

بررسی دلایل نوسانات ارزی در ایران (۱۳۹۰-۱۳۹۲)؛
با نگاهی به تجربه کشورهای منتخب

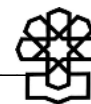
معاونت پژوهش‌های اقتصادی
دفتر: مطالعات اقتصادی

کد موضوعی: ۲۲۰
شماره مسلسل: ۱۴۳۱۷
تیرماه ۱۳۹۴

به نام خدا

فهرست مطالب

۱	چکیده
۲	مقدمه
۳	۱. بحران ارزی در کشورهای منتخب و راه‌های مقابله با آن
۳	۱-۱. مروری بر الگوهای بحران ارزی
۴	۱-۲. تجربه کشورهای منتخب در مواجهه با بحران ارزی
۱۸	۲. نوسان ارزی در ایران
۱۹	۲-۱. نقش متغیرهای اقتصادی
۳۳	۲-۲. نقش تحریم‌های اقتصادی و تحریک انتظارات سفته‌بازان
۳۷	۲-۳. سیاست‌ها و اقدامات دولت
۴۰	جمع‌بندی
۴۳	منابع و مآخذ



بررسی دلایل نوسانات ارزی در ایران (۱۳۹۰-۱۳۹۲)؛ با نگاهی به تجربه کشورهای منتخب

چکیده

هدف اصلی این گزارش، بررسی دلایل بروز نوسانات ارزی در ایران و نقاط اشتراک و افتراق آن با کشورهای است که نوسانات شدید ارزی را در حد یک بحران تجربه کرده‌اند. با توجه به هدف مذکور تجربه کشورهای ترکیه، کره جنوبی، تا مقایسه بین وضعیت ایران در سال‌های بروز تلاطم ارزی با کشورهای مورد مطالعه نشانگر برخی وجوه تشابه و نیز افتراق است.

از وجوه تشابه بین ایران و این کشورها، می‌توان به حفظ نرخ ارز و عدم تعدیل آن متناسب با تغییر شرایط اقتصادی در سال‌های پیش از بحران به مدت نسبتاً طولانی اشاره کرد. همانند کشورهای مذکور در ایران نیز زمینه‌های قبل از وقوع بحران از سال‌های پیش از آن به شکل تضعیف شرایط اقتصادی و انباشت عدم تعادل وجود داشت.

با این حال برخی از وجوه افتراق بین ایران و کشورهای مورد بررسی قابل ذکر است. در ایران نوسانات شدید ارزی با شوک‌های ناشی از هدفمندی یارانه‌ها و پس از آن تحریم‌های اقتصادی بروز کرد. از سوی دیگر، این کشورها امکان کمک گرفتن از نهادهایی مانند صندوق بین‌المللی پول را داشته‌اند که این کمک‌ها در برخی از موارد برای آنها مثمر ثمر بوده است، اما ایران به دلیل بروز تحریم‌ها امکان بهره گرفتن از این کمک‌ها را نداشته است. در واقع بخشی از شدت نوسان ارزی در ایران به دلیل تأثیر تحریم‌ها در انتقال درآمدهای نفتی به داخل و وابستگی اقتصاد ایران به آنها در سال‌های پیش از آن بوده است. با این حال حتی بدون تحریم‌های اقتصادی نیز با احتمال زیاد بحران با یک وقفه نمود پیدا می‌کرد.

در ایران شاهد بودیم که در زمانی که انتظار نوسانات ارزی می‌رفت، مقامات اقتصادی نرخ‌های سود بانکی را کاهش دادند و این سیاست در زمان نامناسب اثراتی معکوس بر انتظارات عاملان اقتصادی گذاشت.

گرچه نظام ارزی در ایران به‌طور رسمی «شناور مدیریت شده» است، در عمل گونه‌ای از نظام‌های ارزی ثابت در یک دامنه محدود از سوی بانک مرکزی و عدم اصلاح نرخ ارز متناسب با تورم به اجرا درآمده است. به همین دلیل طی سال‌های گذشته، شرایط اقتصادی حاکم بر کشور و تضعیف آن به دلیل بروز تورم، افزایش کسری بودجه، کسری تجاری بدون نفت، کاهش رشد اقتصادی و رشد نقدینگی در بازار ارز انعکاس نیافت.

تغییر انتظارات فعالان اقتصادی به دلیل انتشار اخبار مربوط به آغاز طرح هدفمندسازی یارانه‌ها در نیمه دوم سال ۱۳۸۹، کاهش نرخ‌های سود بانکی در ابتدای سال ۱۳۹۰ و تشدید تحریم‌های اقتصادی به سفته‌بازان و سایر عوامل اقتصادی پیام عدم پایداری نرخ‌های ارز فعلی و در نتیجه کاهش ارزش ریال در آینده را داد. در نتیجه عدم تعادل‌هایی که باید طی سالیان گذشته به تدریج باعث تعدیل نرخ‌های ارز می‌شدند، به یکباره اثر خود را در بازار تخلیه کردند.

با توجه به تجربه سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۲ و نیز تجربیات کشورهای مورد بررسی، می‌توان سیاست‌های پیشنهادی برای پیشگیری از بروز بحران ارزی در آینده در اقتصاد ایران را به این صورت بیان کرد:

۱. لزوم تعدیل نرخ‌های ارز متناسب با شرایط اقتصادی،

۲. لزوم توجه به الزامات نظام ارزی شناور مدیریت شده،

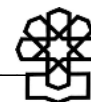
۳. توجه به بخش حقیقی اقتصاد ایران،

۴. توجه به نقش صندوق توسعه ملی.

مقدمه

در سلسله گزارش‌های قبلی، تجربه بحران‌های ارزی در کشورهای ترکیه، کره جنوبی، مکزیک و تایلند بررسی و در هر یک مقایسه‌ای مختصر با تجربه نوسانات ارزی در ایران در سال‌های ۱۳۹۰-۱۳۹۲ انجام شد. هدف گزارش حاضر، بررسی سیر تلاطمات ارزی در ایران و دلایل آن با نگاهی به سیاست‌های اتخاذ شده توسط دولت در دوران مذکور می‌باشد. در واقع، گزارش درصدد تبیین میزان تأثیرپذیری نوسانات ارزی در اقتصاد ایران از متغیرها و شرایط حاکم و تحریم‌های اقتصادی است. علاوه بر این، سیاست‌های اقتصادی دولت و مقایسه آن با تجربه کشورهای منتخب نیز از دیگر موضوعاتی است که در گزارش حاضر بدان پرداخته می‌شود که بی‌تردید نتایج حاصل از تحلیل سیاست‌ها می‌تواند نقش بسزایی در مدیریت بهتر بازار ارز در آینده ایفا کند. در تعاریف مرسوم، بحران ارزی به وضعیتی اطلاق می‌شود که بانک مرکزی ذخایر کافی برای حمایت از نرخ ارز متداول را نداشته باشد. با این حال به دلیل اینکه ممکن است اختلاف‌نظرهایی در اینکه آیا نوسانات شدید ارزی در سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۲ بحران ارزی بوده‌اند یا صرفاً تلاطم و نوسان شدید ارزی وجود دارد، لذا برای اجتناب از دچار شدن به اختلاف نظر در تعاریف، در بخش ایران عنوان نوسانات یا تلاطم ارزی انتخاب شده است.

با این توصیف، گزارش حاضر در دو بخش اصلی ساماندهی شده است. در بخش اول تجربه بحران ارزی در چند کشور بیان می‌شود، سپس در بخش دوم تحولات بازار ارز ایران طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۲ بررسی و تحلیل می‌شود. در پایان گزارش ضمن مقایسه تجربه ایران با کشورهای منتخب، جمع‌بندی و توصیه‌های سیاستی لازم استخراج می‌شود.



۱. بحران ارزی در کشورهای منتخب و راه‌های مقابله با آن

پیش از بررسی تجربه وقوع بحران ارزی در کشورهای منتخب و راهکارهای آنها جهت برون‌رفت از بحران‌های ارزی، آشنایی با انواع الگوهای بحران ارزی ضروری است.

۱-۱. مروری بر الگوهای بحران ارزی

بحران ارزی به وضعیتی اطلاق می‌شود که در آن نسبت به توانایی بانک مرکزی برای دفاع از نرخ ارز موجود در بازار شک و تردید وجود دارد.^۱ در واقع در این زمان است که سوداگران به بازار ارز هجوم می‌آورند. به بیان دیگر، حملات سوداگران ارزی زمانی رخ می‌دهند که انتظار برود در صورت شروع این حملات به بازار ارز، بانک مرکزی تمایل یا قدرت دفاع از ارزش پول ملی و نرخ ارز تثبیت شده را نداشته باشد. طی زمان، ادبیات مربوط به این حوزه از تمرکز بر دلایل اصلی بروز بحران ارزی به تأکید بر تعادل‌های چندگانه و نقش متغیرهای مالی (به‌ویژه تغییرات در ترازنامه بانک‌ها و بانک مرکزی) در تحریک بحران ارزی (و سایر انواع بحران مالی) تغییر کرده است. طی چهار دهه گذشته در توضیح بحران‌های ارزی بر سه نسل الگوهای بحران ارزی متمرکز شده است.^۲

بر اساس *الگوهای نسل اول*، هنگامی که در یک اقتصاد بنیان‌های اقتصادی ضعیف باشد، گزینه‌های پیش‌روی سیاستگذاران برای پاسخ به فشارها محدود خواهد بود و احتمال وقوع حملات سوداگران در بازار ارز وجود خواهد داشت. در نتیجه در بیشتر موارد، حملات سوداگران منجر به کاهش ارزش پول یا شناور شدن نرخ ارز می‌شود.

طبق *الگوهای نسل دوم*، حملات سوداگران حتی زمانی که بنیان‌های اقتصادی ضعیف نیستند نیز می‌تواند رخ دهد. به عبارت دیگر، حملات می‌تواند خودشکوکفا باشد. یعنی زمانی که سفته‌بازان فکر کنند در صورت بروز حملات ارزی، بانک مرکزی اقدامی در جهت مقابله با بحران انجام نمی‌دهد و سفته‌بازی در بازار ارز موفق خواهد بود، این حمله صورت می‌گیرد.

الگوهای نسل سوم بحران ارزی به ارتباط بین تضعیف ترازنامه بانک‌ها و شرکت‌های بزرگ به دلیل نوسانات قیمت دارایی‌ها از جمله نرخ ارز می‌پردازد که خود می‌تواند سبب بروز موج جدیدی از بحران ارزی شود. این الگوها عمدتاً در بحران دهه ۱۹۹۰ آسیا مشاهده شد. در این کشورها، عدم تعادل‌های کلان اقتصادی پیش از وقوع بحران کوچک بودند، تراز مالی دولت‌ها اغلب در حالت مناسبی بود و کسری‌های حساب جاری آنها نیز قابل مدیریت بودند، اما آسیب‌پذیری اصلی مربوط به بخش‌های

۱. برای مطالعه بیشتر در این زمینه منبع زیر پیشنهاد می‌شود:

Krugman, Paul (1979). "A model of balance-of-payments crises". *Journal of Money, Credit, and Banking* 11: 311-25.

2. Claessens and Kose, 2013.

مالی و شرکت‌های بزرگ بود. به استناد این الگوها، عدم تطابق ترازنامه بانک‌ها و شرکت‌های بزرگ می‌تواند به وقوع بحران ارزی منتهی شود.

۲-۱. تجربه کشورهای منتخب در مواجهه با بحران ارزی

در این قسمت تجربه کشورهای ترکیه، کره جنوبی، مکزیک و تایلند در مواجهه با بحران ارزی و راه‌های مقابله با آن بررسی می‌شود.^۱

۱-۲-۱. ترکیه

ترکیه سابقه‌ای طولانی در مواجهه با بحران ارزی دارد؛ به‌گونه‌ای که، اقتصاد این کشور طی ۲۰ سال اخیر سه بحران ارزی را در سال‌های ۱۹۹۴، ۲۰۰۰-۲۰۰۱ و ۲۰۰۸ پشت سر گذاشته است که شدیدترین آنها مربوط به سال‌های ۲۰۰۰-۲۰۰۱ بوده است.

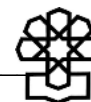
در زمان وقوع بحران در ترکیه، نسبت بدهی عمومی به تولید ناخالص ملی، کسری حساب جاری، نرخ تورم و نسبت بدهی‌های بخش مالی به ذخایر رسمی در سطوح بالایی قرار داشتند. علاوه بر این، ارزش واقعی لیر در طول زمان افزایش یافته بود.^۲ در ابتدا گرچه در راستای ممانعت از تشدید بحران، با اتخاذ تدابیر مناسب در ماه‌های نوامبر و دسامبر سال ۲۰۰۰، بهبود نسبی در بازارها حاصل شد، در فوریه سال ۲۰۰۱، لیر ترکیه مورد تهاجم سفته‌بازان قرار گرفت که به بروز بحران از نوامبر سال ۲۰۰۰ تا فوریه سال ۲۰۰۱ منتهی شد. در آن دوره، همزمان با افزایش نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت، قیمت اوراق بهادار و سهام به سرعت کاهش یافت. در چنین شرایطی، بانک‌ها جهت ایفای تعهدات خود، اوراق بهادار بیشتری فروختند و در نتیجه ارزش این اوراق در بازار کاهش یافت. با افزایش تنش در بازار، سرمایه‌گذاران خارجی به خروج سرمایه‌های خود از ترکیه مبادرت کردند که به افزایش عرضه لیر ترکیه در بازارها منتهی شد. در چنین شرایطی، بانک مرکزی ناگزیر از فروش ذخایر خود شد و در نتیجه ذخایر رسمی کاهش یافت. در کنار این موارد، عدم اعتماد بانک‌ها به یکدیگر نیز مشکلاتی در عملکرد بانک‌ها به‌عنوان واسطه‌های مالی به وجود آورد و نرخ‌های بهره یک‌شبه^۳ حتی تا به نرخ‌های سه رقمی رسیدند و بر حساسیت بخش بانکداری نسبت به مخاطره‌های بازار افزوده شد.

بانک مرکزی برای ممانعت از تشدید بحران، طی نوامبر و دسامبر سال ۲۰۰۰، اقداماتی جهت بهبود منابع داخلی با هدف کاهش فشار بر نرخ‌های بهره در بازارهای پولی و مدیریت نقدینگی تزریق شده از طریق عملیات بازار باز انجام داد. ابتدا، بانک مرکزی به کاهش محدودیت‌های موجود در خالص دارایی‌های

۱. شرح مفصل تجربه بحران ارزی در کشورهای فوق در گزارشات پیشین در مرکز پژوهش‌های مجلس شورای اسلامی به چاپ رسیده است که مشخصات آنها در بخش منابع گزارش حاضر ارائه شده است.

2. <http://www.bankofalbania.org/>

3. Overnight Rates



داخلی مبادرت کرد. گرچه در سایه این اقدامات، میزان نقدینگی افزایش یافت، اما کاهش در نرخ‌های بهره یک‌شبه رخ نداد و افزایش نقدینگی لیر ترکیه، فشار بیشتری بر ذخایر خارجی بانک مرکزی وارد کرد. لذا، در ۳۰ نوامبر سال ۲۰۰۰ بانک مرکزی بار دیگر سیاست تعیین سقف برای خالص دارایی‌های خارجی را مجدداً اعمال کرد. از ششم دسامبر سال ۲۰۰۰، دولت تصمیماتی در خصوص تقویت بخش بانکداری، تسریع در خصوصی‌سازی و برقراری ارتباط بیشتر با صندوق بین‌المللی پول اتخاذ کرد.

به‌رغم تمامی اقدامات انجام شده، عدم اعتماد نسبت به برنامه تثبیت اقتصادی دولت سبب افزایش تقاضای ارز خارجی شد. در این فضا به‌منظور حمایت از نظام بانکی و ممانعت از کاهش ذخایر، بانک مرکزی ابتدا ورود نقدینگی بیشتر به بازار را محدود کرد که سبب شد نرخ‌های بهره یک‌شبه تا ۱۰۰۰ درصد افزایش یابد. در ۲۱ فوریه سال ۲۰۰۱، اثربخشی سیاست پولی بانک مرکزی و مدیریت نقدینگی آن با شکست مواجه شد و در ۲۲ همین ماه ترکیه به نظام ارزی شناور روی آورد. بحران نوامبر سال ۲۰۰۰ - فوریه سال ۲۰۰۱، ضمن تشدید مشکلات پیش‌روی بخش بانکداری، مشکلات جدیدی نیز به‌وجود آورد. در این دوره، دولت تغییراتی در مدیریت اقتصاد با هدف تقویت همکاری و بازگرداندن اعتماد به بازارها به‌وجود آورد.^۱

بنابراین، در این سال‌ها ترکیه با یک بحران دوقلو مواجه شد؛ بحران بانکی که در نوامبر سال ۲۰۰۰ رخ داد و به بحران ارزی در فوریه سال ۲۰۰۱ منجر شد. ضمن آنکه به‌لحاظ نظری، بحران این سال‌های ترکیه در قالب الگوهای نسل اول جای می‌گیرد؛ چرا که، از یکسو دلیل اصلی آن عملکرد ضعیف در سطح کلان اقتصاد کشور بود و از سوی دیگر در نهایت دولت ناگزیر از شناورسازی لیر شد. پس از بروز بحران، سیاست‌های اقتصادی برای ماه‌های باقیمانده سال ۲۰۰۱ و همچنین سال ۲۰۰۲ با مشاوره صندوق بین‌المللی پول و با هدف مقابله با بی‌ثباتی‌های ناشی از بحران و کاهش نرخ تورم در کوتاه‌مدت و با محوریت تقویت نظام مالی، بازگرداندن تعادل به بودجه دولت (اصلاحات بودجه‌ای) و تجدید ساختار بخش بانکی جهت همراهی آن با بخش حقیقی اقتصاد (اصلاحات در بخش بانکی) بود. اهم اصلاحات بودجه‌ای این کشور به‌همراه اقدامات و جهت‌گیری‌های سیاستی در جدول ۱ ارائه شده است.

جدول ۱. اصلاحات بودجه‌ای، اقدامات و جهتگیری‌های سیاستی ترکیه در برون‌رفت از بحران ارزی

سیاست	اقدام	جهتگیری سیاستی
مالی	تغییر ساختار مالیاتی دولت	گسترش پایه مالیاتی و افزایش تنوع درآمدهای دولت مطابق با الگوهای حاکم در اتحادیه اروپا
	کاهش هزینه‌های کارکنان و سایر هزینه‌های عمومی	منطقی کردن اشتغال در بخش عمومی و کاهش آن
	مدیریت بدهی بخش دولتی، کاهش حجم آنها و افزایش شفافیت در بخش دولتی	
پولی	تثبیت قیمت‌ها با هدف دستیابی به نرخ تورم هدف	تطابق سیاست پولی با نظام ارزی شناور و افزایش پایه پولی مطابق با رشد اقتصادی؛ کنترل و هدفگذاری نرخ رشد خالص ذخایر خارجی و داخلی بانک مرکزی؛ اجرای چارچوب سیاستی هدفگذاری تورمی به صورت ضمنی.

مأخذ: یافته‌های تحقیق برگرفته از مطالعه حیدری و عریانی (خرداد ۱۳۹۲).

محورهای چهارگانه اصلاحات بانکی ترکیه در مقابله با بحران ارزی سال‌های ۲۰۰۰-۲۰۰۱ در جدول ۲ آورده شده است.

