



یادداشت

درس عبرت ۲ شوک ارزی
ریسک خرید هیجانی دلار



مجید شاکری

کارشناس و تحلیلگر اقتصادی

در بازار ارز ایران، بخش قابل توجهی از تغییرات قیمت را نمی‌توان صرفاً به تحولات مربوط به ارز تجاری نسبت داد. در مواردی، فشار بر حساب سرمایه و انتظارات شکل گرفته در بازار ارز نقش اصلی را در تغییرات قیمت ایفا کرده‌اند؛ در حالی که در سمت ارز تجاری اتفاق خاصی رخ نداده است.

تجربه شهریور ۱۳۹۷ و آبان ۱۳۹۹ از نمونه‌های قابل توجه در این زمینه است. در شهریور ۱۳۹۷، در حالی که بازگشت تحریم‌ها از آبان‌ماه در پیش بود، همزمان سررسید سپرده‌هایی که با نرخ ۲۳ درصد در چارچوب طرح‌های آن زمان آزاد شده بود، موجب شد بخشی از منابع خانوارها به سمت بازار غیرحواله ارز حرکت کند. این هجوم تقاضا باعث افزایش شدید قیمت ارز شد، در حالی که در سمت تسویه، با راه‌اندازی بازار ثانویه در ۱۵ تیرماه ۱۳۹۷، شرایط نسبت به قبل روان تر شده بود. در ادامه، در ۱۷ مهرماه همان سال، با ورود دوباره بانک مرکزی به بازار و آغاز مدل جدید مداخله، قیمت ارز با کاهش قابل توجهی مواجه شد. این تجربه نشان می‌دهد در مقطعی که بخش اصلی فشار از ناحیه انتظارات و رفتار سرمایه‌ای ایجاد می‌شود، تغییر در انتظارات می‌تواند اثر قابل توجهی بر قیمت داشته باشد.

نمونه دیگر به آبان ۱۳۹۹ بازمی‌گردد. در آن مقطع، شکل‌گیری این انتظار که در صورت پیروزی گزینه‌ای خاص در انتخابات آمریکا، شرایط اقتصادی دشوارتر خواهد شد، موجب افزایش شدید انتظارات و رشد نرخ ارز شد و قیمت تا محدوده ۳۰ هزار تومان نیز پیش رفت. پس از انتشار خبر پیروزی جو بایدن، قیمت ارز با سرعت کاهش یافت و تا محدوده ۲۲ هزار تومان عقب‌نشینی کرد. البته پس از آن، با طرح موضوع امکان واردات بدون انتقال ارز تا سقف ۷ میلیارد دلار، بخشی از این روند تغییر کرد و قیمت مجدداً افزایش یافت.

ادامه یادداشت در صفحه ۲

تازه‌های اقتصاد، جنگ آمریکا علیه ایران را در میدان اقتصاد بررسی می‌کند

بانک مرکزی در خط مقدم جنگ



کرد که این اقدام بخشی از همان عملیات است. بنابراین، «جنگ ارزی» در اینجا لزوماً به معنای آن نیست که وزارت خزانه‌داری آمریکا مستقیماً نرخ دلار در بازار تهران را تعیین می‌کند؛ بلکه مسئله اصلی، ایجاد فشار بر منابع ارزی و شبکه‌های مالی ایران و همزمان اثرگذاری بر انتظارات بازار است.

آمریکا انتظارات ارزی را هدف گرفت

بازار ارز فقط با اسکناس و حواله حرکت نمی‌کند. در اقتصادهایی که با ناطمینانی بالا مواجه‌اند، انتظارات می‌توانند پیش از وقوع یک کمبود واقعی ارز، تقاضا را افزایش دهند. به نحوی که اگر فعال اقتصادی تصور کند که در آینده دسترسی به ارز دشوارتر خواهد شد، ممکن است خرید ارز را جلو بیندازد. اگر صادرکننده احتمال دهد بازگرداندن ارز با محدودیت بیشتری مواجه خواهد شد، رفتار او تغییر می‌کند. اگر خانوار نیز انتظار افزایش بیشتر نرخ ارز داشته باشد، بخشی از پس‌انداز خود را به دارایی‌های جایگزین ریال منتقل می‌کند. در این وضعیت، یک خبر سیاسی می‌تواند به یک متغیر اقتصادی تبدیل شود. به همین دلیل، وقتی مقام ارشد خزانه‌داری آمریکا درباره سقوط بیشتر ریال سخن می‌گوید، اثر چنین اظهارنظری را نمی‌توان صرفاً در قالب یک جمله سیاسی ارزیابی کرد. این سخنان می‌تواند به انتظارات معامله‌گران منتقل شود؛ هرچند اثبات اینکه یک اظهارنظر مشخص به‌تنهایی موجب یک میزان معین از افزایش نرخ ارز شده، نیازمند شواهد اقتصادی و زمانی دقیق است.

