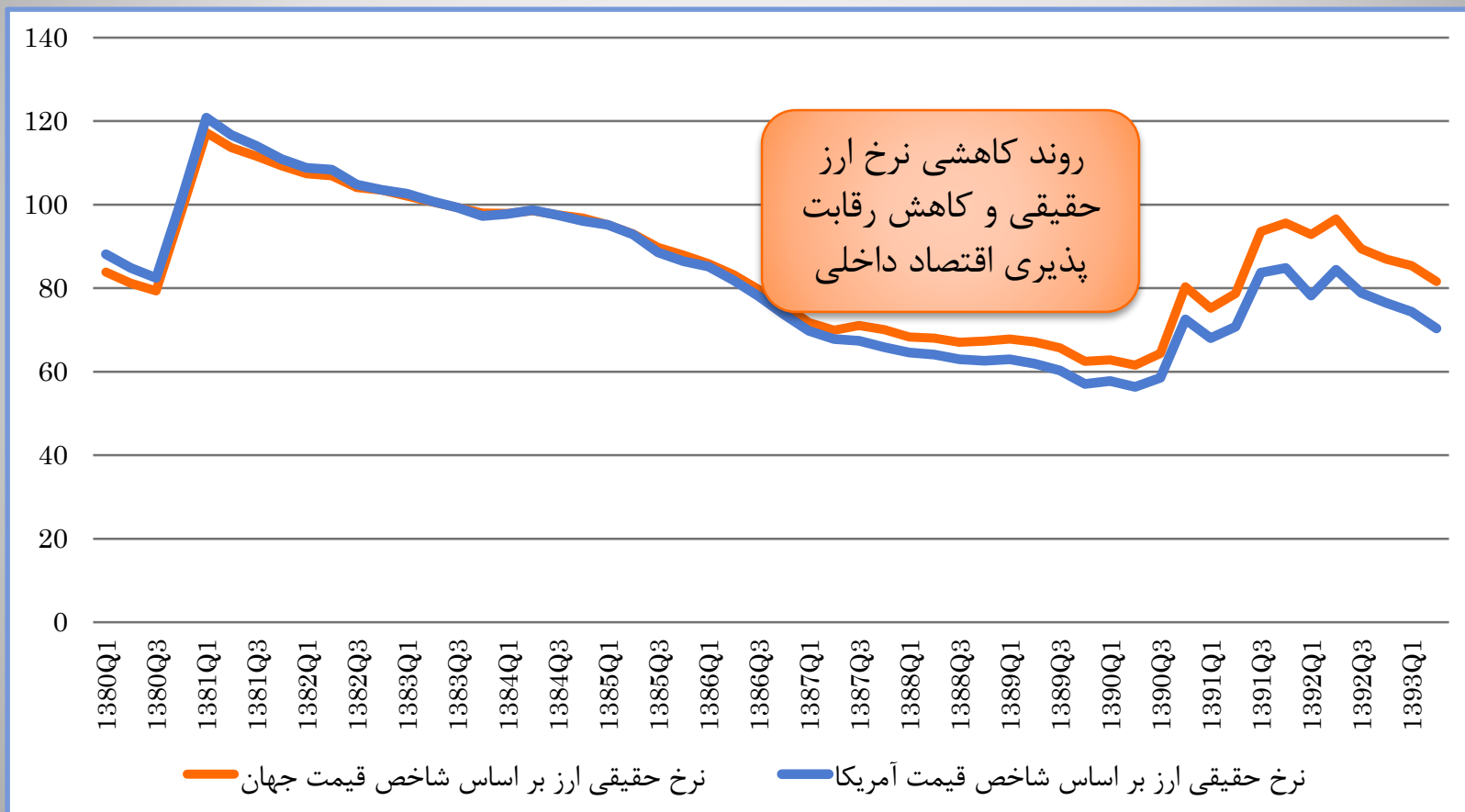
روند سالانه نرخ ارز رسمی و نرخ ارز بازار (دهه ی ۸۰ به بعد)



روند ماهانه نرخ ارز رسمی و بازار آزاد (سال های ۹۰-۹۲)



نرخ حقیقی ارزش طی سال های ۸۰ تا ۹۳ ماه ی اول



شفافیت بازار نقدی ارز

- شفافیت مداخلات بانک مرکزی (شایعه عمو کارت، پالتهای بانک مرکزی)
- رشد بعد از ساعت ۶ عصرها
- کشف قیمت اسکناس
- اعلام نرخ ارز آزاد توسط مراجع معتبر
- توجه تفکیک بانک و صرافی که هزینه معاملات را بالا می برد
- اجحاف به زیان بازار سرمایه و سایر بازارهای دارایی
- فروش ارز آزاد توسط بانک مرکزی...