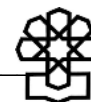
جدول ۲. محورهای اصلاحات بخش بانکی و اقدامات مرتبط

محور	اقدام
تجدید ساختار مالی و عملیاتی بانک‌های دولتی	تجدید ساختار مالی: کاهش تعهدات کوتاه‌مدت بانک‌های دولتی، افزایش سرمایه بانک‌ها، هماهنگ ساختن نرخ بهره سپرده بانک‌های دولتی با نرخ بهره رایج در بازار و مدیریت سبد وام‌های آنها. تجدید ساختار عملیاتی: اصلاح ساختار سازمانی، فناوری، نیروی انسانی، وام‌ها، کنترل مالی، برنامه‌ریزی و مدیریت مخاطره.
تعیین تکلیف بانک‌های زیرمجموعه صندوق بیمه سپرده‌های پس‌انداز که با مشکل مواجه بودند	لغو مجوز فعالیت بانک‌هایی که به لحاظ ساختار مالی با مشکل مواجه هستند و قادر به ایفای تعهدات خود نمی‌باشند و تفویض مسئولیت کنترل بر آنها به صندوق بیمه سپرده‌های پس‌انداز به‌جز موضوعات مرتبط با تقسیم سود؛ لغو کامل مجوز ورشکستگی در مورد بانک‌های مواجه با مشکلات بیشتر.
کمک به اصلاح و تقویت ساختار بانک‌های خصوصی آسیب‌دیده از بحران	رفع موانع مالیاتی بازدارنده جذب سپرده توسط این بانک‌ها؛ اعمال مشوق‌های مالیاتی قابل توجه برای تشویق ادغام بانک‌های مشکل‌دار و شریک شدن (یا تصاحب آنها) با بانک‌های قوی‌تر؛ تشویق بانک‌های خصوصی به کاهش کسری دارایی‌های خارجی از سوی نهادهای نظارتی در قالب تصویب قوانین به‌منظور کاهش اثرگذاری بانک‌ها و شرکای مالی آنها بر بازار ارز.
تقویت نظارت بر بخش بانکی	تدوین و ابلاغ دستورالعمل‌ها و چارچوب‌های نظارتی متعدد با هدف کاهش بدهی‌های معوق بانکی و ساماندهی دارایی‌های پرمخاطره بانکی.

مأخذ: همان.

۲-۱-۲. تجربه بحران ارزی در کره جنوبی

بحران ارزی کره جنوبی در سال ۱۹۹۷ به وقوع پیوست. به‌منظور بررسی دلایل بروز چنین بحرانی،



مناسب است که ابتدا شرایط حاکم بر اقتصاد این کشور در سال‌های پیش از وقوع بحران بررسی شود. در سال ۱۹۹۰، تراز حساب جاری کره به دلیل افزایش تورم، تقویت ارزش وون و وقوع بحران در اقتصاد جهانی رو به وخامت گذارد.^۱ به منظور تأمین مالی کسری حساب جاری، دولت به ورود جریان سرمایه به کشور مبادرت کرد. در این راستا، در سال ۱۹۹۱، آزادسازی حساب سرمایه با اصلاح قانون مدیریت ارز خارجی^۲ تسریع شد. با اجرای آزادسازی محدود حساب سرمایه، سرمایه قابل توجهی وارد کشور شد. با این حال، به دلیل افزایش نگرانی سیاستگذاران نسبت به اثر ورود گسترده سرمایه بر رقابت‌پذیری صادراتی کره، دولت این کشور مایل به نظارت بر بی‌ثباتی مالی ناشی از آن بود. در سال ۱۹۹۳، دولت کره برنامه‌ای برای آزادسازی بخش مالی اعلام کرد که به موجب آن محدودیت‌های وضع شده بر مدیریت دارایی و بدهی مؤسسات مالی رفع شد. با این حال، دولت نیازی به تنظیم مقررات احتیاطی سختگیرانه‌تر در این مورد ندید. این امر موجب افزایش بدهی کوتاه‌مدت ارزی مؤسسات مالی کره‌ای شد. علاوه بر این، به عنوان بخشی از الزامات پیوستن به سازمان همکاری اقتصادی و توسعه در سال ۱۹۹۶، دولت به مقررات‌زدایی بیشتر مالی و باز کردن بیشتر بازار سرمایه مبادرت کرد. اما دولت تصمیم گرفت که پیش از آزادسازی جریان‌های ورودی بلندمدت سرمایه، جریان‌های کوتاه‌مدت را آزاد کند.^۳ در واقع، دولت با الزام شرکت‌ها به افشای دقیق استفاده از وجوه به‌عنوان یکی از شرایط بهره‌گیری از وجوه، از استقراض خارجی بلندمدت آنها جلوگیری کرد. از سوی دیگر، برای استقراض کوتاه‌مدت برای تأمین مالی تجاری مقررات سختی اعمال نکرد. این مشوق‌های بالفعل برای استقراض کوتاه‌مدت سبب شد بانک‌ها و شرکت‌های کسب‌وکار برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت خود به استقراض‌های خارجی کوتاه‌مدت روی بیاورند که نتیجه آن افزایش سهم بدهی‌های خارجی کوتاه‌مدت در بخش بانکی به ۶۱ درصد کل بدهی‌ها در سال ۱۹۹۶ بود. چنین سیاست‌ها و رویه‌هایی نه تنها موجب عدم تطابق‌های سررسید بدهی‌ها شد، بلکه عدم تطابق‌های ارزی را نیز به همراه داشت. سیاست‌های دولت، افزایش سریع در تعداد مؤسسات مالی علاقمند به فعالیت با ارز خارجی با سررسید کوتاه‌مدت را در پی داشت. این امر به‌ویژه در خصوص بانک‌های تجاری مصداق داشت؛ به‌گونه‌ای که، از سال ۱۹۹۴ تا ۱۹۹۶، تعداد آنها از ۶ به ۳۰ رسید. بسیاری از این بانک‌ها تحت مالکیت چیبول‌ها^۴ بودند و به‌عنوان کانال‌های تأمین مالی برای سرمایه‌گذاری‌های چیبول^۵ عمل می‌کردند. این بانک‌های تجاری به‌شدت از سرمایه‌هایی با سررسید کوتاه‌مدت و ارزان‌قیمت ژاپنی برای تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری بلندمدت استفاده کردند. بانک‌های تجاری نیز برای رقابت با بانک‌های تجاری

۱. حساب‌جاری کره جنوبی در سال ۱۹۹۱، کسری ۸/۷ میلیارد دلاری را ثبت کرد که بیش از ۴ برابر سطح سال گذشته بود.

2. Foreign Exchange Management Act

3. Y. C. Park, W. Song, and Y. Wang, 2004.

4. Cheabols

۵. چیبول‌ها شرکت‌های بسیار بزرگ کره‌ای مانند سامسونگ و هیوندایی هستند که شرکت‌های زیرمجموعه آنها در رشته‌های مختلفی فعالیت می‌کنند.

در کسب‌وکار به استقراض خارجی با سررسیدهای کوتاه‌مدت پرداختند که موجب بدتر شدن عدم تطابق‌های ترازنامه بخش‌های مالی و کسب‌وکار در کره شد.

در اواخر سال ۱۹۹۷، کل بدهی خارجی کوتاه‌مدت به ۶۳/۸ میلیارد دلار رسید، حال آنکه، ذخایر خارجی ناخالص قابل استفاده تنها ۹/۱ میلیارد دلار بود. بدین‌روی، دولت کره در حل مسائل «عدم تطابق مضاعف»^۱ ناکام ماند. این عدم تطابق‌ها به میزان قابل توجهی از مقررات ضعیف احتیاطی ناشی شده بود. در نتیجه نظارت‌های مالی ضعیف و اتکای بالای چیبول‌ها به تأمین مالی بانک‌ها، مخاطرات در بانک‌ها متمرکز شده بود. علاوه بر این، به دو دلیل درجه اهرم^۲ چیبول‌ها بسیار بالا بود:

۱. دسترسی خاص این شرکت‌ها به اعتبار بانکی.

۲. برخورداری از تخفیف‌های مالیاتی.

در هر مورد، متوسط نسبت بدهی به سهام برای بخش صنایع کارخانه‌ای تقریباً به ۴۰۰ درصد در سال ۱۹۹۷ رسید (دو برابر متوسط سازمان همکاری اقتصادی و توسعه) و این رقم در مورد سه چیبول بزرگ به ۵۰۰ درصد رسید. در مجموع، حداقل سه تحول عمده در بحران سال‌های ۱۹۹۷-۱۹۹۸ سهیم بوده‌اند.

- تغییرات ارزش دلار آمریکا. در نیمه اول دهه ۱۹۹۰، بخش عمده‌ای از سرمایه‌گذاری در

کره و سایر مناطق آسیا و اقیانوسیه با فرض ضعیف بودن دلار انجام شده بود. از اواسط سال ۱۹۹۵، خزانه‌داری آمریکا در راستای تأمین منافع ملی به تقویت ارزش دلار پرداخت. با قوی‌تر شدن دلار به‌ویژه در برابر ین ژاپن، رقابت‌پذیری صادرات کره به دو دلیل کاهش یافت:

۱. وزن بالای دلار در تعیین ارزش وون در نظام شناور مدیریت شده سبب شد که ارزش وون به

اندازه ین ژاپن کاهش یابد. با توجه به مشابه بودن ترکیب صادرات کره و ژاپن، در بازارهای بین‌المللی مستقیماً به رقابت پرداختند. در نتیجه، با قوی‌تر شدن دلار در برابر ین، کره افزایش سریع در کسری تجاری و کاهش شدید در سودآوری سرمایه‌گذاری‌های انجام شده در صادرات را تجربه کرد. به‌منظور غلبه بر این مشکلات، برخی شرکت‌ها ادغام شدند و میزان وام‌های معوق بانک‌های کره‌ای به‌شدت افزایش یافت که ماحصل آن تضعیف سلامت مالی مؤسسات بانکی داخلی بود.

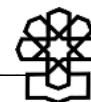
۲. از بین رفتن اعتماد سرمایه‌گذاران در نتیجه ورشکستگی شرکت فولاد هنبو^۳ (اولین

ورشکستگی بزرگ آن دهه) در ژانویه سال ۱۹۹۷ و وقوع مشکلات مالی در شرکت کیا (خودروساز بزرگ کره). در نتیجه کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران خارجی به توانایی دولت در اتخاذ سیاست‌های منسجم و کمک به شرکت‌های بزرگ، این باور که شرکت‌های کره‌ای بزرگتر از آن هستند که

1. Double Mismatch

۲. منظور نسبت بدهی به دارایی شرکت‌هاست.

3. Hanbo Steel Co.



ورشکسته شوند را در هم شکست.

- **ترکیبی از تحولات داخلی و بین‌المللی.** در عین افزایش تردید سرمایه‌گذاران خارجی، بحران ارزی کشورهای جنوب شرقی آسیا نیز در حال گسترش بود. در اواخر اکتبر سال ۱۹۹۷، بحران در شکل حملات سوداگرانه به پول و افت سریع در بازار سهام به هنگ‌کنگ سرایت کرد. با وقوع این مشکل، طلبکاران خارجی به‌ویژه بانک‌های آمریکایی و ژاپنی از اعطای وام‌های خود به مؤسسات مالی کره اجتناب کردند. در چنین شرایطی دولت کره برای کمک به مؤسسات مالی کره‌ای در بازپرداخت تعهدات کوتاه‌مدت خود به ذخایر ارز خارجی محدود خود روی آورد که ذخایر ارز خارجی قابل استفاده کشور را به میزان قابل توجهی کاهش داد.

در مجموع، بحران ارزی سال ۱۹۹۷ کره جنوبی به‌لحاظ نظری در نسل سوم بحران‌های ارزی جای می‌گیرد؛ چراکه، آسیب‌پذیری اصلی اقتصاد مربوط به بخش‌های مالی و شرکت‌های بزرگ (چیپول‌ها) به‌وجود آمده است. ضمن آنکه عدم تطابق سررسید بدهی‌های ارزی شرکت‌ها نیز موجبات تشدید این بحران را فراهم کرده‌اند.

در راستای مقابله با بحران، در دسامبر سال ۱۹۹۷، دولت کره به اجرای برنامه صندوق بین‌المللی پول مبادرت کرد. از آن زمان به بعد، عملکرد اقتصادی کره بارها بررسی و تعدیل‌هایی در برنامه انجام گرفت. محورهای اصلی برنامه صندوق بین‌المللی پول شامل موارد ذیل بود:

۱. تعدیل کلان اقتصادی (تحکیم وضعیت مالی و افزایش سریع نرخ‌های بهره)،
۲. اصلاحات ساختاری.

الزامات مرتبط با تعدیل کلان اقتصادی و نتایج حاصل از آن و حوزه‌های مربوط به اصلاحات ساختاری و اقدامات مرتبط با هر یک از حوزه‌های مذکور به‌ترتیب در جداول ۳ و ۴ ارائه شده است.

جدول ۳. الزامات تعدیل کلان اقتصادی و نتایج آن

نتیجه	الزامات
افزایش شدید نرخ بهره، افزایش بازدهی اوراق بهادار شرکتی از ۱۴/۱ درصد به ۲۴/۳ و ۲۳/۴ درصد در نوامبر و دسامبر سال ۱۹۹۷.	
کاهش چشمگیر سرمایه‌گذاری و اعتماد مصرف‌کننده. اقتصاد به‌سرعت منقبض شد. نرخ بیکاری از ۲/۱ در اکتبر سال ۱۹۹۷ به ۷ درصد در ژوئن سال ۱۹۹۸ رسید.	حفظ بازار مالی و یا کسری حداکثر ۰/۸ تولید ناخالص داخلی و اتخاذ سیاست پولی انبساطی
تحقق نرخ رشد اقتصادی ۵/۵- درصد در سال ۱۹۹۸ در مقابل نرخ پیش‌بینی شده ۴- درصدی.	

مأخذ: همان، (اردیبهشت ۱۳۹۳).

جدول ۴. حوزه‌های تمرکز در اصلاحات ساختاری و اقدامات مرتبط

اقدامات	حوزه‌های تمرکز
تنظیم جدول زمان‌بندی همراستا با تعهدات سازمان جهانی تجارت برای حذف یارانه‌های مرتبط با تجارت؛ محدود کردن مجوزهای واردات و برنامه متنوع‌سازی واردات.	آزادسازی تجاری
افزایش سقف در مالکیت خارجی کلی سهام پذیرفته شده در بورس از ۲۶ به ۵۵ درصد و حذف کامل این سقف در پایان سال ۱۹۹۸؛ افزایش مالکیت خارجی فردی از ۷ درصد به ۵۰ درصد؛ حذف کامل محدودیت‌های وضع شده بر دسترسی به ابزارهای بازار پول داخلی و بازار اوراق بهادار شرکتی؛ تعیین جدول زمانی برای حذف تمامی محدودیت‌های باقیمانده بر استقراض‌های شرکتی از جمله وام‌هایی با یک تا سه سال سررسید تا پایان سال ۱۹۹۸.	آزادسازی حساب سرمایه
بهبود ساختار حاکمیت شرکتی از طریق حذف محدودیت‌های وضع شده بر حق رأی سرمایه‌گذاران بزرگ در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس؛ تقویت حق سهامداران اقلیت؛ افزایش شفافیت رویه حسابداری شرکت‌ها با الزام آنها به انتشار صورت‌های مالی تلفیقی برای شرکت‌های وابسته؛ کاهش تضمین‌های متقابل میان شرکت‌های وابسته؛ آزادسازی ادغام‌ها و تملک‌های داخلی با حذف الزامات مربوط به مناقصه‌های اجباری.	تجدید ساختار در شرکت‌ها
وضع شرایطی ضروری برای: ۱. تسریع خروج بانک‌های ورشکسته از سیستم بانکداری؛ بازسازی بانک‌های دچار مشکل و تقویت مقررات احتیاطی.	تجدید ساختار مالی

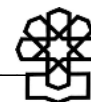
مأخذ: همان.

۳-۲-۱. تجربه مکزیک

مکزیک از جمله کشورهای آمریکای مرکزی است که طی سال‌های ۱۹۸۲ و ۱۹۹۵ با بحران‌های ارزی گسترده‌ای مواجه شد. نکته قابل توجه در تجربه بحران ارزی مکزیک تشابه میان دلایل وقوع هر دو بحران ارزی در این کشور بوده است. پیش از وقوع هر یک از بحران‌ها، مکزیک پول خود (پزو) را به دلار آمریکا قفل کرده بود. ضمن آنکه تورم مکزیک بیش از تورم آمریکا بود^۱ و با توجه به نرخ ارز اسمی ثابت مکزیک، ارزش واقعی پزو افزایش یافت. این افزایش به معنای گران‌تر شدن متوسط قیمت کالاها و خدمات مکزیک در مقایسه با آمریکا بود که حاصل آن کاهش صادرات کالاها و خدمات مکزیک، افزایش واردات آن و گسترش کسری حساب جاری بود.

در نهایت سرمایه‌گذاران و وام‌دهندگان بین‌المللی در خصوص کسری‌های حساب جاری فزاینده و نیاز مکزیک به تأمین مالی خارجی احساس نگرانی کردند. در نتیجه، تصور عدم توانایی مکزیک در

۱. افزایش سریع هزینه‌های دولتی که با افزایش صادرات نفت تشدید شده بود موجبات افزایش تقاضای کل و بنابراین تشدید تورم در مکزیک را فراهم کرده بود.



بازپرداخت تعهدات سبب کاهش ارزش پزو و کاهش اعطای وام سرمایه‌گذاران بین‌المللی به مکزیک و تبدیل پزوهای نگهداری شده به دلار شد که ماحصل آن ایجاد کسری تراز پرداخت‌ها در مکزیک بود. به دلیل تبدیل پزو به دلار توسط سرمایه‌گذاران خارجی، مازاد عرضه پزو در بازار ارز با نرخ ثابت به وجود آمد. نتیجه به منظور حفظ ارزش پزو دولت این کشور درصدد مداخله در بازار ارز از طریق ذخایر ارز خارجی برآمد. برای کاهش عرضه بیش از حد پزو (یا کاهش کسری تراز پرداخت)، دولت مکزیک طی هر دو بحران در وهله نخست سیاست‌های پولی شدیداً انقباضی اتخاذ کرد. در پی این سیاست به منظور تشویق سرمایه‌گذاران خارجی جهت ادامه وام‌دهی به مکزیک، نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت به شدت افزایش یافت. اما به رغم نرخ‌های بهره بسیار بالا (۵۶/۶ درصد در سال ۱۹۸۳ و طی اولین بحران مکزیک و ۳۵ درصد در ژانویه ۱۹۹۵ طی بحران دوم) سرمایه‌گذاران بین‌المللی به سمت پزو بازنگشتند. در حقیقت، با کاهش ذخایر ارز خارجی دولت مکزیک، انتظار کاهش ارزش پزو قوت گرفت و سرمایه‌گذاران بین‌المللی به سرعت از بازار خارج شدند. در نهایت، دولت اعلام کرد که ذخایر کافی برای دفاع از پزو در نرخ ثابت را ندارد و ناگزیر از کاهش ارزش آن می‌باشد.

منبع دیگر آسیب‌پذیری بالقوه که کمتر در ادبیات بدان اشاره شده است اما نقش مهمی در بروز بحران سال ۱۹۹۵ داشته است، *نظام بانکی مکزیک* بود. در ژانویه سال ۱۹۹۵ به دلیل تصور وام‌دهندگان خارجی نسبت به میزان ریسک اقتصاد مکزیک و مشکلات مربوط به انتقال پول‌های خارجی از یک حساب به حساب دیگر بدون صرف هزینه (از جمله گواهی‌های سپرده و سایر خطوط اعتبار خارجی کوتاه‌مدت)، بانک‌های مکزیکی با مشکل کاهش نقدینگی دلاری شدیدی روبرو شدند. طی سه‌ماهه اول سال ۱۹۹۵، ضعف جریان‌های سرمایه تشدید شد و به گروه‌های مختلف تسری یافت. در چنین شرایطی، نهادها و شرکت‌های دولتی در انتقال خطوط اعتباری کوتاه‌مدت از یک حساب به حساب دیگر بدون صرف هزینه و بخش خصوصی غیربانکی با مشکلات بازپرداخت اوراق بهاداری که قادر به جابجایی آن نبودند، مواجه شدند. طی سه‌ماهه اول سال ۱۹۹۵، خالص جریان خروجی سرمایه (بدون وام‌های خاص خزانه آمریکا و صندوق بین‌المللی پول که بخشی از بسته گسترده نجات مکزیکی از بحران بود) در مجموع به ۱۱/۵ میلیارد دلار رسید.