ادامه در صفحه ۲

هدف اعلامی آن قطع مسیرهای درآمدی، مالی و تجاری ایران و افزایش هزینه همکاری با اقتصاد ایران است. خود وزارت خزانه‌داری آمریکا این عملیات را یک کارزار اقتصادی گسترده علیه ایران و شبکه‌های مرتبط با آن معرفی کرده است. در چنین شرایطی، بازار ارز به یکی از مهم‌ترین میدان‌های اثرگذاری فشار اقتصادی تبدیل می‌شود؛ چراکه محدود شدن درآمدهای ارزی، دشوار شدن نقل‌وانتقال منابع، افزایش هزینه تجارت خارجی و بالا رفتن ناطمینانی می‌تواند مستقیماً بر انتظارات فعالان اقتصادی اثر بگذارد.

روای اختلال در بازار

اظهارات بسنت درباره نرخ ریال را نمی‌توان از سیاست رسمی خزانه‌داری آمریکا جدا کرد. او در روزهای اخیر سقوط ارزش ریال را به کارزار طرد اقتصادی نسبت داده و در تصویری که در شبکه اجتماعی ایکس منتشر کرده، نرخ ۳۰۰ هزار تومان برای هر دلار را به‌عنوان سطح بعدی مطرح کرده است. از سوی دیگر، واشنگتن در هفته‌های اخیر دامنه این عملیات را به بخش‌های مختلف اقتصاد ایران گسترش داده است؛ از شبکه‌های مالی و بانک‌ها گرفته تا صنعت هواپیمایی، دارایی‌های دیجیتال و مسیرهای تأمین درآمد. خزانه‌داری آمریکا در ۱۴ سپتامبر یک بانک بزرگ روسی را به اتهام کمک به دور زدن تحریم‌های ایران هدف قرار داد و چند روز بعد نیز زیرساخت‌های مرتبط با دارایی‌های دیجیتال را تحریم کرد.

در ۲۹ سپتامبر نیز واشنگتن ۱۰ فرد و نهاد را در چند کشور به اتهام ارتباط با تأمین تسلیحات و قطعات نظامی برای ایران تحریم کرد و تأکید

درگیری نظامی آمریکا علیه ایران به زمین اقتصاد کشیده شده و بازار ارز را به یکی از مهم‌ترین میدان‌های این روبرویی تبدیل کرده است؛ جایی که فشار بر درآمدهای ارزی، شبکه‌های مالی و تجارت خارجی، همزمان با جنگ بر سر انتظارات دنبال می‌شود. در چنین شرایطی، اظهارات مقام‌های آمریکایی درباره آینده ریال را نمی‌توان از کارزار فشار اقتصادی واشنگتن جدا کرد؛ اما پاسخ به این فشار نیز صرفاً با عرضه ارز خلاصه نمی‌شود. بانک مرکزی اکنون در خط مقدم جنگ ارزی قرار دارد؛ جایی که تأمین ارز مورد نیاز اقتصاد، مدیریت انتظارات و جلوگیری از تبدیل شوک خارجی به یک چرخه خودتقویت‌شونده ارزی، سه ضلع اصلی سیاستگذار برای بازگرداندن ثبات به بازار است.

بازار ارز ایران در روزهای اخیر فقط با یک نوسان اقتصادی معمول مواجه نیست؛ همزمان با تشدید فشارهای اقتصادی و مالی آمریکا علیه ایران، اظهارنظرهای مستقیم مقام‌های دولت آمریکا درباره آینده ارزش ریال نیز به بخشی از فضای روانی بازار تبدیل شده است. اسکات بسنت، وزیر خزانه‌داری آمریکا، در تازه‌ترین موضع‌گیری خود تصویری از ادامه سقوط ریال ارائه کرده و نرخ سه میلیون ریال برای هر دلار را مطرح کرده است؛ رقمی که در شرایط فعلی بیش از آنکه یک «پیش‌بینی مستقل اقتصادی» باشد، باید در چارچوب سیاست فشار حداکثری و عملیات اعلام‌شده واشنگتن علیه منابع مالی ایران تحلیل شود.

خزانه‌داری آمریکا از ۲۴ اوت ۲۰۲۶ رسماً عملیات موسوم به عملیات طرد اقتصادی را آغاز کرده و

۴



اعطای وام برای خرید طلا
ارز و رمزارز؛ ممنوع!