یادمان باشد خریدهای روی سبد خانوار

ضرورت بازار متشکل (شفاف)

شفافیت بازار حواله ارزی (حواله با حجم نرمال جابجا نمی شود)

کاهش شکاف ارز آزاد و چند ارز مبادله‌ای (بدون امکان آربیتراژ)

یکسان سازی نرخ (ارز تک‌نرخ) بلافاصله پس از موفقیت مذاکرات ۱+۵

ایجاد امکان سپرده گذاری ارزی و اوراق و صندوق‌های ارزی

و راه‌اندازی بازار آتی ارز

• منجر به سفته‌بازی یا پوشش معاملات Hedging

ضرورت بازار متشکل (شفاف) - ۲

پوشش ریسک – بازار آتی ارز

امکان راه‌اندازی بازار آتی ارز به لحاظ فنی موجود نیست:

انحصار عرضه‌ی ارز در دست بانک مرکزی است.

بازار آتی ارز بازاری انحصاری خواهد بود.

* حالا دیگر همه با آن مخالف‌اند، به دلیل فساد گسترده، و این که بهره‌وری را کاهش می‌دهد.

* تمایل نرخ ارز (تاریخی) به سمت بالا بوده است؛ با فرکانس پایین و پرش‌های عمده.

* این به دلیل وضعیت اقتصاد سیاسی نرخ ثابت ارز است.

* این همه اختلاف بین بانک مرکزی با بانک‌ها و مشتریان هم حاصل همین وضع است.

* این که عده‌ای به نرخ‌های قدیم حساب خود را تسویه می‌کنند، تضييع حقوق چه کسانی است؟

قیمت دستوری ارز

* نظام چندنرخی ارز پرفساد است و عدم کارایی به همراه دارد؛ هر چه زودتر باید جمع شود.

* سومین بار خواهد بود که ارز تک‌نرخی (یکسان‌سازی) می‌شود.

* در کوتاه‌مدت برای دولت هزینه‌ی کمی دارد.

* الزامات یکسان‌سازی نرخ ارز؟

یکسان‌سازی ارز

* مشکل عملیاتی و اجرایی ندارد.

* اگر در نرخ بالا انجام شود، از نظر اقتصاد سیاسی مشکل دارد.

* در دوره‌ی تحریم ممکن نبود، چون ارزهای متفاوت (ارز نقد، ارز هند، ارز کره، ارز چین) داشتیم.

* هزینه‌های تبدیل ارزها در دوره‌ی تحریم بالا بود.

* استقرار مناسب روابط کارگزاری با بانک‌های خارجی

* ممنوعیت معاملات دلاری، ضرورت U-Turn دلاری و از این مجرا دشواری یکسان‌سازی

* منافع ارز دولتی برای رانت‌جویان و مقاومت آنان

* اقتصاد سیاسی سال ۱۳۹۵ (سال انتخابات، قاطی کردن تورم و گرانی، تأثیر نرخ بالاتر بر روانشناسی مردم)

الزامات یکسان‌سازی نرخ ارز

* مخالفان برداشتن ارزش مرجع را گرانفروشی ارزش توسط دولت تفسیر می کنند.

* یکسان سازی ارزش باید تحقق اهداف برجام تلقی شود.

* از سال ۱۳۸۱ شروع شده است.

* مفروض است که متناسب با تغییرات ارزهای بین‌المللی، قیمت ریال شناور می‌شود.

* اما در عمل از لحاظ نیازها و سیاست‌های اقتصادی کشور مهم‌تر بوده است.

* پس، هرگز به درستی به اجرا در نیامده است و روشن نیست چگونه نوسان‌های ریال به ارزهای خارجی تعریف نشده است؟

* ضرورت انطباق سیاست‌های ریالی و ارزی

* طلا و ارز در دولت قبل

* برای استقرار آن بازار رقابت می‌باید به رسمیت شناخته شود؛ نظام تک‌نرخ حاکم باشد.

* تعیین نرخ ارز به گونه‌ای که قیمت‌های نسبی تغییری نکنند.

* ضروری است نظامات عرضه‌ی ارز به بازار رعایت شود.

نظام شناور مدیریت شده

* باید شکل گیرد.

* چون بازار ارز عمق لازم را ندارد، تشکیل آن منوط به حجم قابل ملاحظه‌ای از معاملات است.

* تفاوت ترز به تلاطم سطح ریک مربوط است.

* نرخ ارز و تنگنای مالی

با حضور بانک مرکزی یا بدن بانک مرکزی

بازار ارز نباید بازار سفته‌بازانه (Speculative) باشد، بلکه بازار بیمه‌کننده (Insurance) باشد.

* بازار سکه عمدتاً سفته‌بازانه بوده است.

* **Forex** آری یا نه؟ بازار ارز جاری محلی است.

* آیا زیرساخت‌ها آماده است؟ جریان نقدی کشور عمداً خروجی است. در این فاصله چه کنترلی لازم است؟

آیا حساب سرمایه باید باز شود؟

* مسائل اداری، روابط کارگزاری و خط اعتباری کارگزاران

* تا تلفیق کامل بازار جهانی، آیا این بازار کارآمد می‌شود؟

بورس ارز یا مشتقه‌های ارزی

با تشکر از توجه شما