برای غلبه بر بحران‌های ایجاد شده، دولت مکزیک سیاست‌هایی اتخاذ کرد که اهداف هر یک از این سیاست‌ها و اقدامات مربوطه در جدول ۵ ارائه شده است.

جدول ۵. سیاست‌های مقابله با بحران در مکزیک: اهداف و اقدامات انجام شده

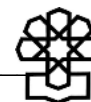
هدف	اقدام
تأمین مالی مجدد بدهی‌های کوتاه‌مدت ارزشگذاری شده برحسب دلار	مذاکره با صندوق بین‌المللی پول و دولت آمریکا جهت تدوین بسته حمایتی با ارزش ۵۱ میلیارد دلار که ۲۰ میلیارد دلار آن از خزانه‌داری ایالات متحده آمریکا، ۱۷/۸ میلیارد دلار از صندوق بین‌المللی پول، ۱۰ میلیارد دلار از بانک تسویه بین‌المللی (BIS) ^۱ و مابقی از سوی بانک جهانی و بانک توسعه اسلامی تأمین مالی شد.
بازگرداندن ثبات کلان اقتصادی به کشور	<p>حوزه سیاست ارزی: شناور کردن سریع نرخ ارز.</p> <p>حوزه سیاست پولی: اتخاذ سیاست پولی انقباضی جهت مهار فشارهای تورمی و کاهش نوسانات نرخ ارز که ماحصل آن افزایش قابل توجه نرخ‌های بهره واقعی و اسمی بود.</p> <p>حوزه سیاست مالی: افزایش نرخ مالیات بر ارزش افزوده از ۱۰ درصد به ۱۵ درصد؛ افزایش قیمت‌ها و تعرفه‌های کالاها و خدمات بخش عمومی؛ کاهش ۱۰ درصدی مقادیر مطلق مخارج بخش عمومی.</p> <p>حوزه سیاست‌های دستمزد: آزادسازی مذاکرات مربوط به حقوق و جایگزین شدن فرآیند چانه‌زنی جمعی با مذاکره فردی میان شرکت و کارگران آنها.</p>
احیای اقتصاد مکزیک	تدوین برنامه نجات مکزیک در اوایل ژانویه سال ۱۹۹۵. بخش‌های تشکیل‌دهنده این برنامه شامل: ۱. حداقل‌سازی آثار تورمی ناشی از کاهش ارزش پول؛ کاهش مخارج دولت و کاهش اعتبارات اعطایی از سوی بانک‌های توسعه دولتی با هدف تعدیل اثر اشاعه‌ای کاهش نرخ ارز بر قیمت‌های داخلی و ممانعت از کاهش قابل توجه در ارزش واقعی پزو. ۲. تداوم اصلاحات ساختاری با هدف ارتقای رقابت‌پذیری بخش خصوصی مکزیک با تأکید بر اصلاحات بازارمحور. ۳. کاهش نگرانی‌های کوتاه‌مدت سرمایه‌گذاران و ایجاد نظام ارزی شناور منسجم.
کاهش آثار نامطلوب بر فقیرترین گروه‌های جامعه	گسترش برنامه‌های آموزش کارگران؛ تداوم پرداخت یارانه به تولیدات اساسی؛ گسترش پوشش بیمه‌های «بیماری و زایمان» تأمین اجتماعی؛ تدوین برنامه‌های اشتغالزایی موقت با تأکید بر مناطق روستایی و افزایش یارانه بخش کشاورزی.

مأخذ: همان، (مردادماه ۱۳۹۳).

۴-۲-۱. تجربه تایلند

تایلند اولین کشور در حال توسعه آسیایی است که در سال ۱۹۹۷ با بحران ارزی مواجه شد. بحران با مجموعه‌ای از حملات ارزی در اواخر سال ۱۹۹۶ و اواسط سال ۱۹۹۷ شروع شد که در نهایت به فروپاشی نظام ارزی ثابت تایلند منتهی شد. در نتیجه بروز بحران ارزی، کاهش شدیدی در ارزش بات

1. Bank for International Settlement



به وجود آمد که سبب افزایش بدهی تعداد زیادی از شرکت‌هایی شد که به میزان بسیاری از بازارهای بین‌المللی استقراض کرده بودند. لذا، بسیاری از مؤسسات مالی با مشکلات نقدینگی و ناتوانی در بازپرداخت بدهی مواجه شدند. این وضعیت با اثر سرایت کاهش ارزش پول سایر کشورهای آسیایی تشدید شد و آثار بازخوردی در اقتصاد این کشور برجای نهاد. بحران ارزی تایلند، در نتیجه ضعف در بنیان‌های کلان و خرد اقتصادی به وجود آمد که در ادامه هر یک از آنها به تفکیک بررسی می‌شوند.

الف) ضعف بنیان‌های کلان اقتصادی

• **سطح ذخایر بین‌المللی رسمی.** به رغم افزایش ۱۸۳ درصدی ذخایر رسمی خارجی بین سال‌های ۱۹۹۰ و ۱۹۹۶، این میزان برای مقابله با حملات سوداگرانه ناشی از افزایش کسری حساب جاری و پرداخت‌های بدهی خارجی کوتاه‌مدت کافی نبود. در دهه ۱۹۹۰ کشورهای آسیای شرقی، بجز کره جنوبی، نسبت ذخایر به واردات نسبتاً مناسبی را ثبت کردند. هرچند، سطح ذخایر علائم خطر بروز بحران ارزی را نشان نمی‌داد، نسبت ذخایر به بدهی کوتاه‌مدت عامل نگران‌کننده بود؛ به نحوی که، تایلند در آن زمان یکی از ضعیف‌ترین رکوردهای خود را در این زمینه تجربه کرد. شاخص مهم دیگر، نسبت ذخایر بین‌المللی به پایه پولی است. وضعیت این شاخص در سال‌های پیش از وقوع بحران نسبتاً مناسب بود، اما در ماه‌های آخر پیش از بحران به میزان قابل توجهی کاهش یافت که مبین افزایش شکنندگی مالی اقتصاد تایلند بود.

• **کاهش سرمایه‌گذاری.** در سال ۱۹۹۶ رشد سرمایه‌گذاری کاهش یافت و به کمتر از ۷ درصد رسید. این در حالی بود که رشد سرمایه‌گذاری بخش خصوصی تنها ۳ درصد بود که حکایت از رسیدن به مزاد ظرفیت و سرمایه‌گذاری‌های بیش از حد در اقتصاد تایلند داشت. در سال ۱۹۹۷ در مقایسه با سال قبل، نسبت سرمایه‌گذاری به تولید ناخالص داخلی از ۴۳ درصد به ۳۳ درصد کاهش یافت. کاهش سرمایه‌گذاری نقش بسزایی در کاهش تولید در زمان شروع بحران داشت.

• **کسری بالا در حساب جاری.** در دوره ۱۹۸۵-۱۹۹۵، متوسط رشد سالانه صادرات تایلند ۲۳ درصد بود که در اغلب سال‌های این دوره رشد صادرات بیش از رقبا (اندونزی، کره، مالزی و فیلیپین) بود. رشد سریع صادرات به صورت ناگهانی در سال ۱۹۹۶ متوقف شد که هشدار جدی برای تایلند و نشانه‌ای از آسیب‌پذیری اقتصاد این کشور بود. نرخ‌های رشد صادرات به سرعت کاهش یافتند و به لحاظ ارزشی و مقداری منفی شدند. در سال ۱۹۹۶ ارزش اسمی ین ژاپن در مقابل دلار آمریکا به میزان قابل توجهی کاهش یافت، با توجه به نقش مهم این کشور در تجارت تایلند، تقویت ۸/۵ درصدی ارزش مطلق بات در اواخر سال ۱۹۹۴ تا اواخر سال ۱۹۹۶ در برابر ین نشان‌دهنده زیان در رقابت‌پذیری بین‌المللی در بازارهای عمده صادراتی بود. نتیجه این امر کاهش سریع صادرات تایلند و افزایش بیشتر کسری حساب جاری به تقریباً ۸ درصد تولید ناخالص داخلی در سال ۱۹۹۶ بود.

ب) ضعف بنیان‌های خرد اقتصادی

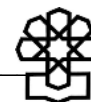
• **بخش شرکتی.** مشکلات پیش‌روی شرکت‌های تایلندی ریشه در سرمایه‌گذاری بیش از حدی داشت که در سال‌های منتهی به بحران شروع شد. از سال ۱۹۸۷ تا سال ۱۹۹۵ متوسط رشد سرمایه‌گذاری ثابت واقعی حدود ۱۶ درصد و متوسط رشد تولید ناخالص داخلی واقعی ۱۰ درصد بود. میزان سرمایه‌گذاری در اواخر دهه ۱۹۸۰ شتاب بیشتری گرفت؛ به نحوی که، نرخ رشد سالیانه سرمایه‌گذاری به بیش از ۲۰ درصد رسید که ماحصل آن افزایش نسبت سرمایه‌گذاری به تولید ناخالص داخلی به حدود ۴۰ درصد بود. افزایش پیوسته نسبت سرمایه - تولید به دلیل بازدهی کاهنده سرمایه، پایداری راهبرد رشد مبتنی بر سرمایه‌گذاری را با تردید مواجه ساخت. یکی از نشانه‌های روشن این امر کاهش به‌کارگیری ظرفیت‌ها پیش از وقوع بحران بود. در کنار سرمایه‌گذاری بیش از حد باید به‌شدت تمرکز مالکیت شرکت‌ها در تایلند نیز اشاره داشت؛ به نحوی که به‌طور متوسط ۴۵ درصد سهام منتشر شده در ۱۰ شرکت بزرگ غیرمالی خصوصی در اختیار سه سهامدار اصلی بود. تمایل مالکان به حفظ کنترل شرکت‌های خود سبب شد برای تأمین مالی جهت توسعه شرکت‌ها به بدهی روی آورند. آزادسازی گسترده حساب سرمایه با افزایش عرضه وجوه به این شرکت‌ها، توسعه فعالیت‌ها را تسهیل کرد. در نتیجه، در اواخر سال ۱۹۹۷، بدهی بخش شرکتی به ۱۵۳ میلیارد دلار آمریکا (بیش از ۱۵۰ درصد تولید ناخالص داخلی) رسید که ۱۲۳ میلیارد دلار آن از طریق سیستم بانکی و ۳۰ میلیارد دلار آن از خارج از کشور تأمین مالی شده بود.

• **بخش مالی.** پس از تجربه چند سال رشد سریع اقتصادی در سایه گسترش سریع اعتبار و جریان‌های گسترده ورود سرمایه، اقتصاد این کشور در معرض ضعف ساختاری اساسی بخش بانکی به‌ویژه تحت چارچوب نظارتی ضعیف قرار گرفت. در دهه ۱۹۹۰ به دلیل گسترش شرکت‌های مالی و نظام بانکی، بخش مالی به سرعت رشد کرد. در این شرایط، رشد مبتنی بر سرمایه‌گذاری تایلند به میزان بسیاری از محل بدهی تأمین مالی شد که در رشد سریع دارایی‌های بانک‌ها انعکاس یافت. در سال ۱۹۹۶ سرمایه‌گذاری شرکت‌های مالی در بخش املاک و مستغلات به بیش از ۳۵ درصد کل اعتبارات رسید، حال آنکه سرمایه‌گذاری بانک‌های تجاری در این بخش حدود ۲۰ درصد کل اعتبارات آنها بود. این مسئله به‌ویژه با توجه به روند فزاینده سرمایه‌گذاری بیش از حد در بخش املاک نگران‌کننده بود. علاوه بر این، بخش عمده‌ای از اعتبارات شرکت‌های مالی به سمت بورس اوراق بهادار کانالیزه شد که ماحصل آن افزایش سریع مخاطره بازار بود. در این سال، مشکلات نقدینگی شرکت‌های مالی در قالب فشار بیش از حد بر بهره دیرکرد ظاهر شد.

با این توصیف، در یک طبقه‌بندی کلی عوامل اصلی سهیم در بروز شدیدترین رکود اقتصادی

تایلند در سال ۱۹۹۷ - ۱۹۹۸ را می‌توان به صورت ذیل برشمرد:

۱. کاهش سریع ارزش «بات»،



۲. کمبود اعتبار مورد نیاز کسب و کار،
 ۳. مشکلات مربوط به انجام نقل و انتقالات وام‌های بانکی بین‌المللی،
 ۴. افزایش فشارهای تورمی در اقتصاد در نتیجه اتخاذ سیاست‌های کلان نامناسب،
 ۵. مقررات‌زدایی سریع بازار مالی و آزادسازی بازار سرمایه از نیمه اول دهه ۱۹۹۰ به‌رغم عدم انعطاف‌پذیری نظام مالی جهت انطباق با اقتصاد جهانی.
- در راستای مقابله با بحران، در ۲۸ جولای سال ۱۹۹۷ تایلد از صندوق بین‌المللی پول درخواست کمک کرد. برنامه سیاستی اولیه صندوق حول دو محور اصلی: ۱. مدیریت نرخ ارز، ۲. بازگرداندن ثبات به بازار مالی بود. با تعمیق رکود، برنامه‌های بیشتری نیز با مشارکت و همکاری بانک توسعه آسیایی (ADB)^۱، بانک جهانی و اهداکنندگان دوجانبه^۲ با هدف بهبود چترهای ایمنی اجتماعی و ارائه کمک به بخش‌ها و فعالیت‌های مختلف تدوین شدند. اولین توافقنامه تایلد با صندوق بین‌المللی پول در آگوست سال ۱۹۹۷ امضا شد.^۳ اهداف و اقدامات انجام شده در کشور تایلد در برنامه صندوق بین‌المللی پول در جدول ۶ ارائه شده است.

جدول ۶. اهداف صندوق بین‌المللی پول در برنامه سیاستی تایلد و اقدامات انجام شده

اهداف	اقدامات
به‌کارگیری اهرم‌های مالی و پولی	ترکیبی از کاهش هزینه‌ها و افزایش مالیات‌ها (عمدتاً در نرخ مالیات بر ارزش‌افزوده از ۷ درصد به ۱۰ درصد) جهت دستیابی به بودجه متوازن. اتخاذ سیاست‌های پولی انقباضی و افزایش نرخ‌های بهره.
بازگرداندن ثبات به بازارهای مالی	تشدید الزامات گزارش‌دهی وام‌های معوق. اقدامات مرتبط با تشویق تجدید سرمایه بانک‌ها و شرکت‌های مالی تا سطوح محافظه‌کارانه قابل قبول. در نهایت، هیچ‌یک از این تعهدات و سایر تعهدات مربوط به چارچوب قانونی برای سرمایه‌گذاری و بخش مالی به‌درستی تأمین نشد.

مأخذ: همان، (آذرماه ۱۳۹۳).

۵-۲-۱. جمع‌بندی تجربیات کشورهای منتخب

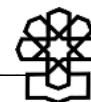
دلایل بروز بحران ارزی در کشورهای منتخب و راهکارهای برون‌رفت از آن را می‌توان در قالب جدول ۷ نشان داد.

1. Asian Development Bank
2. Bilateral Donors

۳. حیدری و عریانی (آذرماه ۱۳۹۳)

جدول ۷. جمع‌بندی تجربه کشورها

کشور	سال وقوع	دلایل وقوع بحران	راه‌های مقابله
ترکیه	۲۰۰۰-۲۰۰۱	<ul style="list-style-type: none"> - ضعف بنیان‌های کلان اقتصادی: بالا بودن نسبت بدهی عمومی به تولید ناخالص ملی، کسری حساب جاری و تورم، تقویت ارزش لیر. - حاکمیت نظام ارزی ثابت یا تقریباً ثابت. - از بین رفتن اعتماد سرمایه‌گذاران. - وجود عدم تطابق‌های ارزی. 	<ul style="list-style-type: none"> - برخورداری از کمک‌های نهادهای بین‌المللی و اجرای برنامه صندوق بین‌المللی پول. - اتخاذ سیاست‌های مالی (تغییر ساختار مالیاتی دولت، کاهش هزینه‌های کارکنان و سایر هزینه‌های عمومی، مدیریت بدهی بخش دولتی) - اعمال سیاست‌های پولی (ایجاد تطابق میان سیاست پولی و نظام ارزی شناور، افزایش پایه پولی مطابق با رشد اقتصادی، هدفگذاری رشد خالص ذخایر خارجی و داخلی بانک مرکزی، اتخاذ چارچوب سیاست‌گذاری هدفگذاری تورمی ضمنی. - اصلاحات بخش بانکی: ۱. تجدید ساختار مالی و عملیاتی بانک‌های دولتی، ۲. تعیین تکلیف بانک‌های زیرمجموعه صندوق بیمه سپرده‌های پس‌انداز مواجهه با مشکل، ۳. کمک به اصلاح و تقویت ساختار بانک‌های خصوصی آسیب‌دیده از بحران، ۴. تقویت نظارت بر بخش بانکی.
کره جنوبی	۱۹۹۷	<ul style="list-style-type: none"> - ضعف بنیان‌های کلان اقتصادی: افزایش تورم، تقویت ارزش وون. ورود بیش از حد سرمایه به کشور جهت تأمین مالی کسری حساب جاری. - سیاست‌های نادرست دولت در خصوص افزایش سریع تعداد مؤسسات مالی تحت مالکیت چیبول‌ها (شرکت‌های بزرگ کره‌ای). - وجود عدم تطابق‌های سررسید و ارزی. - تغییرات دلار آمریکا و سهم بالای آن در تعیین ارزش وون. - از بین رفتن اعتماد سرمایه‌گذاران به دلیل ورشکستگی شرکت‌های بزرگ. - بروز برخی تحولات داخلی و بین‌المللی. 	<ul style="list-style-type: none"> - برخورداری از کمک‌های نهادهای بین‌المللی و اجرای برنامه صندوق بین‌المللی پول. این برنامه در دو بخش تعدیل کلان اقتصادی (تحکیم موضع مالی و افزایش سریع نرخ‌های بهره) و اصلاحات ساختاری (آزادسازی حساب سرمایه، آزادسازی تجاری، تجدیدساختار در شرکت‌ها و تجدید ساختار مالی). - برنامه صندوق بین‌المللی پول در عمل موفقیت‌چندانی به‌همراه نداشت.
مکزیک	۱۹۸۲ و ۱۹۹۴	<ul style="list-style-type: none"> - میخکوب کردن پزو به دلار آمریکا (و افزایش نرخ ارز واقعی با توجه به بالاتر بودن تورم مکزیک نسبت به آمریکا و نرخ ارز اسمی ثابت مکزیک). - کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران / وام‌دهندگان 	<ul style="list-style-type: none"> - بهره‌مندی از کمک‌های نهادهای بین‌المللی (صندوق بین‌المللی پول، بانک تسویه بین‌المللی، بانک جهانی و بانک توسعه اسلامی) و دولت آمریکا. - اتخاذ سیاست‌های پولی شدیداً انقباضی



کشور	سال وقوع	دلایل وقوع بحران	راه‌های مقابله
		بین‌المللی. - کمبود نقدینگی شدید دلاری در نظام بانکداری مکزیکی.	(افزایش نرخ بهره) که موفق عمل نکرد. - اتخاذ سیاست ارزی (شناورسازی سریع نرخ ارز). - سیاست مالی (افزایش نرخ مالیات بر ارزش افزوده، افزایش قیمت‌ها و تعرفه‌های کالاها و خدمات بخش عمومی، کاهش مخارج بخش عمومی). - تدوین برنامه نجات مکزیکی مشتمل بر حداقل‌سازی اثرات تورمی ناشی از کاهش ارزش پول، تداوم اصلاحات ساختاری، احیای اعتماد از دست رفته سرمایه‌گذاران در کوتاه‌مدت و شناورسازی نظام ارزی. - گسترش برنامه‌های آموزشی، پرداخت یارانه به تولیدات اساسی، گسترش پوشش بیمه‌های تأمین اجتماعی، تدوین برنامه‌های اشتغالزایی موقت.
تایلند	۱۹۹۷	- حاکمیت نظام ارزی ثابت و عدم تعدیل نرخ ارز متناسب با شرایط اقتصاد. - ناتوانی شرکت‌ها در بازپرداخت استقراض‌های خود از بازارهای بین‌المللی. - ضعف بنیان‌های کلان اقتصادی (پایین بودن رشد اقتصادی، صادرات و سرمایه‌گذاری به دلیل تقویت ارزش پول واقعی؛ وجود کسری‌های بالا در حساب جاری؛ بالا بودن نرخ‌های بهره و تورم؛ کاهش سرمایه‌گذاری و گسترش بیش از حد اعتبار در بخش املاک و مستغلات؛ مشکلات مرتبط با نقل و انتقال وام‌های بانکی بین‌المللی). - ضعف بنیان‌های خرد اقتصادی (افزایش بدهی بخش شرکتی و تمرکز سهام شرکت‌های بزرگ غیرمالی در تعداد محدودی از سهامداران).	- بهره‌مندی از کمک صندوق بین‌المللی پول و اجرای برنامه این نهاد برپایه دو محور مدیریت نرخ ارز و بازگرداندن ثابت به بازار مالی. مهمترین اقدامات سیاستی دولت تایلند همراستا با اهداف صندوق بین‌المللی پول به صورت: - کاهش هزینه‌ها و افزایش نرخ مالیات بر ارزش افزوده. - اتخاذ سیاست‌های پولی انقباضی و افزایش نرخ بهره. - تشویق تجدید سرمایه بانکها و شرکت‌های مالی. برنامه صندوق بین‌المللی پول در عمل موفقیت چندانی به همراه نداشت.