۳



مداخله هدفمند ارزی
به جای ارزپاشی

۲



سامانه «ناظر» وارد بازار
طلای آنلاین می‌شود

درس عبرت ۲ شوک ارزی ریسک خرید هیجانی دلار

ادامه یادداشت یک این تجربه‌ها نشان می‌دهد که در کنار عوامل واقعی عرضه و تقاضا، انتظارات نیز می‌تواند در دوره‌هایی نقش تعیین‌کننده‌ای در بازار ارز داشته باشد. بنابراین، برای تحلیل شرایط فعلی نیز باید میان تحولات سمت تسویه و تجارت خارجی و فشار ناشی از انتظارات و رفتارهای سرمایه‌ای تفکیک قائل شد. در شرایط فعلی، با وجود محدودیت‌های ناشی از تحریم و فشارهای اقتصادی، اتفاقی در سمت تسویه رخ نداده که بتوان بر اساس آن از یک بحران ارزی به معنای محدودیت جدی منابع و تخصیص ارز سخن گفت. حتی با وجود کاهش واردات، میزان تخصیص ارز انجام‌شده توسط بانک مرکزی فاصله زیادی با سال گذشته ندارد و تقریباً قابل مقایسه است. از سوی دیگر، میزان ارز نفتی که به‌صورت ماهانه وارد می‌شود نیز افزایش قابل توجهی داشته است. بانک مرکزی همچنین با مجموعه اقداماتی برای کاهش صف‌های ارزی، از جمله استفاده از معاملات صادرکنندگان، تلاش کرده است فشار موجود در سمت عرضه و تقاضا را مدیریت کند. بنابراین بخشی از فشار فعلی بازار را باید در فضای انتظاری و نگرانی‌های شکل گرفته نسبت به آینده جست‌وجو کرد.

در چنین شرایطی، رفتار مردم نیز اهمیت زیادی دارد. تجربه سال‌های ۱۳۹۷ و ۱۳۹۹ نشان داده است که افزایش انتظارات و حرکت هیجانی به سمت بازار ارز می‌تواند خود به عاملی برای تشدید نوسانات تبدیل شود. به همین دلیل، در شرایط فعلی بهتر است مردم از تصمیم‌های شتاب‌زده برای خرید ارز خودداری کنند.

حتی عرضه ارز اسکناس از سوی بانک مرکزی برای تأمین نیاز مردم نیز لزوماً به این معنا نیست که افراد باید با عجله برای خرید آن اقدام کنند. اگر بخش قابل توجهی از تقاضا صرفاً ناشی از نگرانی از افزایش بیشتر قیمت شکل گرفته باشد، ممکن است با تغییر انتظارات و سیاست‌های ارزی، نرخ ارز در مسیر متفادونی قرار گیرد.

البته شرایط امروز با سال‌های ۱۳۹۷ و ۱۳۹۹ تفاوت‌هایی نیز دارد. یکی از این تفاوت‌ها، وجود ابزارهای سرمایه‌گذاری و ابزارهای پوشش ریسک است که می‌توانند به افراد کمک کنند دارایی خود را تا حدی در برابر تغییرات نرخ ارز پوشش دهند، بدون آنکه الزاماً مستقیماً وارد بازار ارز شوند.

در واقع، امروز در کنار بازار آزاد، ابزارهای رسمی‌تر و کم‌ریسک‌تری نیز برای مدیریت ریسک تغییرات ارز وجود دارد که در سال‌های گذشته به این شکل در دسترس نبودند. برخی از این ابزارها ترکیبی از ابزارهای با درآمد ثابت و مؤلفه‌های مرتبط با تغییرات نرخ ارز هستند و می‌توانند برای افرادی که نگران کاهش ارزش دارایی خود هستند، امکان پوشش بخشی از این ریسک را فراهم کنند. بر این اساس، در شرایط فعلی مهم است که رفتار فعالان بازار و مردم صرفاً بر مبنای نگرانی و هیجان شکل نگیرد. تجربه گذشته نشان داده است که بازار ارز تنها تحت تأثیر اتفاقات سمت تجارت و عرضه واقعی نیست و تغییر انتظارات می‌تواند در مدت کوتاهی مسیر قیمت را تغییر دهد. بنابراین، تصمیم‌گیری درباره خرید ارز، به‌ویژه در شرایط پرنوسان، نیازمند توجه همزمان به تحولات واقعی بازار، سیاست‌های بانک مرکزی و فضای انتظاری حاکم بر اقتصاد است.

بازار را نباید به روایت واشنگتن سپرد

در طرف دیگر این میدان، بانک مرکزی ایران قرار دارد؛ نهادی که باید میان فشارهای خارجی، نیازهای واقعی اقتصاد و انتظارات بازار تعادل ایجاد کند و در برابر فشارها ایستادگی کند. راهبرد بانک مرکزی در چنین شرایطی نمی‌تواند صرفاً دفاع از یک نرخ اسمی باشد. مسئله اصلی، حفظ کارکرد بازار ارز و جلوگیری از تبدیل شوک سیاسی به چرخه خودتقویت‌شونده افزایش نرخ ارز است. چرا که اگر شوک خارجی موجب افزایش انتظارات شود و این انتظارات تقاضای ارز را بالا ببرد، افزایش تقاضا می‌تواند نرخ را بیشتر افزایش دهد. رشد نرخ نیز دوباره انتظارات افزایشی ایجاد می‌کند و چرخه‌ای شکل می‌گیرد که در آن «انتظار افزایش قیمت» خود به یکی از عوامل افزایش تقاضا تبدیل می‌شود.

مداخله هدفمند بانک مرکزی در چنین شرایطی می‌تواند با تأمین تقاضای واقعی، افزایش عرضه و جلوگیری از شکل‌گیری کمبود مصنوعی، این چرخه را کند کند. البته این سیاست با ارزیابی تفاوت دارد. ارزیابی به معنای عرضه بی‌هدف و بدون توجه به منابع و نیازهای واقعی اقتصاد است؛ اما مداخله هدفمند می‌تواند برای مدیریت نوسان‌های شدید و حفظ ثبات بازار انجام شود.

اهمیت «عملیات طرد اقتصادی» در این است که واشنگتن آن را صرفاً مجموعه‌ای از تحریم‌های موردی معرفی نکرده است. خزانه‌داری آمریکا اعلام کرده این عملیات شبکه‌های درآمدی، مالی و تجاری ایران را هدف می‌گیرد و برای طرفه‌های ثالثی که به همکاری با ایران ادامه می‌دهند، ریسک تحریم‌های ثانویه را افزایش می‌دهد. اخیراً خزانه‌داری آمریکا دسترسی یک بانک در امارات به نظام کارگزاری بانکی آمریکا را هدف قرار داد و ارتباط آن با شبکه مالی ایران را مبنای اقدام خود قرار داد. چند روز بعد، ۳۶ فرد و نهاد مرتبط با صنعت هواپیمایی ایران تحریم شدند و خزانه‌داری آمریکا اعلام کرد هدف از این اقدام، محدود کردن مسیرهای تأمین و انتقال منابع مرتبط با ایران است. این مجموعه اقدامات نشان می‌دهد فشار اقتصادی آمریکا تلاش دارد از چند مسیر همزمان عمل کند: کاهش درآمد، افزایش هزینه مبادله، محدود کردن شبکه مالی و افزایش ریسک همکاری با ایران.

در زمین آمریکا بازی نکنید

نرخ ارز در اقتصاد ایران یک قیمت معمولی نیست. دلار علاوه بر اینکه قیمت یک دارایی خارجی است، به‌صورت مستقیم یا غیرمستقیم بر هزینه واردات، قیمت نهاده‌های تولید، انتظارات تورمی و تصمیم سرمایه‌گذاری اثر می‌گذارد. در نتیجه، هر شوک ارزی می‌تواند آثار خود را به سایر بازارها منتقل کند.

اما همین ویژگی یک نکته مهم را نیز روشن می‌کند: اگر سیاستگذار بتواند بازار ارز

تازه‌های اقتصاد، جنگ آمریکا علیه ایران را در میدان اقتصاد بررسی می‌کند بانک مرکزی در خط مقدم جنگ



بخشی از سیاست ارزی است، نه یک اقدام جانبی.

سوال کلیدی اینجاست که آیا آمریکا می‌تواند نرخ دلار ایران را تعیین کند؟ پاسخ اقتصادی به این سؤال روشن است: هیچ مقام خارجی به‌تنهایی نمی‌تواند نرخ ارز یک اقتصاد را تعیین کند. اما یک دولت خارجی می‌تواند با تغییر دسترسی یک کشور به درآمدهای ارزی، افزایش هزینه تجارت، محدود کردن مسیرهای انتقال پول و تشدید ناطمینانی، بر شرایطی که نرخ ارز در آن شکل می‌گیرد اثر بگذارد. این همان تفاوت میان «تعیین نرخ» و «اثرگذاری بر عوامل تعیین‌کننده نرخ» است.

عملیات اقتصادی آمریکا اکنون به‌طور رسمی با هدف قطع مسیرهای درآمدی و مالی ایران دنبال می‌شود و اقدامات اخیر خزانه‌داری نشان می‌دهد این سیاست همچنان در حال گسترش است. بنابراین، پاسخ ایران نیز نمی‌تواند صرفاً در بازار فردایی و معاملات کوتاه‌مدت خلاصه شود. اکنون آزمون اصلی سیاستگذار پولی این است که بتواند میان سه هدف تعادل برقرار کند: تأمین ارز مورد نیاز اقتصاد، جلوگیری از انتقال شوک‌های خارجی به انتظارات تورمی و حفظ ذخایر ارزی برای مقابله با شوک‌های بعدی. اگر این سه هدف همزمان دنبال شود، فشار خارجی الزاماً به معنای تسلیم بازار ارز در برابر یک روایت بیرونی نخواهد بود.

واقعیت این است که هدفگذاری ۳۰۰ هزار تومان از سوی وزیر خزانه‌داری آمریکا یک عدد سیاسی — اقتصادی در دل یک کارزار فشار است. آنچه مسیر واقعی نرخ ارز را تعیین خواهد کرد، در نهایت توان اقتصاد ایران برای حفظ جریان درآمدهای ارزی، مدیریت منابع، تأمین نیازهای تجاری، کنترل انتظارات و خنثی کردن آثار فشار خارجی است. از این منظر، جنگ ارزی را باید فراتر از تابلوی قیمت دلار دید؛ میدان اصلی، نبرد بر سر منابع ارزی و مهم‌تر از آن، نبرد بر سر انتظارات اقتصادی است. و در این میدان، هر اندازه بانک مرکزی بتواند نیاز واقعی بازار را تأمین و انتظارات هیجانی را مهار کند، امکان خنثی کردن بخشی از اثر عملیات فشار اقتصادی آمریکا بیشتر خواهد شد.