نگاهی به جدول ۷ نشان می‌دهد که تمامی کشورهای مورد بررسی جهت برون‌رفت از بحران ارزی ایجاد شده از کمک‌های نهادهای بین‌المللی بهره‌مند بوده‌اند. در تایلند و کره جنوبی برنامه‌های تدوین شده توسط صندوق بین‌المللی پول به مرحله اجرا درآمده است که در هیچ‌یک از آنها موفقیت چندانی به دست نیامده است. علاوه بر این در تمامی کشورها، ترکیبی از سیاست‌های پولی، مالی و

ارزی متناسب با شرایط حاکم بر اقتصاد کشور در زمان بروز بحران تدوین شده است و از نظام ارزی ثابت (یا تقریباً ثابت) و میخکوب (مورد مکزیک) به سمت نظام ارزی شناور روی آورده‌اند.

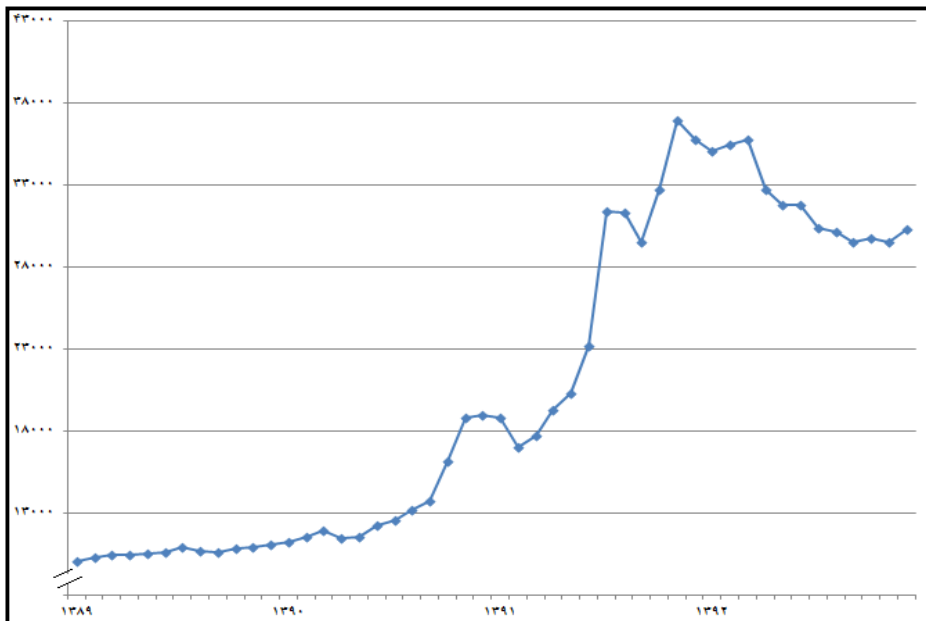
۲. نوسان ارزی در ایران

همان‌طور که در بخش مقدمه بیان شد، در این بخش به دلیل اختلاف نظرهایی که درباره تعریف بحران ارزی یا تلاطم ارزی برای نوسانات سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۲ وجود دارد، در اکثر بخش‌ها به جای واژه بحران از نوسان یا تلاطم ارزی استفاده شده است. بازار ارز در ایران از ماه‌های پایانی سال ۱۳۸۹ به تدریج به سمت تلاطم و بی‌ثباتی حرکت کرد. در واقع سال‌های ۱۳۹۰-۱۳۹۲ را باید سال‌های تلاطم ارزی در ایران دانست (نمودار ۱).

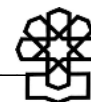
طبق نمودار، نرخ ارز در بازار غیررسمی در سال ۱۳۸۹ نسبت به سال قبل ۶/۲ درصد افزایش یافت. این افزایش در سال‌های ۱۳۹۰-۱۳۹۲ به ترتیب به ۲۸، ۹۲ و ۲۲ درصد رسید که به‌ویژه در سال ۱۳۹۱ بی‌سابقه است.

اکنون، این سؤال مطرح می‌شود که چه عواملی در تلاطم ارزی در بازار ارز ایران سهیم بوده‌اند و نقش هر یک از آنها به چه میزان بوده است؟

نمودار ۱. روند نرخ دلار بر حسب ریال در بازار غیررسمی ارز تهران



مأخذ: بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.



در پاسخ به این سؤال، عوامل مؤثر در ایجاد تلاطم در بازار ارز را می‌توان به دو دسته طبقه‌بندی کرد:

۱. تضعیف متغیرهای بنیادی اقتصاد ایران در سال‌های پیش از وقوع بحران و عدم اصلاح نرخ ارز متناسب با آن.

۲. نقش تکانه‌های خارجی (تحریم‌های اقتصادی) و انتظارات سفته‌بازان در بازار ارز. ضمن آنکه سیاست‌ها و اقدامات دولت و میزان توانایی آن در کنترل بی‌ثباتی در بازار ارز نیز نقش بسزایی داشته است. در ادامه نقش هر یک از این عوامل در بروز بحران ارزی تبیین و نقش سیاست‌های دولت در کنترل بحران تحلیل می‌شود.

۲-۱. نقش متغیرهای اقتصادی

طبق نظریه‌های اقتصادی، تضعیف متغیرهای بنیادی اقتصادی^۱ و عدم اصلاح نرخ ارز متناسب با آن، نقش اساسی در شکل‌گیری بحران ارزی دارد. به نظر می‌رسد که چنین وضعیتی از سال‌های پایانی دهه ۱۳۸۰ در اقتصاد ایران ایجاد شده است که به دلیل انباشت عدم تعادل میان نرخ ارزی که اقتصاد را به تعادل می‌رساند و نرخ ارز رایج در بازار بوده است. قبل از بررسی روند متغیرهای اساسی تعیین‌کننده نرخ‌های ارز در سال‌های گذشته در ایران، به‌طور اجمالی عوامل تعیین‌کننده نرخ‌های ارز را مطابق با نظریات اقتصادی بیان می‌کنیم.

نظریه‌های تعیین نرخ ارز در سه دسته قابل طبقه‌بندی است.^۲ دسته اول مدل‌های تعادل جزئی^۳ می‌باشند که مشتمل بر موارد زیر است:

– برابری قدرت خرید نسبی^۴ و برابری قدرت خرید مطلق^۵ (که تنها بازار کالا را در نظر می‌گیرد).

– برابری نرخ بهره کامل^۶ و برابری نرخ بهره ناقص^۷ (که تنها بازار دارایی‌ها را در نظر می‌گیرد).

– مدل تعادل بیرونی^۸ (که نرخ ارز تنها از طریق تراز پرداخت‌ها تعیین می‌شود).

1. Economic Fundamentals

۲. برای مطالعه دقیق‌تر عوامل تعیین‌کننده نرخ ارز می‌توان به کتب مختلف در این زمینه اشاره نمود از جمله: -Stein, L. Jerome, Reynolds, P. Allen and Associates; "Fundamental Determinants of Exchange Rates", Oxford University Press, 1995.

همچنین پیشنهاد می‌شود به فصل اول از طرح زیر رجوع نمایید:

حیدری، حسن، احمد تشکینی، رضوان آقامیرزایی و بهروز دینی «تحولات بازار ارز و پیش‌بینی نرخ دلار (در برابر ریال) در سناریوهای مختلف با رویکرد بررسی آثار احتمالی بر تولید و تجارت»، مؤسسه مطالعات و پژوهش‌های بازرگانی، ۱۳۹۱، شماره ثبت ۲۶۹۱.

3. Partial equilibrium models

4. Relative Purchasing Power Parity (RPPP)

5. Absolute Purchasing Power Parity (APPP)

6. Covered interest rate parity (CIRP)

7. Uncovered interest rate parity (UCIRP)

8. External equilibrium models

دسته دوم مدل‌های تعادل عمومی^۱ می‌باشند که مشتمل بر موارد زیر است:

- مدل ماندل-فلمینگ^۲ (که تعادل بازار کالا، بازار پول و تراز پرداخت‌ها را در نظر می‌گیرد، اما فاقد پایه‌های خرد^۳ است).

- مدل بالاسا-ساموئلسون^۴ (که بر حداکثرسازی سود بنگاه‌ها استوار است).

- مدل رداکس^۵ که توسط آبستفلد و رگف^۶ بسط داده شد.

- مدل قیمتگذاری بازار^۷ (که بر حداکثرسازی مطلوبیت مصرف‌کننده استوار است).

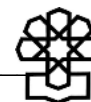
دسته سوم نیز مدل‌های عدم تعادل یا پیوندی^۸ می‌باشند که شامل مورد زیر است:

- مدل دورنبوش^۹ یا ماندل - فلمینگ - دورنبوش^{۱۰} (که از ترکیب تعادل پولی با تعدیل قیمت و تعدیل تولید به سمت تعادل بلندمدت حاصل می‌شود). این مدل را مدل پیوندی تعادل پولی با PPP یا UCIPR نیز می‌نامند.

آنچه در مجموع از بررسی مدل‌های مختلف تعیین نرخ ارز می‌توان استنباط کرد این است که هر آنچه باعث تقویت متغیرهای بنیادی یک اقتصاد شود، مانند افزایش تولید، سرمایه‌گذاری و بهره‌وری در نهایت موجب افزایش تقاضا برای پول ملی شده و ارزش پول ملی آن کشور را افزایش می‌دهد. برعکس عواملی مانند افزایش نرخ تورم، افزایش کسری بودجه، افزایش کسری تجاری و کاهش رشد اقتصادی و کاهش سرمایه‌گذاری سبب کاهش تقاضا برای پول ملی و افزایش نسبی تقاضا برای سایر پول‌ها می‌شود که در نهایت تضعیف ارزش پول ملی را سبب می‌شود. علاوه بر آن، اختلاف در نرخ بهره داخلی با نرخ بهره خارجی نیز باعث تغییر در ارزش پول ملی می‌شود. مثلاً، کاهش نرخ بهره داخلی در شرایطی که نرخ‌های بهره خارجی ثابت است، باعث می‌شود تا تقاضا برای پول خارجی افزایش یابد و ارزش پول ملی کم شود.

در سال‌های ۱۳۹۰-۱۳۹۲ با بروز تکانه‌های سیاسی و نیز تکانه‌های اقتصادی مانند افزایش قیمت‌های انرژی (هدفمندی یارانه‌ها)، بازار ارز از ثبات خارج شده است. به‌منظور درک بهتر مطلب، در ادامه مهمترین شاخص‌های اقتصادی تعیین‌کننده پیش از وقوع بحران ارزی بررسی خواهند شد.

-
1. *General Equilibrium Model*
 2. *Mundell-Fleming Model*
 3. *Micro-foundations*
 4. *Blassa-Samuelson Model*
 5. *Redux Model*
 6. *Obestfeld and Rogoff*
 7. *Pricing to Market (PTM)*
 8. *Disequilibrium or Hybrid models*
 9. *Dornbusch Model*
 10. *Mundell-Fleming- Dornbusch model*



۱-۲. شرایط تورمی در اقتصاد ایران و عدم اصلاح نرخ ارز متناسب با تورم

به استناد نظریه‌های تعیین‌کننده نرخ ارز، افزایش نرخ تورم داخلی در مقایسه با نرخ تورم خارجی از جمله عواملی است که می‌تواند نرخ‌های ارز اسمی را تغییر دهد.^۱ طی دوره ۱۳۷۹-۱۳۸۹ (دوره ثبات نسبی نرخ ارز و پیش از بروز بحران ارزی)، شاخص قیمت‌ها در اقتصاد ایران ۳۰۵ درصد رشد کرده است (تقریباً ۴ برابر شده است)؛ این در حالی است که رشد اسمی دلار تنها حدود ۲۹ درصد بوده است.

جدول ۸. عدم افزایش نرخ ارز متناسب با تورم داخلی در دوره پیش از وقوع بحران ارزی (۱۳۷۹-۱۳۸۹)

(درصد)

متوسط رشد سالیانه نرخ دلار	کل افزایش در نرخ دلار	متوسط نرخ تورم سالیانه	کل افزایش در شاخص قیمت مصرف‌کننده
۳	۲۹	۱۵	۳۰۵

مأخذ: محاسبات براساس اطلاعات شاخص قیمت مصرف‌کننده و نرخ ارز اسمی بازار آزاد منتشره از بانک مرکزی.^۲

مقایسه ارقام ۲۹ درصد (رشد نرخ ارز) و ۳۰۵ درصد (رشد قیمت‌ها) مبین فشار تدریجی بر بازار ارز می‌باشد (جدول ۸). شایان ذکر است در تمام دوره مورد نظر شاخص قیمت در آمریکا (به‌عنوان نماینده تورم جهانی) تنها ۳۰/۹ درصد رشد کرده است^۳ که در مقایسه با رشد ۳۰۵ درصدی شاخص قیمت‌ها در ایران بسیار پایین است. همچنین متوسط نرخ تورم آمریکا طی دوره مذکور تنها ۲/۵ درصد در سال بوده است که در مقایسه با رقم ۱۵ درصدی متوسط تورم سالیانه در ایران طی این دوره ناچیز است. مقایسه نرخ تورم در برخی اقتصادها در سال‌های گذشته نشان‌دهنده بالاتر بودن نسبی نرخ تورم در ایران نسبت به تورم جهانی است (جدول ۹). بین سال‌های ۱۹۹۹-۲۰۱۳ (معادل ۱۳۷۸-۱۳۹۲) مشتمل بر سال‌های پیش از یکسان‌سازی نرخ‌های ارز در اوایل دهه ۱۳۸۰ تا سال‌های بروز بحران ارزی اخیر، نرخ تورم جهانی تنها ۸/۲ درصد بوده است. این امر ضرورت هدایت سیاست‌های دولت‌ها در ایران به سمت کنترل نرخ تورم را یادآور می‌شود.

۱. البته باید اشاره کرد چنانچه رشد حجم پول درونزا باشد، یعنی ناشی از افزایش حجم فعالیت‌های اقتصادی و تقاضای پول باشد، در این صورت تورم شکل نمی‌گیرد، با این حال رشد تقاضای پول به میزان رشد فعالیت‌های اقتصادی ارتباط دارد و نمی‌توان رشدهای دو رقمی حجم پول و نقدینگی را تماماً به رشد تقاضای آن نسبت داد.

۲. اگر متوسط قیمت کالاها در سال ۱۳۷۹ معادل ۱۰۰ واحد بوده باشد، در سال ۱۳۸۹ به ۴۰۵ واحد رسیده است (۳۰۵ واحد افزایش در قیمت‌ها در کل دوره). در مقابل، متوسط نرخ دلار در مقابل ریال از ۸۱۸۸ ریال در سال ۱۳۷۹ به ۱۰۵۶۰ ریال در سال ۱۳۸۹ رسیده است که بیانگر افزایش ۲۹ درصدی طی یک دوره ۱۰ ساله می‌باشد. این محاسبات بر مبنای شاخص قیمت مصرف‌کننده بانک مرکزی به سال پایه ۱۳۷۶ و نرخ ارز اسمی در بازار آزاد صورت گرفته است که از طریق بانک اطلاعات سری‌های زمانی بانک مرکزی قابل دریافت هستند.

۳. محاسبات تورم آمریکا طی دوره ۲۰۰۰-۲۰۱۰ براساس آمار منتشره توسط صندوق بین‌المللی پول صورت گرفته است.

جدول ۹. متوسط نرخ تورم سالیانه کشورهای منتخب طی دوره ۱۹۹۹-۲۰۱۳ (درصد)

نام کشور	آمریکا	انگلستان	عربستان سعودی	برزیل	متوسط نرخ تورم جهانی
متوسط نرخ تورم سالیانه	۲/۴	۲/۲	۲/۵	۶/۵	۸/۲

مأخذ: محاسبات تحقیق برگرفته از <http://data.worldbank.org>

۲-۱-۲. روند رشد حجم پول و سیاست‌های پولی

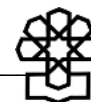
رشد حجم پول با ایجاد مازاد تقاضا به افزایش قیمت‌ها و تقاضا برای ارز (به‌عنوان دارایی رقیب) منتهی می‌شود. مروری بر شرایط پولی حاکم بر اقتصاد ایران طی دوره زمانی ۱۳۷۹-۱۳۸۹ مبین رشد بالای ارقام پولی در ایران می‌باشد (جدول ۱۰).