را از شوک‌های کوتاه‌مدت و انتظارات هیجانی جدا کند، اثر فشار خارجی بر اقتصاد لزوماً به همان اندازه‌ای که در بازار غیررسمی منعکس می‌شود، به اقتصاد واقعی منتقل نخواهد شد. و این همان نقطه‌ای است که نقش بانک مرکزی برجسته می‌شود. بررسی روندهای بلندمدت نرخ ارز در ایران نیز نشان می‌دهد نرخ ارز تابع مجموعه‌ای از متغیرهای اقتصادی است و نمی‌توان مسیر آن را صرفاً با یک اظهارنظر سیاسی یا یک شوک کوتاه‌مدت توضیح داد. تفاوت تورم داخلی و خارجی، درآمدهای نفتی، رابطه مبادله، صادرات، واردات، رشد نقدینگی، بهره‌وری، کسری بودجه و انتظارات، همگی در مسیر نرخ ارز نقش دارند.

در دوره‌هایی که درآمدهای نفتی بالا بوده و عرضه ارز افزایش یافته، نرخ ارز توانسته برای مدتی از روند بلندمدت خود فاصله بگیرد. در مقابل، هنگام کاهش درآمدهای ارزی یا تشدید محدودیت‌های خارجی، بخشی از فشارهای انباشته‌شده در بازار ظاهر شده است. بنابراین، عددی مانند ۳۰۰ هزار تومان نمی‌تواند به‌تنهایی «سرنوشت» نرخ دلار را تعیین کند. چنین ارقامی، به‌ویژه هنگامی که از سوی مقام یک دولت خارجی و در متن یک کارزار فشار اقتصادی مطرح می‌شوند، خود بخشی از فضای انتظارات بازار هستند.

آزمون بانک مرکزی در برابر شوک انتظارات

در این میدان، بانک مرکزی با دو مسئله همزمان روبه‌روست. مسئله نخست، تأمین ارز مورد نیاز اقتصاد و حفظ جریان تجارت رسمی است؛ مسئله دوم، جلوگیری از تبدیل انتظارات افزایشی به تقاضای سفته‌بازانه. برای مقابله با مسئله دوم، صرف عرضه ارز کافی نیست. سیاستگذار باید به بازار پیام روشنی درباره ظرفیت تأمین نیازهای واقعی اقتصاد بدهد و هرچه بازار بیشتر اطمینان داشته باشد که نیازهای تجاری و واقعی ارز قابل تأمین است، انگیزه خرید احتیاطی کاهش می‌یابد. در مقابل، اگر فعالان اقتصادی تصور کنند در آینده دسترسی به ارز دشوارتر خواهد شد، حتی پیش از ایجاد کمبود واقعی، تقاضا افزایش می‌یابد. از همین رو، مدیریت انتظارات

سامانه «ناظر» وارد بازار طلای آنلاین می‌شود

طلا ثبت می‌شود، آیا به همان میزان طلای واقعی در اختیار پلتفرم قرار دارد؟

فعالیت رسمی‌تر این بازار را می‌توان از سال ۱۳۹۹ دنبال کرد؛ زمانی که ضوابط مربوط به سامانه معاملات آنلاین طلای آب‌شده و مصنوعات طلا جواهر و نقره برای صدور و تمدید پروانه کسب ابلاغ شد. پس از آن، تعداد سکوها فعال افزایش یافت و خرید آنلاین طلا به گزینه‌ای در دسترس برای گروه بیشتری از مردم تبدیل شد. رشد سریع این بازار، ضرورت نظارت بر پشتوانه معاملات را نیز بیشتر کرد. یکی از نگرانی‌های مطرح در این زمینه، «خالی‌فروشی» است؛ یعنی ایجاد تعهد برای فروش طلایی بیش از میزان موجودی واقعی. طرح این نگرانی البته به معنای متهم‌کردن همه سکوها نیست، بلکه مسئله اصلی، امکان راستی‌آزمایی دارایی کاربران است.

با آغاز عملیاتی‌شدن سامانه «ناظر» از ۱۰ مهر و اتصال سکوهایی مشمول از ۱۵ مهر، نظارت سیستمی بر معاملات طلای آنلاین وارد مرحله تازه‌ای می‌شود؛ طرحی که قرار است با تطبیق معاملات سکوها با موجودی واقعی خزانه‌ها، شفافیت و قابلیت ردیابی دارایی کاربران را افزایش دهد.