جدول ۱۰. رشد ارقام پولی طی دوره ۱۳۷۸-۱۳۷۹

سال	پایه پولی (میلیارد ریال)	رشد پایه پولی (درصد)	پول (میلیارد ریال)	رشد حجم پول (درصد)	نقدینگی (میلیارد ریال)	رشد نقدینگی (درصد)
۱۳۷۹	۸۴۳۹۸/۱	۱۷/۵	۱۱۴۴۲۰/۵	۳۱/۹	۲۴۹۱۱۰/۷	۲۹/۳
۱۳۸۰	۹۷۱۸۴/۸	۱۵/۲	۱۴۲۹۵۶/۷	۲۴/۹	۳۲۰۹۵۷/۲	۲۸/۸
۱۳۸۱	۱۱۹۶۱۵/۹	۲۳/۱	۱۸۲۶۵۲/۷	۲۷/۸	۴۱۷۵۲۴	۳۰/۱
۱۳۸۲	۱۲۸۷۱۰/۹	۷/۶	۲۱۷۳۵۶/۸	۱۹	۵۲۶۵۹۶/۴	۲۶/۱
۱۳۸۳	۱۵۱۲۰۰	۱۷/۵	۲۵۲۸۱۵/۱	۱۶/۳	۶۸۵۸۶۷/۲	۳۰/۲
۱۳۸۴	۲۲۰۵۴۱/۴	۴۵/۸	۳۱۷۹۱۹/۴	۲۵/۷	۹۲۱۰۱۹/۴	۳۴/۳
۱۳۸۵	۲۷۹۹۷۵/۱	۲۶/۹	۴۱۴۵۴۴/۹	۳۰/۴	۱۲۸۴۱۹۹	۳۹/۴
۱۳۸۶	۳۶۵۴۹۹	۳۰/۵	۵۳۵۷۰۷/۳	۲۹/۲	۱۶۴۰۲۹۳	۲۷/۷
۱۳۸۷	۵۳۹۴۰۵/۹	۴۷/۶	۵۲۵۴۸۲/۵	-۱/۹	۱۹۰۱۳۶۶	۱۵/۹
۱۳۸۸	۶۰۳۷۸۴/۲	۱۱/۹	۶۰۱۶۹۷	۱۴/۵	۲۳۵۵۸۸۹	۲۳/۹
۱۳۸۹	۶۸۶۳۹۸/۱	۱۳/۷	۷۵۸۷۱۶/۶	۲۶/۱	۲۹۴۸۸۷۴/۲	۲۵/۲
کل دوره	درصد افزایش	متوسط رشد (درصد)	درصد افزایش	متوسط رشد (درصد)	درصد افزایش	متوسط رشد (درصد)
	۶۴۰	۲۳/۴	۵۶۳	۲۴/۶	۱۰۸۴	۲۸/۳

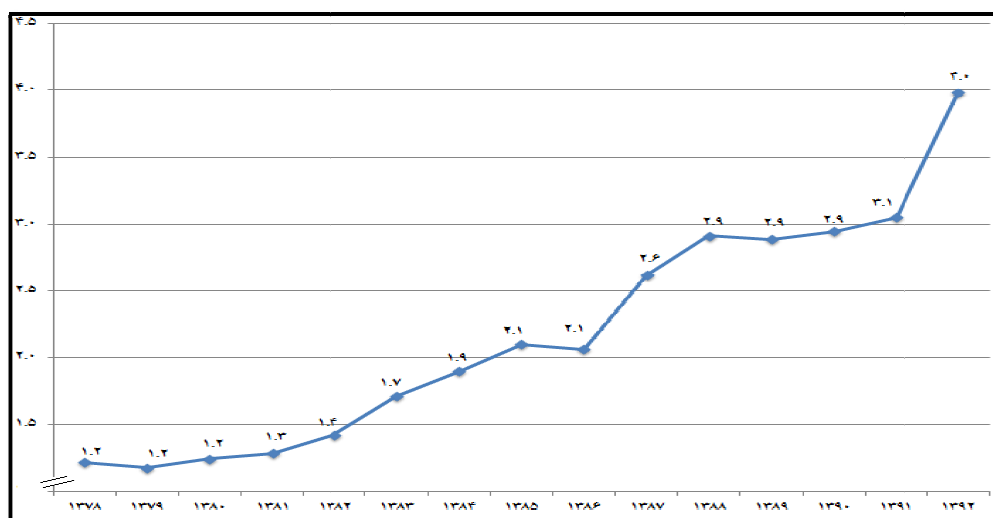
مأخذ: محاسبات براساس آمارهای رسمی پولی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

طبق جدول، متوسط رشد سالیانه نقدینگی در دوره مورد بررسی ۲۸/۳ درصد بوده است. به دیگر بیان، میزان نقدینگی در کل دوره مذکور بیش از ۱۰۸۴ درصد رشد کرده است. در همین دوره، متوسط سالیانه رشد حجم پول ۲۴/۶ درصد بوده است. رشد پایه پولی نیز تقریباً آهنگی مشابه با رشد حجم پول را تجربه کرده است. در واقع، میزان حجم پول و پایه پولی به ترتیب تقریباً ۶/۶ برابر و ۸/۱ برابر شده است. در مجموع می‌توان گفت رشد نقدینگی بیش از پایه پولی و حجم پول بوده است که



علت آن را می‌توان به عواملی همچون توسعه بخش بانکی و حضور بانک‌های غیردولتی در عرصه اقتصاد نسبت داد. در این دوره، به‌واسطه افزایش تعداد بانک‌های غیردولتی و ایجاد درجه‌ای از رقابت میان بانک‌ها برای جذب سپرده، نسبت شبه‌پول (سپرده‌های غیردیداری) به پول رشد افزایشی داشته و فزونی یافته است که افزایش رشد نقدینگی نسبت به پایه پولی و حجم پول را به‌همراه داشته است (نمودار ۲).

نمودار ۲. نسبت شبه‌پول (سپرده‌های غیردیداری) به پول طی دوره ۱۳۷۸-۱۳۹۲



مأخذ: محاسبات براساس آمار نماگرهای بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران در سال‌های مختلف.

مقایسه رشد ارقام پولی در ایران با برخی از کشورهای منتخب مؤید بالاتر بودن رشد ارقام پولی در ایران می‌باشد (جدول ۱۱).

جدول ۱۱. تغییرات حجم پول در کشورهای منتخب طی دوره ۱۹۹۹-۲۰۰۹ (درصد)

نام کشور	آمریکا	برزیل	کره جنوبی	مکزیک
درصد افزایش انتهای دوره نسبت به ابتدای دوره	۵۰	۲۹۵	۱۲۸/۱	۲۲۹/۵
متوسط نرخ رشد سالیانه	۴/۲	۱۵/۲	۹/۱	۱۲/۷

Source: <http://www.imf.org/external/data.htm>

بی‌تردید، بالاتر بودن رشد حجم پول در ایران نسبت به کشورهای صنعتی و کشورهای مشابه یکی از عوامل زمینه‌ساز افزایش قابل توجه نرخ‌های ارز طی یک دوره دوساله بوده است. در واقع افزایش انباشتی حجم پول در نهایت سبب افزایش تقاضا در سایر بازارها، از جمله بازار ارز شده است که آثار آن در سال‌های ۱۳۸۹ و ۱۳۹۰ نمود پیدا کرده است.

۳-۱-۲. وضعیت کسری تراز تجارت خارجی

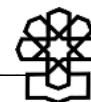
وضعیت تجارت خارجی کشور یکی از عوامل اثرگذار بر بازار ارز (کوتاه‌مدت و بلندمدت) است. با بروز کسری (یا مازاد) تجارت خارجی در کوتاه‌مدت، امکان حفظ بازار ارز بدون تغییر وجود دارد؛ حال آنکه، در بلندمدت نرخ‌های ارز باید به گونه‌ای تعدیل شوند که کسری یا مازاد تجاری از بین رفته و یا به آستانه قابل تحملی برای اقتصاد برسند. در تحلیل تراز تجارت خارجی در ایران توجه به نقش نفت بسیار مهم است. از این رو، برای ترسیم تصویر واقع‌گرایانه از بخش تجارت خارجی در ایران، وضعیت نماگرهای تجارت خارجی در دو حالت با احتساب نفت و بدون لحاظ نفت تحلیل می‌شود. نمای کلی تراز تجاری ایران همراه با نفت در دوره زمانی ۱۳۷۸-۱۳۹۲ در جدول ۱۲ ارائه شده است.

جدول ۱۲. نمای کلی بخش خارجی در اقتصاد ایران طی دوره ۱۳۷۸-۱۳۹۲ (میلیون دلار)

سال	تراز حساب جاری	تراز بازرگانی	تراز خدمات
۱۳۷۸	۶۵۸۹	۷۵۹۷	-۱۵۳۳
۱۳۷۹	۱۲۶۳۴	۱۳۳۷۵	-۱۳۵۱
۱۳۸۰	۵۲۵۶	۵۵۷۸	-۱۱۴۴
۱۳۸۱	۳۷۳۱	۴۴۰۰	-۱۸۶۵
۱۳۸۲	۲۰۵۹	۴۹۹۳	-۴۱۶۰
۱۳۸۳	۳۹۸۹	۷۷۶۴	-۴۸۱۲
۱۳۸۴	۱۴۰۳۷	۱۹۰۴۳	-۵۸۹۴
۱۳۸۵	۲۰۶۵۰	۲۶۲۴۵	-۶۲۷۲
۱۳۸۶	۳۴۰۸۱	۴۰۸۱۹	-۷۱۹۹
۱۳۸۷	۲۳۹۸۷	۳۲۰۳۹	-۸۸۳۷
۱۳۸۸	۱۰۲۸۲	۲۰۹۶۳	-۱۱۰۷۸
۱۳۸۹	۲۵۲۷۶	۳۵۲۷۴	-۱۰۳۱۱
۱۳۹۰	۵۹۳۸۳	۶۷۰۶۹	-۸۴۳۲
۱۳۹۱	۲۶۲۷۱	۳۰۹۷۵	-۶۲۹۳
۱۳۹۲	۲۷۹۶۵	۳۲۹۶۸	-۶۶۹۱

مأخذ: نماگرهای بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

یکی از عواملی که باعث شد تا دولت‌ها بتوانند نرخ ارز را ثابت نگه دارند، مازاد تجاری اقتصاد ایران (با احتساب درآمدهای نفتی) بوده است. در سال‌های مورد بررسی تراز حساب جاری (مجموع تراز بازرگانی و تراز خدمات) همواره مثبت بوده است. به دیگر بیان، همواره مجموع صادرات ایران (صادرات کالاهای نفتی و غیرنفتی و خدمات) بیش از مجموع واردات کالا و خرید خدمات بوده است. تراز بازرگانی نیز که تنها موازنه صادرات و واردات کالایی را دربرمی‌گیرد همواره مثبت بوده است، اما تراز خدمات همواره منفی بوده است. با این حال، به دلیل اثرگذاری بالای نوسان‌های قیمت و درآمد نفت بر بخش تجارت خارجی ایران، تصویر



واضح‌تر این بخش با تحلیل صادرات به تفکیک صادرات نفت و گاز و صادرات غیرنفتی به‌دست خواهد آمد. به استناد آمارهای بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، طی سال‌های ۱۳۷۸-۱۳۹۲، متوسط سهم صادرات نفت و فرآورده‌های نفتی در کل صادرات ایران ۸۰/۶ درصد بوده است (جدول ۱۳).

جدول ۱۳. سهم نفت در کل صادرات ایران طی دوره ۱۳۷۸-۱۳۹۲ (درصد)

صادرات غیرنفتی	صادرات نفتی	سال
۱۸/۸	۸۱/۲	۱۳۷۸
۱۴/۷	۸۵/۳	۱۳۷۹
۱۹/۱	۸۰/۹	۱۳۸۰
۱۸/۷	۸۱/۳	۱۳۸۱
۱۹/۵	۸۰/۵	۱۳۸۲
۱۷/۲	۸۲/۸	۱۳۸۳
۱۶/۴	۸۳/۶	۱۳۸۴
۱۸/۵	۸۱/۵	۱۳۸۵
۱۳/۵	۸۶/۵	۱۳۸۶
۱۴/۵	۸۵/۵	۱۳۸۷
۲۰/۸	۷۹/۲	۱۳۸۸
۲۰/۰	۸۰/۰	۱۳۸۹
۱۸/۳	۸۱/۷	۱۳۹۰
۳۰/۵	۶۹/۵	۱۳۹۱
۳۰/۳	۶۹/۷	۱۳۹۲
۱۹/۴	۸۰/۶	متوسط

مأخذ: محاسبات تحقیق برگرفته از نماگرهای بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

برای درک بهتر مطلب، تراز بخش خارجی ایران با احتساب نفت و بدون نفت (صادرات غیرنفتی) طی دوره ۱۳۷۸-۱۳۹۲ در جدول ۱۴ ارائه شده است.

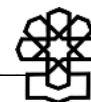
جدول ۱۴. مقایسه تراز بخش خارجی اقتصاد ایران با نفت و بدون نفت ۱۳۷۸-۱۳۹۲ (میلیارد دلار)

سال	حساب جاری	حساب کالا	صادرات نفتی	حساب جاری غیرنفتی	حساب کالای غیرنفتی
۱۳۷۸	۵/۰۸	۷/۴۴	۱۷/۹۸	-۱۲/۹۰	-۱۰/۵۴
۱۳۷۹	۹/۲۷	۱۲/۶۱	۲۴/۹۶	-۱۵/۶۸	-۱۲/۳۴
۱۳۸۰	۱/۷۳	۵/۰۲	۲۰/۱۵	-۱۸/۴۲	-۱۵/۱۳
۱۳۸۱	۱/۹۲	۵/۵۳	۲۳/۷۸	-۲۱/۸۷	-۱۸/۲۵
۱۳۸۲	-۰/۶۲	۳/۸۵	۲۸/۴۱	-۲۹/۰۳	-۲۴/۵۶
۱۳۸۳	-۰/۲۲	۵/۰۷	۳۷/۴۵	-۳۷/۶۶	-۳۲/۳۸
۱۳۸۴	۱۵/۳۹	۲۱/۱۴	۵۵/۷۹	-۴۰/۴۰	-۳۴/۶۵
۱۳۸۵	۲۰/۵۹	۲۶/۲۰	۶۴/۶۷	-۴۴/۰۸	-۳۸/۴۶
۱۳۸۶	۳۲/۵۹	۳۹/۴۳	۸۴/۵۱	-۵۱/۹۱	-۴۵/۰۸
۱۳۸۷	۲۲/۸۴	۳۱/۱۱	۸۶/۶۲	-۶۳/۷۸	-۵۵/۵۱
۱۳۸۸	۹/۴۸	۱۹/۰۸	۶۹/۹۶	-۶۰/۴۸	-۵۰/۸۸
۱۳۸۹	۲۷/۵۵	۳۷/۳۳	۹۰/۱۹	-۶۲/۶۴	-۵۲/۸۶
۱۳۹۰	۵۸/۵۱	۶۷/۷۸	۱۱۹/۱۵	-۶۰/۶۴	-۵۱/۳۷
۱۳۹۱	۲۳/۴۲	۲۸/۵۶	۶۸/۰۶	-۴۴/۶۳	-۳۹/۵۰
۱۳۹۲	۲۷/۹۰	۳۲/۹۰	۶۴/۷۰	-۳۶/۸۰	-۳۱/۸۰

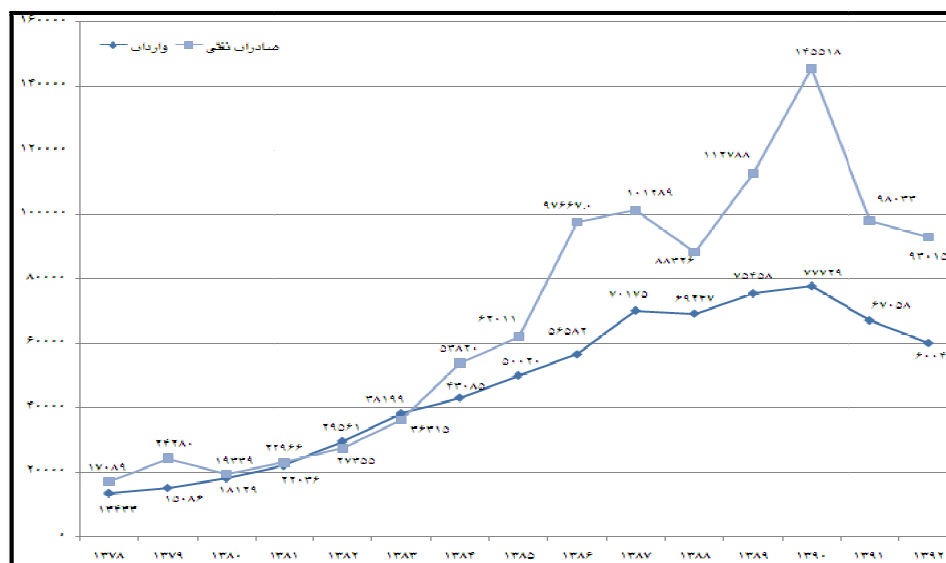
مأخذ: همان.

طبق جدول، طی دوره مورد بررسی بخش خارجی ایران بدون لحاظ درآمدهای نفتی همواره با کسری مواجه بوده است که طی زمان بر شدت آن نیز افزوده شده است. برای نمونه کسری حساب کالای غیرنفتی ایران در سال ۱۳۷۹ معادل ۱۲ میلیارد و ۳۴۰ میلیون دلار بوده است؛ حال آنکه، در سال ۱۳۸۹ این کسری با افزایش حدود ۴ برابری به رقمی معادل ۵۲ میلیارد و ۸۶۰ میلیون دلار رسیده است. در واقع در بخش غیرنفتی صادرات ایران به دلیل اینکه صادرات کالاهای صنعتی با کسری درآمدی و قیمتی بالا در آن سهم کمی دارند، نمی‌تواند با نوسان قیمت ارز و کاهش ارزش پول ملی به سرعت کسری مذکور را جبران کند.

ارقام مذکور مبین این واقعیت هستند که بخش عمده‌ای از واردات ایران از محل نفت تأمین مالی شده است، لذا تا زمانی که صادرات نفتی تداوم داشته باشد، کسری مزمن تراز بازرگانی بدون نفت در ایران می‌تواند برای بیش از یک دهه تداوم داشته باشد. در این ارتباط، نحوه همراهی واردات و صادرات نفت و گاز در ایران در سال‌های ۱۳۷۸-۱۳۹۲ در نمودار ۳ ترسیم شده است.



نمودار ۳. همراهی بین صادرات نفت و گاز و واردات در اقتصاد ایران (میلیون دلار)



مأخذ: نماگرهای بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

نمودار ۳ نیز مؤید همراهی واردات با صادرات نفت و گاز است. در واقع نمودار ۳ نشان می‌دهد که درآمدهای نفتی عمدتاً صرف واردات شده است و بنابراین وجود این درآمدها علی‌رغم کسری تجاری بدون نفت این امکان را به دولت‌ها داد که بتوانند نرخ ارز را ثابت نگه داشته و در عین حال از طریق واردات بخشی از فشار تورمی ناشی از رشد نامتناسب حجم پول را کنترل کنند. بنابراین، ادعای مذکور مبنی بر تأمین بخش عمده‌ای از واردات از محل صادرات نفت و گاز چندان غیرمنطقی و دور از ذهن نیست. به این ترتیب، هرگونه کاهش در درآمدهای نفتی در نتیجه نوسان قیمت نفت، کاهش ذخایر نفتی، کاهش میزان تولید و یا بروز اختلال در ورود دلارهای ناشی از فروش نفت (به دلایل سیاسی) می‌تواند مستقیماً آثار خود را بر بازار ارز نمایان کند. این موضوع در بخش بعدی در ارتباط با روند تحریم‌ها و انتظارات بازار مفصل‌تر بررسی خواهد شد.

تا اینجا می‌توان نتیجه گرفت که طی سال‌ها بخش غیرنفتی در اقتصاد ایران با کسری تجاری مزمن مواجه بوده است، بدین روی واردات در ایران متناسب با بخش نفتی نوسان می‌کند. در نتیجه بروز هرگونه تکانه به بازار نفت و یا جریان ورود درآمدهای نفتی به اقتصاد ایران، تکانه‌ای بر بازار ارز نیز وارد خواهد آمد.

۴-۱-۲. کسری بودجه دولت

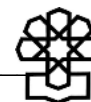
وضعیت مالی دولت به‌ویژه کسری بودجه آن از دیگر متغیرهای اثرگذار بر بازار ارز است. با توجه به اتکای اصلی بودجه دولت در ایران به درآمدهای حاصل از فروش نفت، طبیعتاً نوسان‌های بازار نفت در بودجه دولت نمایان خواهد شد. نگاهی به آمار کسری بودجه دولت با احتساب

نفت و بدون احتساب آن^۱ مبین روند صعودی این متغیر طی یک دهه پیش از بروز بحران ارزی (۱۳۷۹-۱۳۸۹) می‌باشد (نمودار ۴).

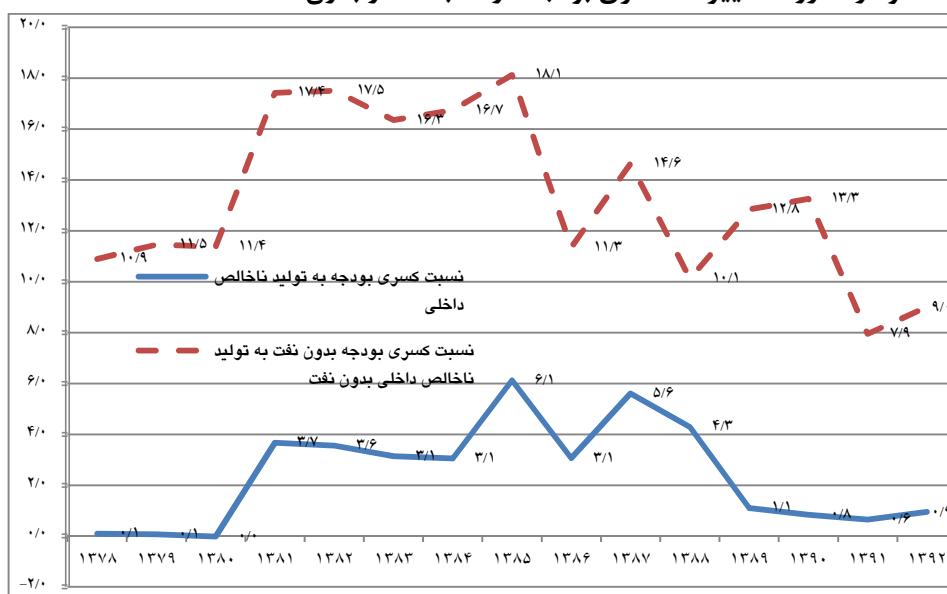
طبق نمودار ۴، روند صعودی مقادیر کسری بودجه دولت در سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ شتاب بیشتری یافته است که موید بزرگتر شدن عدم توازن مالی دولت در برخی از سال‌های پیش از بحران ارزی است. می‌توان افزایش هزینه‌های دولت پس از سال ۱۳۸۵ و کاهش همزمان درآمدهای نفتی طی سال‌های ۱۳۸۷ و ۱۳۸۸ ناشی از رکود اقتصاد جهانی را از اصلی‌ترین دلایل کسری بودجه دولت در این دو سال دانست. به هر ترتیب در سایر سال‌هایی که کسری بودجه دولت کاهش یافته است دلیل عمده آن افزایش درآمدهای نفتی بوده است تا اصلاح ساختارهای مالی دولت. لذا کسری بودجه مزمن در اقتصاد ایران یک مسئله اساسی است که به‌ویژه در دوران کاهش درآمدهای نفتی بروز شدیدتری می‌یابد.