بازار خرید و فروش آنلاین طلا طی سال‌های اخیر رشد قابل‌توجهی داشته است. پلتفرم‌هایی که امکان خرید طلا با مبالغ پایین، حتی چند سوت، را فراهم می‌کنند، برای بخشی از مردم به یکی از روش‌های سرمایه‌گذاری تبدیل شده‌اند. برخی از این سکوها علاوه بر خرید و فروش، خدماتی مانند تحویل فیزیکی یا اعتبار با پشتوانه طلا نیز ارائه می‌کنند. با این حال، گسترش این بازار یک پرسش مهم را مطرح کرده است: وقتی در حساب کاربر عددی به‌عنوان موجودی

نسخه صندوق بین‌المللی پول برای مهار شوک ارزی چیست؟ مداخله هدفمند ارزی به جای ارزیابی



گزارش جدید صندوق بین‌المللی پول درباره ۲۵ اقتصاد نوظهور و در حال توسعه نشان می‌دهد مداخله ارزی زمانی می‌تواند به ثبات بازار کمک کند که جهش نرخ ارز ناشی از شوک‌های مالی، افزایش صرف ریسک و اختلال در عملکرد بازار باشد؛ اما اگر ریشه نوسان در عوامل بنیادی اقتصاد قرار داشته باشد، مداخله ارزی نمی‌تواند جایگزین اصلاحات پولی و مالی شود. یکی از دشوارترین تصمیم‌های بانک‌های مرکزی در اقتصادهای نوظهور، تشخیص این موضوع است که چه زمانی باید اجازه دهند نرخ ارز بر اساس عوامل بنیادی تعدیل شود و چه زمانی ورود به بازار برای جلوگیری از یک جهش بی‌ثبات‌کننده ضرورت دارد.

تازه‌ترین گزارش صندوق بین‌المللی پول با عنوان «محرک‌های نرخ ارز در اقتصادهای نوظهور و در حال توسعه؛ پیامدها برای مداخله ارزی» که ۱۷ سپتامبر ۲۰۲۶ منتشر شده، با استفاده از ۱۵ سال داده ماهانه ۲۵ اقتصاد نوظهور و در حال توسعه، بر همین تفکیک تمرکز دارد.

همه جهش‌های ارزی بنیادی نیستند

از نگاه صندوق، افزایش نرخ ارز می‌تواند دو منشأ متفاوت داشته باشد. نخست، تغییر در عوامل بنیادی مانند تورم، سیاست‌های پولی و مالی، رشد اقتصادی، تجارت خارجی و شرایط خارجی. اگر فشار ارزی از این متغیرها ناشی شود، تلاش برای تثبیت نرخ ارز از طریق عرضه مستمر ذخایر، بدون اصلاح ریشه‌های مشکل، راه‌حل پایداری نخواهد بود.

اما مسیر دوم به شوک‌های مالی و اختلال در عملکرد بازار مربوط می‌شود. افزایش ناگهانی صرف ریسک، دشوار شدن تأمین مالی، کاهش امکان پوشش ریسک یا تغییر سریع رفتار معامله‌گران می‌تواند نرخ ارز را در کوتاه‌مدت به‌شدت جابه‌جا کند، بدون آنکه همه این تغییرات به همان اندازه در عوامل بنیادی اقتصاد منعکس شده باشد. در چنین شرایطی، مداخله هدفمند بانک مرکزی می‌تواند نقش ضربه‌گیر را ایفا کند و مانع تبدیل یک شوک موقت به چرخه‌ای خودتقویت‌شونده شود.

مداخله هدفمند، نه ارزیابی

پیام مهم گزارش صندوق این است که مداخله ارزی نباید به معنای دفاع دائمی از یک نرخ مشخص یا عرضه بی‌هدف ذخایر باشد. هدف می‌تواند کاهش نوسان‌های شدید، کنترل جهش‌های غیرعادی در صرف ریسک و جلوگیری از انتقال اختلال بازار ارز به بازارهای مالی و اقتصاد واقعی باشد.

به بیان ساده، اگر بازار با یک شوک موقت نقدینگی ارزی یا جهش غیرعادی تقاضا مواجه باشد، عرضه ارز می‌تواند نقش ضربه‌گیر داشته باشد؛ اما اگر مشکل از تورم، کسری بودجه، رشد نقدینگی یا محدودیت‌های پایدار در درآمدهای ارزی ناشی شود، ذخایر ارزی نمی‌تواند جایگزین اصلاحات بنیادی شود.

مداخله هنوز در جعبه‌ابزار است

تجربه اقتصادهای بزرگ نیز نشان می‌دهد مداخله ارزی از ابزارهای سیاستگذار حذف نشده است. وزارت دارایی ژاپن اعلام کرده این کشور در ۲۹ آوریل و اول مه ۲۰۲۴ در مجموع ۹.۷۸۸۵ تریلیون ین در بازار ارز مداخله کرده و دلار فروخته و ین خریداری کرده است. مقام‌های ژاپنی این اقدام را واکنشی به نوسانات شدید و فعالیت‌های سفته‌بازانه عنوان کردند. سوئیس نیز در سال ۲۰۱۱ برای جلوگیری از تقویت شدید فرانک، حداقل نرخ ۱.۲۰ فرانک در برابر یورو را تعیین کرد و بانک مرکزی خود را برای خرید نامحدود ارز خارجی در صورت ضرورت آماده کرد.

مداخله فقط فروش ذخایر نیست

برزیل نیز در دوره‌های مختلف از ابزارهای مشتقه و سوآپ ارزی برای کاهش ریسک و مدیریت نوسانات استفاده کرده است. مطالعات بانک تسویه بین‌المللی نشان می‌دهد این ابزارها می‌توانند در شرایط شوک خارجی، فشار بر تأمین اعتبار داخلی را کاهش دهند. بنابراین مداخله ارزی الزاماً به معنای فروش مستقیم ذخایر

نیست و بسته به ساختار بازار، ابزارهای مختلفی از جمله سوآپ و قراردادهای پوشش ریسک نیز قابل استفاده است. مهم‌ترین محدودیت مداخله ارزی، منابع در اختیار بانک مرکزی است. هرچه مداخله یک‌طرفه و طولانی‌تر شود، فشار بیشتری بر ذخایر و ترازنامه بانک مرکزی وارد می‌کند. از همین رو، مداخله زمانی می‌تواند اثربخش‌تر باشد که در کنار سیاست پولی، مالی و اقدامات مربوط به ثبات مالی اجرا شود. ذخایر ارزی را باید سپر سیاستگذار در برابر شوک‌ها دانست، نه منبعی برای پنهان کردن ناترازی‌های مزمین اقتصاد.

نسخه صندوق برای بازار ارز چیست؟

پیام اصلی گزارش صندوق بین‌المللی پول روشن است: پیش از مداخله، باید منشأ شوک شناسایی شود. اگر افزایش نرخ ارز ناشی از تغییر عوامل بنیادی باشد، اصلاح سیاست‌های پولی و مالی و اجازه به تعدیل

نرخ ارز اهمیت بیشتری دارد. اما اگر فشار ناشی از شوک مالی، افزایش غیرعادی صرف ریسک یا اختلال در عملکرد بازار باشد، مداخله هدفمند می‌تواند به عنوان یکی از ابزارهای مناسب برای مهار بحران به کار گرفته شود.

تجربه اقتصادهای مختلف و چارچوب صندوق یک پیام مشترک دارد: مداخله ارزی نه تابو است و نه معجزه. این ابزار زمانی می‌تواند مؤثر باشد که سیاستگذار بدانند با چه شوکی مواجه است، چرا وارد بازار می‌شود، چه ابزاری را انتخاب می‌کند و چگونه آن را با سیاست‌های پولی و مالی هماهنگ خواهد کرد. بنابراین مسئله اصلی در بازار ارز ایران صرفاً «۲ میلیارد دلار» نیست؛ بلکه هدف، زمان‌بندی، نحوه اجرا و منشأ شوکی است که بانک مرکزی قصد دارد با مداخله خود مهار کند. مداخله می‌تواند برای عبور از یک شوک زمان‌بخرد، اما نمی‌تواند برای همیشه جایگزین اصلاحات بنیادی اقتصاد شود.

۳ موقعیت برای ورود بانک مرکزی

چارچوب صندوق به‌طور کلی سه موقعیت را برای مداخله ارزی برجسته می‌کند: نخست، زمانی که جهش صرف ریسک ارز ناشی از شوک مالی و اصطکاک‌های بازار باشد؛ دوم، زمانی که نوسان شدید ارز تهدیدی برای ثبات مالی ایجاد کند؛ و سوم، زمانی که افت شدید ارزش پول ملی خطر افزایش انتظارات تورمی و خروج آنها از لنگر خود را افزایش دهد. در هر سه حالت، مداخله ارزی به‌عنوان یک ابزار مکمل مطرح است، نه جایگزین سیاست پولی و مالی. مطالعه صندوق همچنین با بررسی کشورهایمانند شیلی و برزیل نشان می‌دهد دوره‌های ناشی از شوک‌های مالی می‌توانند بخش قابل‌توجهی از نوسانات صرف ریسک را توضیح دهند و همزمان با کاهش فعالیت اقتصادی همراه باشند. بنابراین، مسئله سیاستگذار فقط قیمت دلار نیست؛ بلکه جلوگیری از انتقال شوک ارزی به اعتبار، سرمایه‌گذاری، تأمین مالی و تولید نیز اهمیت دارد.

عقبگرد سهام چین و تقویت یوان

اقتصاد چین در حالی با ضعف تقاضای داخلی و تداوم بحران بخش مسکن مواجه است که قدرت صادرات و ورود سرمایه، از یوان حمایت کرده است. شاخص سهام ۳۰۰ شرکت بزرگ چین از ابتدای سال حدود ۶ درصد افت کرده و بازده اوراق دولتی ۱۰ساله نیز با کاهش به حدود ۱.۶۶ درصد، به پایین‌ترین سطح از ژوئیه سال گذشته رسیده است. در مقابل، یوان به بالاترین سطح خود در بیش از سه سال گذشته در برابر دلار نزدیک شده است. تحلیلگران این واگرایی را نشانه تداوم «اقتصاد دو سرعت» چین می‌دانند؛ از یک سو مصرف داخلی، بازار مسکن و فعالیت بخش خصوصی با ضعف مواجه است و از سوی دیگر، صادرات و مازاد تجاری همچنان از پول ملی حمایت می‌کنند. در همین حال، سرمایه‌گذاران به سمت اوراق دولتی چین حرکت کرده‌اند و موقعیت‌های باز معاملات آتی اوراق ۳۰ساله به رکورد جدیدی رسیده است.