نمودار ۴ نشان می‌دهد که بدون احتساب نفت، نسبت کسری بودجه بدون درآمدهای نفتی از تولید ناخالص داخلی بدون نفت بجز در سال‌های ۱۳۹۱ و ۱۳۹۲ که به‌دلیل تحریم‌های اقتصادی محدودیت‌هایی برای این درآمدها ایجاد شد، همواره بالاتر از ۱۰ درصد بوده است. به بیان دیگر، بین کسری بودجه با نفت و بدون نفت یک شکاف قابل توجه وجود دارد که توسط درآمدهای نفتی پر شده است. همان‌طور که نمودار نشان می‌دهد، در سال‌های ۱۳۸۹ و ۱۳۹۰ نسبت کسری بودجه بدون نفت روندی صعودی داشته و به حدود ۱۳ درصد تولید بدون نفت در اقتصاد ایران رسیده است. بنابراین طبیعی است که کاهش این درآمدها به‌دلیل تحریم در بودجه دولت اختلال ایجاد کند و باعث تضعیف ارزش پول ملی شود.

۱. داده‌های اسمی کسری بودجه از بانک اطلاعات سری زمانی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران استخراج شده است. نسبت کسری بودجه بدون نفت به تولید ناخالص داخلی بدون نفت با کسر کردن درآمدهای نفتی از بودجه و سپس تقسیم آن بر تولید ناخالص داخلی بدون نفت حاصل شده است.



نمودار ۴. روند تغییرات کسری بودجه دولت با نفت و بدون نفت ۱۳۷۸-۱۳۷۹



مأخذ: همان.

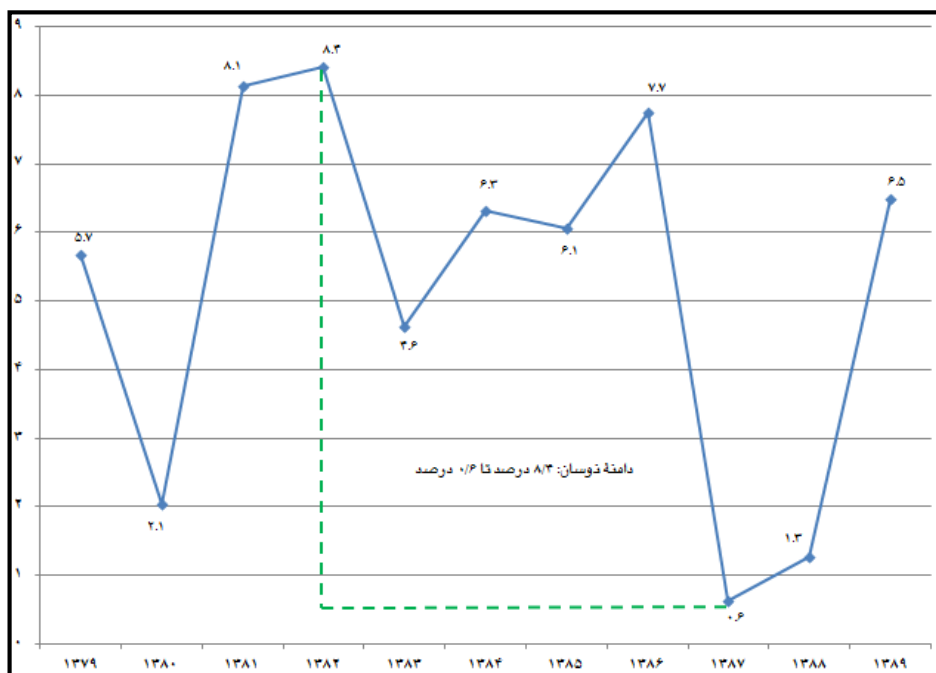
کسری بودجه دولت و به‌ویژه نحوه تأمین مالی آن زمینه‌ساز بروز مشکلاتی همچون افزایش تورم و کاهش دسترسی بخش غیردولتی به منابع مالی^۱ است که ماحصل آن کاهش رقابت‌پذیری در اقتصاد و کاهش ارزش پول ملی خواهد بود. براین اساس، افزایش کسری بودجه دولت طی سال‌های اخیر را باید از دیگر عوامل مؤثر بر کاهش ارزش پول ملی دانست. شایان ذکر است در اقتصاد ایران به‌دلیل وابستگی بودجه دولت به درآمدهای نفتی، نوسانات بازار نفت یا هرگونه اختلال در جریان ورود دلارهای نفتی به اقتصاد ایران می‌تواند مستقیماً از مسیر بودجه دولت بر بنیان‌های اقتصاد ایران اثرات منفی وارد کند و سبب کاهش ارزش پول ملی شود. این موضوع برخلاف کشورهای غیرنفتی است که در آنها کسری یا مازاد بودجه دولت‌ها بر مبنای شرایط اقتصاد داخلی و نیاز اقتصاد به رونق یا کاهش تورم و در قالب سیاست‌های اقتصادی شکل می‌گیرند.

۵-۱-۲. کاهش رشد تولید و سرمایه‌گذاری

یکی از پیامدهای رشد تولید و سرمایه‌گذاری افزایش ارزش پول ملی در بلندمدت است. رشد اقتصادی حاصل اجرای سیاست‌های مختلف است که در نهایت افزایش سرمایه‌گذاری داخلی و رشد توان تولید داخلی را به ارمغان خواهد آورد. بنابراین پشتوانه پول ملی تقویت شده و ارزش آن در مقابل سایر ارزها افزایش می‌یابد. نگاهی به روند رشد تولید ناخالص داخلی مبین روند نوسانی این متغیر طی زمان می‌باشد. میانگین رشد اقتصادی در دوره مورد بررسی ۵/۲ درصد بوده است. با این حال باید توجه داشت که در دوره مورد بررسی رشد اقتصادی ۸/۴ درصدی در سال ۱۳۸۲ و رشد اقتصادی ۰/۶

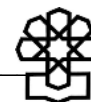
درصدی در سال ۱۳۸۷ نیز تجربه شده است که نشان از گستردگی دامنه نوسان رشد اقتصادی در این دوره و در نتیجه بی‌ثباتی شرایط اقتصاد کلان در ایران دارد (نمودار ۵).

نمودار ۵. روند رشد تولید ناخالص داخلی در دوره ۱۳۷۹-۱۳۸۹ (درصد)



مأخذ: همان.

طبق نمودار ۵، رشد اقتصادی از سال ۱۳۸۶ کاهش یافته است؛ به طوری که، در سال ۱۳۸۷ به پایین‌ترین نرخ خود در یک دهه گذشته (۰/۶ درصد) رسیده است. با این حال به‌رغم افزایش نرخ رشد اقتصادی طی سال‌های ۱۳۸۸ و ۱۳۸۹ متوسط نرخ رشد سه سال متوالی ۱۳۸۷-۱۳۸۹ تنها ۲/۸ درصد بوده است که از میانگین ۵/۲ درصدی کل این دوره پایین‌تر است. بنابراین سه سال اخیر را باید سال‌هایی با رشد اقتصادی اندک در نظر گرفت. بدین‌روی، یکی دیگر از دلایل کاهش ارزش ریال در مقابل سایر ارزهای معتبر جهانی را می‌توان به کاهش رشد اقتصادی طی سال‌های اخیر نسبت داد. درخصوص رشد سرمایه‌گذاری نیز، نگاهی به آمارهای رسمی نشان از روند کاهشی این متغیر طی سال‌های ۱۳۸۸-۱۳۹۰، دارد (جدول ۱۵).



جدول ۱۵. روند رشد سرمایه‌گذاری کل، سرمایه‌گذاری در ماشین‌آلات و ساختمان در دوره ۱۳۷۹-۱۳۹۱ (درصد)

سال	رشد تشکیل سرمایه ثابت ناخالص	رشد سرمایه‌گذاری در ماشین‌آلات	رشد سرمایه‌گذاری در ساختمان
۱۳۷۹	۸/۴	۱۱/۴	۶/۲
۱۳۸۰	۲۴/۶	۳۷/۷	۱۳/۸
۱۳۸۱	۶/۷	-۴/۶	۱۷/۹
۱۳۸۲	۶/۴	۱۰/۴	۳/۲
۱۳۸۳	۷/۹	۱۵/۶	۱/۳
۱۳۸۴	۴/۷	۲/۴	۶/۸
۱۳۸۵	-۱/۴	-۱/۶	-۱/۲
۱۳۸۶	۱۱/۱	۱/۵	۲۰/۲
۱۳۸۷	۱۱/۰	۷/۴	۱۳/۹
۱۳۸۸	۲/۹	۲/۶	۳/۲
۱۳۸۹	۳/۸	۸/۰	۰/۸
۱۳۹۰	۳/۵	۶/۶	۱/۰
۱۳۹۱	-۲۳/۸	-۳۵/۷	-۱۳/۸

مأخذ: محاسبات تحقیق برگرفته از نماگرهای بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

نکته قابل توجه آنکه روند کاهشی در سرمایه‌گذاری طی دوره ۱۳۸۸-۱۳۹۰ را نمی‌توان به تحریم‌های اقتصادی نسبت داد؛ چراکه عمده فشار تحریم‌های اقتصادی از سال ۱۳۹۰ آغاز شدند. رشد اندک سرمایه‌گذاری طی سال‌های ۱۳۸۸ و ۱۳۸۹ در مقابل رشد نسبتاً مناسب آن در سال ۱۳۸۷ نشان از انتظارات نامناسب سرمایه‌گذاران نسبت به سودآوری و چشم‌انداز کسب‌وکار در آن سال‌ها دارد. این روند نزولی در سال ۱۳۹۰ نیز ادامه یافت و در سال ۱۳۹۱ در سایه تشدید تحریم‌های اقتصادی و مشکلات مرتبط با آن، انواع سرمایه‌گذاری (اعم از ماشین‌آلات و ساختمان) به شدت کاهش یافت. گرچه، کاهش سرمایه‌گذاری در سال‌های ۱۳۹۰ و ۱۳۹۱ پیامد بحران ارزی و تحریم‌ها است، کاهش رشد سرمایه‌گذاری و رشد اقتصادی در سال‌های قبل، زمینه‌ساز بحران ارزی بوده است. بدین‌رو می‌توان گفت متغیرهای حقیقی همچون رشد تولید و رشد سرمایه‌گذاری در سال‌های قبل از بحران ارزی روند مناسبی نداشته‌اند که یکی از زمینه‌های کلان شکل‌گیری بحران ارزی در سال‌های ۱۳۹۰-۱۳۹۲ بوده است. به‌منظور انجام مقایسه، متوسط رشد سرمایه‌گذاری طی دوره‌های مختلف در جدول ۱۶ آورده شده است.

جدول ۱۶. متوسط رشد سرمایه‌گذاری طی دوره‌های مختلف (درصد)

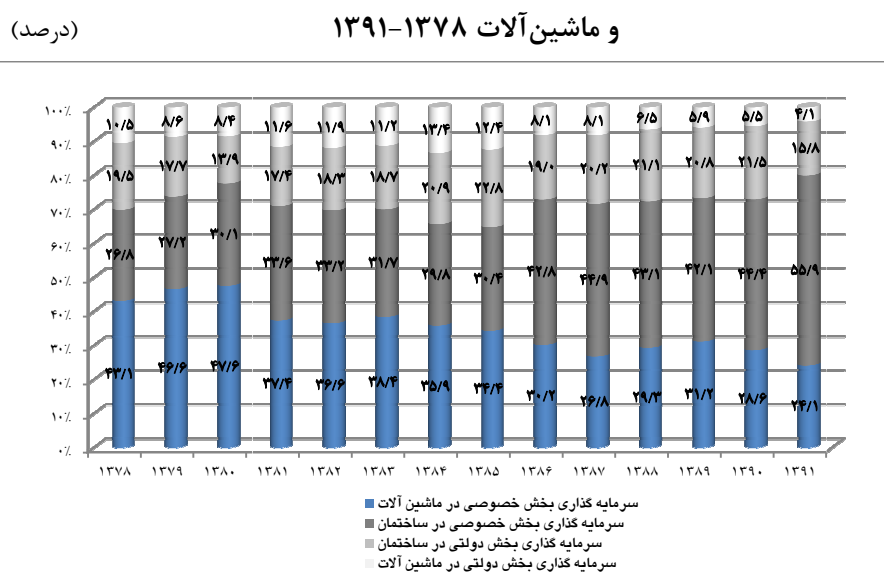
شرح	۱۳۸۹-۱۳۷۹	۱۳۸۳-۱۳۷۹	۱۳۸۹-۱۳۸۴
رشد تشکیل سرمایه ثابت ناخالص کل	۷/۸	۱۰/۸	۵/۴
رشد سرمایه‌گذاری در ماشین‌آلات	۸/۳	۱۴/۱	۳/۴
رشد سرمایه‌گذاری در ساختمان	۷/۸	۸/۵	۷/۳

مأخذ: همان.

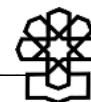
طبق جدول ۱۶، متوسط رشد انواع سرمایه‌گذاری در دوره ۱۳۸۴-۱۳۸۹ کمتر از دوره ۱۳۷۹-۱۳۸۳ بوده است، ضمن آنکه کاهش در رشد سرمایه‌گذاری در ماشین‌آلات بسیار شدیدتر از ساختمان بوده است. نظر به اهمیت رشد سرمایه‌گذاری به‌ویژه در سرمایه‌گذاری در ماشین‌آلات به‌عنوان یکی از کانال‌های ورود فناوری‌های جدید و بهبود بهره‌وری در فرآیند تولید، کاهش در سرمایه‌گذاری در ماشین‌آلات در نهایت به کاهش رقابت‌پذیری صنایع داخلی منتهی شده است که خود یکی از عوامل زمینه‌ساز تضعیف ارزش ریال در سال‌های ۱۳۹۰-۱۳۹۲ بوده است.

نکته قابل توجه در سرمایه‌گذاری در اقتصاد ایران، تغییر الگوی سرمایه‌گذاری بخش خصوصی می‌باشد. طی سال‌های پیش از وقوع بحران ارزی، به‌تدریج تمایل بخش خصوصی به سرمایه‌گذاری در ماشین‌آلات کاهش و در مقابل سرمایه‌گذاری در بخش ساختمان افزایش یافته است (نمودار ۶). البته باید به این نکته نیز اشاره کرد که صرفاً افت سرمایه‌گذاری به تنهایی موجب تضعیف بنیان‌های اقتصاد ایران نشده است و در کنار آن، رشد کند و بطئی بهره‌وری نیز عامل مهمی در تضعیف بخش حقیقی اقتصاد ایران بوده است.

نمودار ۶. سهم بخش خصوصی و دولتی از کل تشکیل سرمایه ثابت در ساختمان



مأخذ: محاسبات تحقیق برگرفته از نماگرهای بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

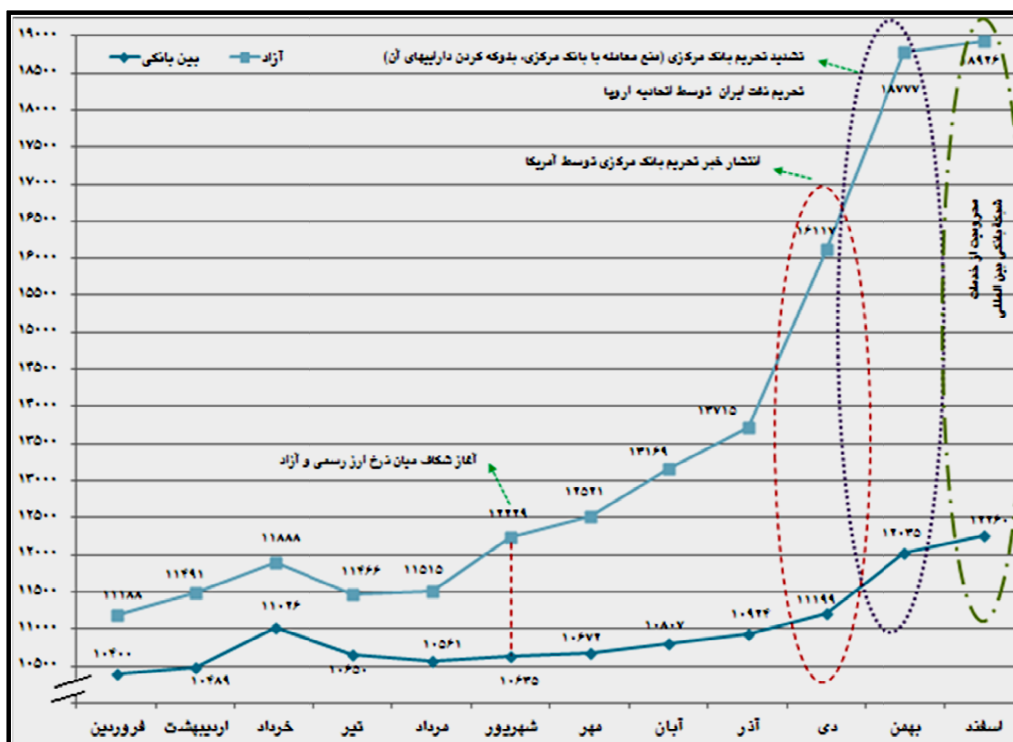


طبق نمودار ۷، سهم سرمایه‌گذاری خصوصی در ماشین‌آلات از کل سرمایه‌گذاری از حدود ۴۸ درصد در سال ۱۳۷۹ به ۳۱ درصد در سال ۱۳۸۹ و متعاقب آن به ۲۴ درصد در سال ۱۳۹۱ رسیده است. این روند کاهش سرمایه‌گذاری در ماشین‌آلات در سرمایه‌گذاری دولتی نیز متبلور شد؛ به طوری که، سهم دولت در سرمایه‌گذاری در ماشین‌آلات از کل سرمایه‌گذاری از حدود ۱۰ درصد در سال ۱۳۷۹ به ۴ درصد در سال ۱۳۹۱ کاهش یافته است. بدین‌رو می‌توان گفت با گذشت زمان، سهم سرمایه‌گذاری در ماشین‌آلات به نفع ساختمان کاهش یافته است و این جایگزینی در مورد بخش خصوصی به مراتب بیشتر است؛ به گونه‌ای که، سهم سرمایه‌گذاری بخش خصوصی در ساختمان از کل سرمایه‌گذاری‌ها از حدود ۲۷ درصد در سال ۱۳۷۹ به حدود ۵۶ درصد در سال ۱۳۹۱ رسیده است. شاید بتوان کاهش رقابت‌پذیری اقتصاد ایران طی این دهه به دلایلی همچون وجود تورم مزمن و بیماری هلندی ناشی از تزریق درآمدهای نفتی در سال‌های رونق بازار نفت (که سبب رشد بیشتر در بخش غیرقابل مبادله در اقتصادهای نفتی مانند ایران می‌شود) را از دلایل گرایش سرمایه‌گذاران در اقتصاد ایران به این الگو تفسیر کرد. در مجموع می‌توان چنین نتیجه گرفت که طی یک دهه قبل از بروز بحران ارزی در اقتصاد ایران، بخش حقیقی اقتصاد ایران به تدریج تضعیف شده و سرمایه‌گذاری‌های تولیدی به‌ویژه در بخش ماشین‌آلات در آن کاهش یافته است. این موضوع زمینه‌ساز کاهش رقابت‌پذیری صنایع داخلی شده است که یکی دیگر از عوامل زمینه‌ساز تضعیف ارزش ریال در دوره ۱۳۹۰-۱۳۹۲ بوده است.

۲-۲. نقش تحریم‌های اقتصادی و تحریک انتظارات سفته‌بازان

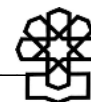
انتظارات نسبت به تحولات آتی اقتصاد، نقش بسزایی در تلاطم بازارهای ارزی ایران داشته است. در واقع، در شرایط بی‌ثباتی فضای کلان اقتصادی، کوچکترین تکانه در زمان جاری (اخبار مثبت و منفی مربوط به تحریم)، در تصویر ذهنی مردم به‌عنوان یک اتفاق بزرگ در آینده تفسیر می‌شود. درست به همین دلیل است که یک شایعه، یا تحول سیاسی به شدت بازارهای مالی را تحت تأثیر قرار می‌دهد. به‌منظور بررسی دقیق‌تر نحوه تأثیرپذیری این متغیر از اخبار تحریم‌ها، تغییرات ماهیانه نرخ ارز بین بانکی و بازار آزاد در سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۲ در نمودارهای ۷ و ۸ ترسیم شده است.

نمودار ۷. روند تغییرات ماهیانه نرخ ارز بین‌بانکی و بازار آزاد در سال ۱۳۹۰

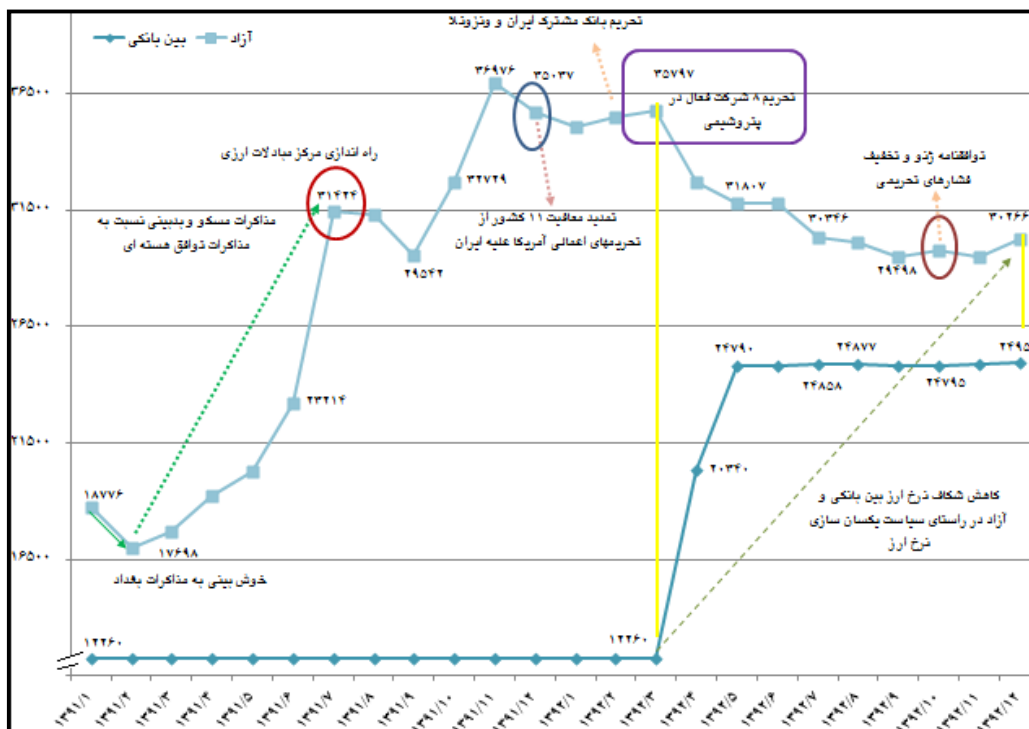


مأخذ: گزیده‌های آمارهای اقتصادی، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

طبق نمودار ۷، افزایش شکاف نرخ ارز بین‌بانکی و آزاد از نیمه دوم سال ۱۳۹۰ آغاز شده است. در واقع، از نیمه دوم این سال آثار انتشار اخبار مبنی بر تشدید تحریم‌های اقتصادی علیه ایران بر نرخ ارز به وضوح قابل مشاهده است. به عنوان مثال، در دی‌ماه با انتشار خبر تحریم بانک مرکزی ایران از سوی آمریکا یکبارگی شکاف میان نرخ ارز از ۲۷۹۱ ریال به ۴۹۱۸ ریال رسید. علاوه بر این در بهمن‌ماه این سال، به واسطه تشدید تحریم بانک مرکزی، بلوکه کردن دارایی‌های آن، تحریم انعقاد قرارداد جدید از سوی کشورهای عضو اتحادیه اروپا با بخش نفتی ایران؛ تحریم معامله با بانک مرکزی، تحریم نفت ایران توسط اتحادیه اروپا بر شکاف مذکور افزوده شد (۶۷۴۲ ریال). در اسفندماه نیز محرومیت از خدمات شبکه بانکی بین‌المللی (سوئیفت) صورت گرفت. بدین‌رومی‌توان گفت: با افزایش تقاضای سفته‌بازی ارز در نیمه دوم سال ۱۳۹۰ و جهش در نرخ ارز از نیمه سال ۱۳۹۰ در پی انتشار اخبار منفی تحریم اقتصادی و تلاش دولت برای حفظ نرخ ارز بین بانکی، سبب حاکمیت نظام دو نرخ ارز شد. در اواخر این سال به منظور کنترل نوسانات شدید بازار ارز، بانک مرکزی نرخ ارز مرجع را به ۱۲۲۶۰ ریال افزایش داد، اما این اقدام بانک مرکزی نیز تأثیری بر بازار ارز غیررسمی نداشت. روند تغییرات ماهیانه نرخ ارز بازار آزاد در سال‌های ۱۳۹۱ و ۱۳۹۲ در نمودار ۹ ترسیم شده است.



نمودار ۸. روند تغییرات ماهیانه نرخ ارز بین‌بانکی و بازار آزاد در سال‌های ۱۳۹۱ و ۱۳۹۲



مأخذ: همان.

طبق نمودار ۸، با خوش‌بینی نسبت به نتایج مذاکرات بغداد، نرخ ارز کاهش یافت؛ به‌نحوی که، در اردیبهشت‌ماه سال ۱۳۹۱ به ۱۷۶۹۸ ریال رسید. با این حال، با مذاکرات مسکو و بدبینی نسبت به توافق در مذاکرات هسته‌ای در اواخر اردیبهشت‌ماه، نرخ ارز بازار آزاد بار دیگر از ابتدای خردادماه ۱۳۹۱ روند فزاینده‌ای یافت؛ به‌طوری که، در مهرماه به ۳۱۴۲۴ ریال رسید. البته این جهش قابل توجه ارز را نمی‌توان تماماً به مسئله تحریم‌ها و مذاکرات نسبت داد، بلکه با توجه به مطالب بخش‌های قبلی باید گفت که زمینه افزایش نرخ‌های ارز در سال‌های قبل وجود داشته است، اما وجود درآمدهای نفتی این امکان را به دولت‌ها می‌داد تا بتوانند از این امر جلوگیری کنند. با این حال، با بروز نشانه‌های تحریم‌ها شرایط تغییر کرد و دولت علی‌رغم وجود مازاد تجاری (با احتساب درآمدهای نفتی) امکان عرضه فیزیکی ارز مانند گذشته را نداشت و از سوی دیگر نیز التهابات و انتظارات به تقاضای سفته‌بازان برای ارز افزود. در این شرایط با انتشار یک خبر منفی، بازار با حساسیت زیاد به آن واکنش نشان می‌داد که در نتیجه همه این واکنش را نمی‌توان به اثر اخبار سیاسی نسبت داد، بلکه علت اصلی در ساختار اقتصاد ایران بوده است.

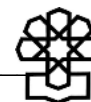
از مهرماه به بعد نیز با راه‌اندازی مرکز مبادلات ارزی تا حدودی از التهاب بازار ارز کاسته شد؛ در آذرماه به کمتر از ۳۰۰۰۰ ریال رسید. با این حال در زمستان روند فزاینده نرخ ارز ادامه داشت و تا ۳۶۹۷۶ ریال رسید که بالاترین نرخ تجربه شده در تاریخ ارز غیررسمی در ایران است. در اسفندماه

سال ۱۳۹۱ با تمدید معافیت ۱۱ کشور از تحریم‌های آمریکا علیه ایران، نرخ ارز با کمی کاهش به ۳۵۰۳۷ ریال رسید. در ماه‌های اردیبهشت و خردادماه سال ۱۳۹۲ به ترتیب به واسطه تحریم بانک مشترک ایران و ونزوئلا و تحریم ۸ شرکت فعال در پتروشیمی نرخ ارز تا حدودی افزایش یافت. با این حال نرخ ارز از حدود ۳۵۰۰۰ ریال بیشتر نشد. به نظر می‌رسد که در شرایط موجود نرخ ارز به سقف خود طی آن دوران رسیده باشد و برای افزایش بیشتر نرخ ارز باید تحریم‌های جدیدی کل تجارت نفت و سایر مبادی تجارت ایران را محدود می‌کردند. این بدان معنا است که تحریم‌ها دامنه نرخ ارز را تا آن سقف افزایش دادند و بیش از آن توان افزایش نرخ ارز را نداشتند. از خردادماه سال ۱۳۹۲ (مقارن با انتخابات ریاست جمهوری و ایجاد انتظارات مثبت نسبت به شرایط حاکم)، نرخ ارز در بازار آزاد روندی کاهشی را طی کرد. در کنار این انتظارات مثبت، اقدامات و سیاست‌های ارزی دولت نیز نقش مؤثری در ایجاد ثبات نسبی در بازار سال ۱۳۹۲ ایفا کرد که مهمترین آنها را می‌توان به صورت موارد زیر برشمرد:

- **حذف نرخ ارز مرجع ۱۲۲۶۰ ریالی.** در راستای حذف نظام چندنرخ ارز (مقابله با تقاضای سفته‌بازی ارز و مدیریت آن و بازگرداندن آرامش به این بازار) دولت به حذف نرخ ارز مرجع ۱۲۲۶۰ ریالی مبادرت کرد.^۱
- **راه‌اندازی کامل سامانه نظارت ارزی (سنا ۲).** نسخه قبلی این سامانه در سال ۱۳۹۱ راه‌اندازی شده بود که مبادلات صرافان را ثبت و نگهداری می‌کرد، اما، بروز مشکلاتی همچون توسعه و پشتیبانی نرم‌افزار، امکانات محدود گزارش‌دهی، سنگین بودن و کاربرپسند نبودن نرم‌افزار، سبب شد بانک مرکزی سامانه سنای ۲ را به‌عنوان جزئی از پورتال ارزی راه‌اندازی کند. به‌موجب این سامانه، تمامی صرافان کشور ملزم به ثبت تمامی معاملات ارزی در سامانه مذکور هستند. قابل ذکر است که آمار و تراکنش‌های روزانه صرافی‌ها در سامانه مذکور ثبت و این بانک نسبت به بررسی آمارهای ارسالی به‌صورت لحظه‌ای اقدام می‌کند و با صرافی‌های متخطی برخورد قانونی می‌شود. این سامانه با اعمال نظارت‌های مؤثر بر ایفای نقش صرافی‌ها در نقل و انتقالات ارزی به تسهیل مبادلات ارزی کمک کرد.^۲
- **راه‌اندازی و فعال کردن سامانه گزارش‌گیری معاملات بین‌المللی.** سامانه مذکور با ساماندهی ورود و خروج سرمایه و ارز به کشور از طریق شبکه بانکی نقش مهمی در ایجاد تعادل در تراز پرداخت‌ها و حساب‌های ارزی ملی ایفا کرده است.

۱. در این ارتباط، با توجه به ارائه لایحه بودجه سال ۱۳۹۲ در اسفندماه ۱۳۹۱، در سه ماهه اول این سال دولت متناسب با احکام قانون بودجه سال ۱۳۹۱ ارز ۱۲۲۶۰ ریالی به واردات برخی کالاهای اساسی اختصاص داد و پس از تصویب بودجه این سال در خردادماه، نرخ ارز مرجع ۱۲۲۶۰ ریالی حذف شد.

۲. سامانه مذکور تا پایان مهرماه سال ۱۳۹۲ به‌صورت کامل در تمامی صرافی‌های عضو شبکه صرافی‌های مجاز کشور نصب و با آموزش و راه‌اندازی، جایگزین سامانه قبلی شد.



- بازنگری و اصلاح مقررات مربوط به اعتبار اسنادی ارزی.
- آزادسازی بخشی از منابع ارزی بلوکه شده و تزریق اقساطی آن در بانک مرکزی.
- بهبود درآمدهای ارزی به دلیل بهبود صادرات نفت، گاز، میعانات گازی و صادرات پتروشیمی. در این سال، با توافق ژنو و رفع برخی از تحریم‌های بین‌المللی، درآمدهای ارزی بهبود یافت.
- اولویت تخصیص ارز در بازار مبادله‌ای به واردات نهاده‌ها، تجهیزات و قطعات مورد استفاده از بخش تولید و کالاهای اساسی.

در مجموع، شاید بتوان گفت که تحریم‌ها نرخ ارز بازار غیررسمی را افزایش دادند، اما با توجه به سیر متغیرهای بنیادی اقتصاد ایران در سال‌های قبل از بحران ارزی (که در بخش ۲-۱ بدان اشاره شد) مانند تورم مزمن و کسری تراز تجاری بدون نفت و کسری بودجه دولت، از قبل عدم تعادل در بازار ارز انباشته شده بود و تحریم‌های اقتصادی عمدتاً نقش تحریک‌کنندگی بازار را برعهده داشتند. البته تحریم نفتی و تحریم بانک مرکزی آثار نامطلوبی بر اقتصاد ایران داشتند، اما به‌وضوح مشاهده شد که برد این تحریم‌ها تنها تا نرخ‌های ارز ۳۵۰۰۰ ریال تا ۳۶۰۰۰ ریال بوده است و نرخ ارز از آن بالاتر نرفت. لذا در کل باید گفت که تضعیف ساختار اقتصاد ایران در بروز بحران ارزی عامل کلیدی بروز بحران ارزی بوده است و حتی اگر تحریم اقتصادی رخ نمی‌داد، با فاصله زمانی محدودی بالاخره بحران ارزی در اقتصاد ایران رخ می‌داد. با این حال تحریم‌های اقتصادی نقش تشدیدکنندگی در این بحران داشته‌اند.

۲-۳. سیاست‌ها و اقدامات دولت

در این قسمت، اهم سیاست‌های دولت در دوره ۱۳۹۰-۱۳۹۲ ارائه می‌شود:

۲-۳-۱. افزایش عرضه ارز به قیمت رسمی

این سیاست با هدف کمک به فعالیت‌های تولیدی و تشکیل سرمایه جدید انجام شد. با توجه به جذابیت سایر دارایی‌های مالی (در کنار افزایش تورم)، مردم برای حفظ ارزش دارایی‌های خود به بازارهایی که در کوتاه‌مدت سود واقعی مثبت برای آنها به‌همراه داشت (یعنی طلا و ارز) روی آوردند. در عین حال به‌دلیل، کاهش سودآوری بازار طلا (بازار موازی ارز) به‌دلیل افت قیمت جهانی طلا و اشباع بازار طلا با استفاده از ذخایر ارزی بانک مرکزی، بیشتر سرمایه‌گذاران به بازار ارز هجوم آوردند. راهبرد بانک مرکزی برای کنترل بازارهای ارز و طلا، افزایش عرضه ارز به قیمت رسمی بود، اما به‌دلیل قدرت عامل انتظارات و جذاب نبودن نگهداری دارایی به شکل ریال، این راهبرد در عمل چندان موفق نبود.

۲-۳-۲. راه‌اندازی مرکز مبادلات ارزی

با توجه به حاکمیت نظام ارزی دوگانه در سال ۱۳۹۲، بانک مرکزی به راه‌اندازی مرکز مبادلات ارزی^۱ در مهرماه سال ۱۳۹۱ با هدف کاهش نرخ ارز بازار آزاد و بین‌بانکی به نرخ واحد (نرخ ارز مبادله‌ای) مبادرت کرد. با راه‌اندازی این مرکز و تفکیک گروه‌های کالایی، نرخ رسمی دلار برای واردات بخش مهمی از گروه‌های کالایی بین ۲۴۰۰ تا ۲۵۰۰ ریال به‌ازای هر دلار تعیین شد. مرکز توانست تا حد زیادی به نیازهای مبادلاتی ارز پاسخ دهد و حتی در مقطعی سبب کاهش قیمت بازار آزاد شود (نرخ دلار در اواخر پاییز به کمتر از ۳۰۰۰ تومان رسید و تقریباً ثابت شد). طبق گزارش بانک مرکزی،^۲ در سال ۱۳۹۱ معادل دلاری معاملات انجام شده در بازار بین بانکی حدود ۵۰ درصد نسبت به مدت مشابه سال قبل کاهش یافت و به بیش از ۳۸ میلیارد و ۳۰۲ میلیون دلار رسید. حدود ۹۵ درصد از عرضه ارز در این بازار را بانک مرکزی برعهده داشته است که نسبت به سال قبل از آن بیش از ۳ درصد افزایش نشان می‌دهد. با راه‌اندازی مرکز مبادلات ارزی، بخشی از ارز مورد نیاز داخلی نیز در این بازار عرضه شد. با توجه به اینکه بانک مرکزی در گزارش خود کل عرضه ارز در این سال را ۴۴ میلیارد و ۶۰۰ میلیون دلار اعلام کرده است، لذا می‌توان گفت که عرضه ارز در این مرکز حدود ۶ میلیارد و ۳۰۰ میلیون دلار بوده است.

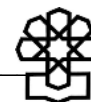
با این اقدام دولت و بانک مرکزی در صدد کنترل تقاضا از طریق طبقه‌بندی گروه‌های کالایی وارداتی و کنترل سفته‌بازی از طریق برخورد قهری برای مهار نیروهای بازار برآمدند. علاوه بر این به‌منظور کنترل بهتر بازار، با اعلام سیاست تجمیع نرخ‌های ارز در سطح ۱۲۲۶۰ ریالی (به‌ازای هر دلار) برای واردات از تاریخ هشت بهمن‌ماه و اصلاح نظام فروش ارز به بازرگانان از طریق سیستم یکپارچه گمرک، سازمان توسعه تجارت و بانک مرکزی از تاریخ ۱۵ بهمن، عملاً تأمین تقاضای مبادلاتی برای ارز را تضمین کرد و صراحتاً اعلام شد بانک مرکزی تأمین ارز واردات قاچاق و ارزهای تقاضا شده بابت سفته‌بازی را تقبل نخواهد کرد. راه‌اندازی رسمی پورتال ارزی بانک مرکزی نیز سازوکار عملیاتی مناسبی در این زمینه به‌شمار می‌رود. با این حال، به‌رغم تلاش‌های گسترده بانک مرکزی تا حدودی از نوسانات بازار ارز کاسته شد، اما همچنان تلاطم‌های بازار ارز یکی از دغدغه‌های اصلی سیاستگذاران می‌باشد.

۲-۳-۳. کاهش نرخ‌های سود بانکی در سال ۱۳۹۰

به اعتقاد برخی کارشناسان کاهش نرخ‌های سود بانکی در سال ۱۳۹۰ و در حالی که از نیمه دوم سال ۱۳۸۹ بازارهای ارز، طلا و مسکن نشانه‌های تلاطم را به‌تدریج بروز می‌دادند، یکی از اقدامات سیاستی

۱. با راه‌اندازی این مرکز، نظام ارزی کشور نه نظام ثابت و نه شناور، بلکه مجدداً مشابه سال‌های دهه ۷۰ نظام ارزی سهمیه‌بندی شده بود که در آن به‌دلیل کمبود ارز، ارزهای مختلف به اولویت‌های کالایی مختلف اختصاص می‌یافت.

۲. بانک مرکزی، خلاصه تحولات اقتصادی، ۱۳۹۱، ص ۳۹.



اشتباه بود که سبب شد تا سیر فرار از ریال و حرکت به سمت بازارهای ارز و طلا و مسکن تشدید شود. از مهرماه ۱۳۸۹ به دلیل مسدود شدن حواله ارزی به کشور متحده عربی اختلاف قابل توجهی بین نرخ‌های مذکور پدیدار شد که از ابتدای سال ۱۳۹۰ با ابلاغ بسته پولی توسط بانک مرکزی، رو به افزایش گذاشت. به طوری که در فروردین ماه ۱۳۹۰ این اختلاف به حدود ۸۰ تومان رسید.

کاهش نرخ سود سپرده‌ها، ممنوعیت بازخرید اوراق مشارکت قبل از سررسید توسط بانک‌های عامل و پایین بودن نرخ سود این اوراق (حداکثر یک درصد بالاتر از نرخ سود تعیین شده برای سپرده‌ها) از مهمترین ویژگی‌های این بسته پولی بود که زمینه ایجاد نوسان در بازارهای جانشین سپرده‌های بانکی را فراهم آورد. این تغییرات، به دلیل جذب سود بیشتر و ایجاد حاشیه امن برای این نوع دارایی‌ها، موجب شد تقاضا در بازار ارز و سکه به طور فزاینده افزایش یابد.^۱

اعلام تحریم‌های جدید اقتصادی و تشدید آنها و به دنبال آن عدم گشایش اعتبارات اسنادی و تأخیر ورود ارز به کشور، در کنار مشکلات ساختاری نظیر بالا بودن نقدینگی و تورم موجب شد تا جریان نقدینگی به سمت بازار ارز و سکه هدایت شود.

این سودآوری در بازار ارز، موجب شد تا در کنار تقاضای واقعی ارز که متناسب با حجم واردات رسمی و غیررسمی کشور است، تقاضای سفته‌بازی با هدف سودآوری و تقاضای احتیاطی به منظور حفظ ارزش پول نیز ایجاد و تشدید شود.

میزان فروش ارز توسط بانک مرکزی در بازار حدود ۱۶ درصد رشد داشت. با این وجود به دلیل افزایش تقاضای ارز ناشی از تقاضای سفته‌بازی و تقاضای احتیاطی، فاصله نرخ‌های بین بانکی و بازار آزاد رو به افزایش گذاشت. این در حالی است که مصارف واقعی ارز نسبت به سال ماقبل آن فشار مضاعفی بر بازار ارز را نشان نمی‌دهد. به عنوان مثال واردات گمرکی در سال ۱۳۹۰ نسبت به سال ماقبل آن ۴ درصد کاهش داشته است.^۲

در پی این سیاست اشتباه، بانک مرکزی در زمستان ۱۳۹۰ اقدام به افزایش نرخ‌های سود بانکی کرد، اما این اقدام در آن زمان مؤثر واقع نشد. این در حالی است که در کشورهای مختلف در زمان بحران ارزی معمولاً نرخ‌های بهره افزایش می‌یابند تا انگیزه برای نگهداری پول ملی افزایش یابد، اما در ایران دقیقاً سیاست عکس آن انجام شد که سبب شد تا بازار ارز در همان سال و در پی تحریک تحریم‌های اقتصادی متلاطم شود.

۲-۳-۴. بی‌ثباتی در اقدامات و تصمیمات دولت

یکی از مسائل بارز در بحران ارزی در سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۲، بروز تصمیمات متعدد و بعضاً متناقض بوده است. صدور بخشنامه‌های مختلفی که از ممنوع کردن واردات یک کالا تا ممنوعیت خرید و

۱. معاونت برنامه‌ریزی و نظارت راهبردی رئیس‌جمهور، گزارش عملکرد سال اول برنامه پنجم توسعه در حوزه ارزی.

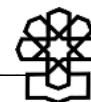
۲. همان.

فروش ارز در بازار آزاد طیف وسیعی از اقدامات را شامل می‌شوند. به دلیل اینکه این اقدامات عمدتاً کوتاه‌مدت و گذرا بوده‌اند، نه تنها تأثیر مثبت‌بخشی بر بازار نداشتند، بلکه اثر معکوسی نیز بر بازار ارز اعمال می‌کردند. لذا آثار منفی این اقدامات به شکل کاهش اعتبار سیاستگذار پولی و پیروی بازار از شایعات و انتظارات بود که سبب شد تا مدیریت بحران مشکل‌تر شود.

جمع‌بندی

مقایسه بین وضعیت ایران در سال‌های بروز تلاطم ارزی با کشورهای مورد مطالعه نشانگر برخی وجوه تشابه و نیز افتراق است. از وجوه تشابه بین ایران و این کشورها، می‌توان به حفظ نرخ ارز و عدم تعدیل آن متناسب با تغییر شرایط اقتصادی در سال‌های پیش از بحران به مدت نسبتاً طولانی اشاره کرد. این چیزی است که در تجربه مکزیک و ترکیه مشاهده شد. از سوی دیگر، در ایران نیز مانند ترکیه، مکزیک و تایلند، زمینه‌های قبل از وقوع بحران از سال‌های پیش از آن به شکل تضعیف شرایط اقتصادی و انباشت عدم تعادل وجود داشت.

با این حال برخی از وجوه افتراق بین ایران و کشورهای مورد بررسی قابل ذکر است. اولاً در ایران نوسانات شدید ارزی با شوک‌های ناشی از هدفمندی یارانه‌ها و پس از آن تحریم‌های اقتصادی بروز کرد در حالی که در این کشورها بحران سیاسی تنها در مکزیک با بحران همزمانی داشته است. از سوی دیگر، این کشورها امکان کمک گرفتن از نهادهایی مانند صندوق بین‌المللی پول را داشته‌اند که این کمک‌ها در برخی موارد برای آنها مثرتر بوده است، اما ایران به دلیل بروز تحریم‌ها امکان بهره گرفتن از این کمک‌ها را نداشته است. در واقع بخشی از شدت نوسان ارزی در ایران به دلیل تأثیر تحریم‌ها در انتقال درآمدهای نفتی به داخل و وابستگی اقتصاد ایران به آنها در سال‌های پیش از آن بوده است. با این حال همان‌طور که در گزارش نیز به آن اشاره شد، حتی بدون تحریم‌های اقتصادی نیز با احتمال زیاد بحران با یک وقفه نمود پیدا می‌کرد. یکی دیگر از وجوه افتراق بین ایران و کشورهای مورد بررسی، سیاست پولی حاکم بر این کشورها در زمان بحران بوده است. در تمامی این کشورها در زمان بحران نرخ‌های بهره افزایش یافت تا از شدت کاهش ارزش پول ملی تا حدی کاسته شود. اما در ایران شاهد بودیم که در زمانی که انتظار نوسانات ارزی می‌رفت، مقامات اقتصادی نرخ‌های سود بانکی را کاهش دادند و این سیاست در زمان نامناسب آثاری معکوس بر انتظارات عاملان اقتصادی گذاشت. شاید اگر در ابتدای سال ۱۳۹۰ نرخ‌های سود بانکی به آن میزان کاهش نمی‌یافت، روند فرار از ریال و خرید دارایی‌هایی مانند دلار، طلا و مسکن به این شدت نبود، هر چند نرخ‌های سود بانکی تنها می‌توانند نقش



تخفیف‌دهنده داشته باشند اما مانع از بروز بحران نمی‌شوند.

نگاهی به شرایط حاکم بر اقتصاد کلان ایران در دوره پیش از وقوع نوسانات ارزی سال‌های ۱۳۹۰-۱۳۹۲ نشان داد که:

- گرچه نظام ارزی در ایران به‌طور رسمی «شناور مدیریت شده» است، در عمل گونه‌ای از نظام‌های ارزی ثابت در یک دامنه محدود از سوی بانک مرکزی (عدم اصلاح نرخ ارز متناسب با تورم) به مرحله اجرا درآمده است. درست به همین دلیل طی سال‌های گذشته، شرایط اقتصادی حاکم بر کشور و تضعیف آن (به دلیل بروز تورم، افزایش کسری بودجه، کسری تجاری بدون نفت، کاهش رشد اقتصادی و رشد نقدینگی) در بازار ارز انعکاس نیافت. انباشت عدم تعادل‌های فوق در نهایت زمینه‌های بروز بحران در اقتصاد کشور را فراهم کرد. این موارد در کنار تغییر انتظارات فعالان اقتصادی به دلیل انتشار اخبار مربوط به آغاز طرح هدفمندی یارانه‌ها در نیمه دوم سال ۱۳۸۹، کاهش نرخ‌های سود بانکی در ابتدای سال ۱۳۹۰ و تشدید تحریم‌های اقتصادی (با توجه به همراهی نوسان‌های نرخ ارز با اخبار مثبت و منفی مربوط به تحریم‌ها)، با آنکه هنوز در عمل اتفاقی رخ نداده بود، به سفته‌بازان و سایر عوامل اقتصادی پیام عدم پایداری نرخ‌های ارز فعلی و در نتیجه کاهش ارزش ریال در آینده را داد. نتیجه چنین روندی این بود که عدم تعادل‌هایی که باید طی سالیان گذشته به تدریج باعث تعدیل نرخ‌های ارز می‌شدند، به یکباره و ظرف مدت دو سال اثر خود را در بازار تخلیه کردند. از این نظر، شباهت بارزی بین شرایط قبل و حین بحران در ایران و سایر کشورهای مورد بررسی وجود داشته است، چرا که به‌ویژه در کشورهایی که نظام ارزی ثابتی در قبل از بحران داشتند، دیدیم که عدم تناسب نرخ ارز با شرایط اقتصاد در دوران بحران ارزی مشکل‌ساز شده و بالاخره بعد از بحران نرخ ارز متناسب با شرایط جدید تعیین خواهد شد.

- علاوه بر این، در سال‌های پیش از بحران، سرمایه‌گذاری‌های بخش دولتی و خصوصی در اقتصاد ایران به سمت ساختمان (بخش غیرقابل مبادله) هدایت شد که از این منظر مشابه تجربه کشور تایلند می‌باشد. در کنار آن کاهش نرخ سود بدون تناسب آن با تورم و شرایط اقتصادی سبب تضعیف بخش بانکی و گرایش به سمت بازار ساختمان، طلا و ارز در ایران شد.

- با توجه به نظام ارز حاکم بر اقتصاد ایران و ضعف بنیان‌های کلان اقتصادی می‌توان بحران ایران را در گروه نسل اول بحران‌های ارزی طبقه‌بندی کرد.

پیشنهاد‌های سیاستی

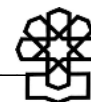
با توجه به تجربه سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۲ و نیز تجربیات کشورهای مورد بررسی، می‌توان سیاست‌های پیشنهادی برای پیشگیری از بروز بحران ارزی در آینده در اقتصاد ایران را به این صورت بیان کرد:

– لزوم تعدیل نرخ‌های ارز متناسب با شرایط اقتصادی: مطابق با بند «ج» ماده (۸۱) قانون برنامه پنجم توسعه، «نظام ارزی کشور، «شناور مدیریت شده» است. نرخ ارز با توجه به حفظ دامنه رقابت‌پذیری در تجارت خارجی و با ملاحظه تورم داخلی و جهانی و همچنین شرایط اقتصاد کلان از جمله تعیین حد مطلوبی از ذخایر خارجی تعیین خواهد شد». در واقع در قانون توجه به شرایط اقتصاد کلان در تعیین نرخ ارز به‌صراحت بیان شده است. با این حال شاهد بودیم نرخ‌های ارز در سال‌های پیش از بروز تلاطم ارزی در ایران، نرخ‌های ارز بدون هماهنگی با شرایط عملاً ثابت نگه داشته شده بود. شاید وفور درآمدهای ارزی و تلاش برای کنترل تورم از طریق تداوم واردات علی‌رغم رشد مداوم نقدینگی یکی از دلایل این سیاست بود. شاید اگر از سال‌های قبل به‌طور سالیانه و متناسب با شرایط اقتصادی نرخ‌های ارز تعدیل می‌شدند، نوسان ارزی به شدت سال‌های ۱۳۹۱ و ۱۳۹۲ رخ نمی‌داد.

– لزوم توجه به الزامات نظام ارزی شناور مدیریت شده: همان‌طور که بیان شد در متن قانون نظام ارزی کشور «شناور مدیریت شده» معین شده است. اگر این موضوع مبنا باشد، الزامات نظام مذکور نیز باید در نظر گرفته شده و در عمل به‌کار گرفته شوند. در نظام ارزی شناور مدیریت شده، اولاً نرخ‌های ارز باید شناور باشند، لذا نرخ ارز نمی‌تواند لنگر اسمی^۱ سیاست پولی باشد و ثانیاً مدیریت بانک مرکزی نیز در این نظام ارزی باید محدود به شرایط خاص و بحرانی باشد. مطالعات نشان می‌دهد که در کشورهای نفتی تمایل زیادی به حفظ ارزش پول ملی در برابر دلار وجود دارد. در تحقیقی که در سال ۲۰۰۷ انجام شد،^۲ نشان داده شد که افزایش ۱۰۰ درصدی در قیمت‌های حقیقی نفت (یعنی با کسر نرخ تورم دلار از آن) نوعاً موجب می‌شود که نرخ حقیقی دلار برحسب پول ملی کشورهای صادرکننده نفت ۵۰ درصد کاهش یابد. در کشورهایی که نظام ارزی انعطاف‌پذیر دارند، این کاهش از طریق کاهش نرخ اسمی دلار صورت می‌گیرد، اما در کشورهایی که نرخ ارز ثابت دارند یا اینکه نرخ‌های ارز به میزان زیادی کنترل می‌شود، این تعدیل از طریق افزایش قیمت‌های داخلی (تورم) نمایان می‌شود. اما تعدیل از طریق تورم هزینه‌های زیادی بر اقتصاد ملی تحمیل خواهد کرد. در اینجا وجود یک چارچوب سیاستی مناسب با نظام ارزی شناور به‌گونه‌ای که لنگر اسمی سیاست پولی جایگزین نرخ ارز برای آن در نظر گرفته شود، احساس می‌شود. در واقع الزام مهم نظام‌های شناور، جایگزینی لنگر نرخ ارز با یک چارچوب هدفگذاری تورمی است. این موضوع نیازمند اصلاحاتی نهادی در ساختار ارتباط بین دولت و بانک مرکزی و موارد دیگری است که براساس آن بانک مرکزی مسئولیت و نیز اختیار لازم برای کنترل تورم را داشته باشد. در این صورت است که می‌توان انتظار داشت سیاست ارزی با سیاست پولی هماهنگی لازم را داشته باشند.

1. Nominal Anchor

2. Setser, B. (2007)



- **توجه به بخش حقیقی اقتصاد ایران:** همان‌طور که بررسی‌ها نشان داد بخش حقیقی در اقتصاد ایران طی سال‌های گذشته تضعیف شده است. حفظ ارزش پول ملی نیازمند تقویت بنیان‌های اقتصادی است. لذا توجه به افزایش بهره‌وری، رشد اقتصادی، سرمایه‌گذاری صنعتی و حفظ انضباط مالی دولت، پیش‌نیازهای حفظ ثبات بازار ارز در آینده خواهند بود.

- **توجه به نقش صندوق توسعه ملی:** همان‌طور که بیان شد، اقتصاد ایران طی سال‌های پیش از بروز تلاطم‌های ارزی به شدت به نفت وابسته شده بود. مدیریت ناصحیح حساب ذخیره ارزی و کاهش ذخایر آن موجب شد تا اولاً زمینه‌های بروز بحران ارزی در ایران ایجاد شود، ثانیاً در زمان بحران عملاً منابع کافی برای دفاع از نرخ‌های ارز مورد نظر دولت وجود نداشته باشد. لذا لازم است مدیریت صندوق توسعه ملی به گونه مناسبی انجام شود تا تجربه حساب ذخیره ارزی مجدداً تکرار نشود.

منابع و مأخذ

1. Claessens Stijn and M. Ayhan Kose (2013), Financial Crises: Explanations, Types, and Implications, IMF Working Paper No. 13/28.
2. <http://data.worldbank.org>
3. <http://www.bankofalbania.org>
4. <http://www.imf.org/external/data.htm>
5. Krugman, Paul (1979). "A model of balance-of-payments crises". Journal of Money, Credit, and Banking 11: 311-25.
6. Park, Y. C., Song, W., and Wang, Y., (2004) "Finance and Economic Development in Korea", Working Paper 04-06, Korea Institute for International Economic Policy.
7. Setser, B. (2007) "The Case for Exchange Rate Flexibility in Oil-Exporting Economies", Peterson Institute for International Economics, November 2007.
۸. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، اداره بررسی‌ها و سیاست‌های اقتصادی، *نماگرهای اقتصادی بانک مرکزی، سال‌های مختلف.*
۹. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، اداره آمار اقتصادی، *شاخص بهای کالاها و خدمات مصرفی در مناطق شهری ایران، سال‌های مختلف.*
۱۰. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، *گزیده آمارهای اقتصادی.*
۱۱. حیدری، حسن و بهاره عریانی (خرداد ۱۳۹۲)، *تجربه بحران ارزی ترکیه در سال‌های ۲۰۰۰-۲۰۰۱ میلادی: درس‌هایی برای ایران، مرکز پژوهش‌های مجلس، دفتر مطالعات اقتصادی، شماره مسلسل ۱۲۹۹۴.*
۱۲. حیدری، حسن و بهاره عریانی (اردیبهشت ۱۳۹۳)، *تجربه بحران ارزی کره جنوبی در دهه ۱۹۹۰: درس‌هایی برای ایران، مرکز پژوهش‌های مجلس، دفتر مطالعات اقتصادی، شماره مسلسل ۱۳۶۲۶.*
۱۳. حیدری، حسن و بهاره عریانی (مرداد ۱۳۹۳)، *تجربه بحران ارزی مکزیک: درس‌هایی برای ایران، مرکز پژوهش‌های مجلس، دفتر مطالعات اقتصادی، شماره مسلسل ۱۳۸۱۳.*
۱۴. حیدری، حسن و بهاره عریانی (آذر ۱۳۹۳)، *تجربه بحران ارزی تایلند: درس‌هایی برای ایران، مرکز پژوهش‌های مجلس، دفتر مطالعات اقتصادی، شماره مسلسل ۱۴۰۲۵.*



مرکز پژوهش‌ها
مجلس شورای اسلامی

شماره مسلسل: ۱۴۳۱۷

شناسنامه گزارش

عنوان گزارش: بررسی دلایل نوسانات ارزی در ایران (۱۳۹۰-۱۳۹۲)؛ با نگاهی به تجربه کشورهای منتخب

نام دفتر: مطالعات اقتصادی (گروه بازارهای مالی)

تهیه و تدوین کنندگان: حسن حیدری (استادیار دانشگاه تربیت مدرس)، صمد عزیزنژاد

همکار: بهاره عربانی

ناظر علمی: مینو کیانی‌راد

متقاضی: حمیدرضا فولادگر (رئیس کمیسیون ویژه حمایت از تولید ملی و نظارت بر اجرای

سیاست‌های کلی اصل چهل و چهارم قانون اساسی)

اظهار نظر کنندگان: عباس شاکری، سیداحسان خاندوزی، فتح‌اله تار

ویراستار تخصصی: _____

ویراستار ادبی: _____

واژه‌های کلیدی:

۱. بحران ارزی

۲. نظام ارزی

۳. سیاست‌های پولی

۴. کشورهای منتخب

۵. ایران



تاریخ انتشار: ۱۳۹۴/۴/۸