تزریق نقدینگی بانک مرکزی اندونزی

بانک مرکزی اندونزی در ماه سپتامبر خرید اوراق دولتی در بازار ثانویه را افزایش داد؛ اقدامی با هدف تقویت نقدینگی و حمایت از شرایط پولی داخلی. «اروپین گوناوان هوتاپئا»، رئیس مدیریت پولی این بانک، اعلام کرد مجموع خرید اوراق از ابتدای سال تا پایان سپتامبر به حدود ۳۰۰ تریلیون روپیه، معادل ۱۶.۷۹ میلیارد دلار، رسیده است. از ۲۱ ژوئیه تاکنون نیز بیش از ۱۱۰ تریلیون روپیه اوراق خریداری شده؛ در حالی که مجموع خرید تا آن زمان حدود ۱۸۸.۷ تریلیون روپیه بود. این سیاست در شرایطی اجرا می‌شود که بانک مرکزی همزمان برای حمایت از ارزش روپیه، در بازار ارز مداخله می‌کند. چنین مداخلاتی می‌تواند نقدینگی داخلی را کاهش دهد و خرید اوراق دولتی به خنثی‌کردن این اثر کمک می‌کند. بانک مرکزی همچنین در ماه‌های مه و ژوئن نرخ بهره سیاستی را مجموعاً ۱۰۰ واحد پایه افزایش داد. سیاست‌گذاران اکنون می‌کوشند میان ثبات ارزی، مدیریت نقدینگی و حمایت از رشد اقتصادی تعادل برقرار کنند.

جنگ و تورم؛ دو جبهه اقتصاد ترکیه

تشدید تنش‌های ژئوپلیتیکی، اقتصاد ترکیه را با افزایش هزینه انرژی، واردات و حمل‌ونقل و اختلال در زنجیره تأمین مواجه کرده است. بانک مرکزی ترکیه برای مقابله با این فشارها، سیاست پولی سخت‌گیرانه و مدیریت نقدینگی و اعتبارات را ادامه داده است. بر اساس گزارش این بانک، تورم سالانه مصرف‌کننده در ژوئیه به ۳۱.۸ درصد رسید و پیش‌بینی تورم پایان سال ۲۰۲۶ به ۲۸ درصد افزایش یافت. بانک مرکزی ترکیه همچنین تورم پایان ۲۰۲۷ و ۲۰۲۸ را به‌ترتیب ۱۵ و ۹ درصد پیش‌بینی کرده است. افزایش قیمت نفت، گاز و فرآورده‌های پتروشیمی از مهم‌ترین مسیرهای انتقال شوک جنگ به اقتصاد ترکیه بوده است. در مقابل، تغییر مسیر تجارت جهانی به افزایش صادرات ترکیه کمک کرده و کسری تجاری را کاهش داده است. همزمان، ذخایر ناخالص ارزی بانک مرکزی از ۱۵۵ میلیارد دلار در مارس به ۱۸۵ میلیارد دلار در اوت افزایش یافته است.

رئیس کل و معاون اسبق ارزی بانک مرکزی تبیین کردند

آرامش ارزی با مداخله هدفمند و اصلاحات ساختاری



ولی‌الله سیف، رئیس‌کل اسبق بانک مرکزی، مداخله ارزی را راه‌حل پایدار نوسانات نمی‌داند و معتقد است بدون مهار تورم و اصلاح ناترازی نظام بانکی، تزریق ارز تنها اثر کوتاه‌مدت خواهد داشت؛ در مقابل، سیدکمال سیدعلی، معاون اسبق ارزی بانک مرکزی، عرضه ارز را ابزاری برای بازگرداندن آرامش به بازار و کنترل التهاب و نقدینگی می‌داند؛ دو دیدگاهی که در یک نقطه مشترک‌اند: مداخله ارزی می‌تواند برای مدیریت شوک کوتاه‌مدت به کار گرفته شود، اما ثبات پایدار بازار ارز در گرو اصلاح متغیرهای بنیادی اقتصاد است.

نسخه سیف برای ثبات ارزی

ولی‌الله سیف، رئیس کل اسبق بانک مرکزی با تأکید بر اینکه نرخ ارز تحت تأثیر دو دسته متغیرهای بنیادی و غیربنیادی قرار دارد، گفت: تا زمانی که ریشه‌های ساختاری اقتصاد، از جمله تورم و ناترازی نظام بانکی، اصلاح نشود، تزریق ارز از سوی بانک مرکزی اثری مقطعی خواهد داشت و پس از مدت کوتاهی اثر خود را از دست می‌دهد. وی با تبیین عوامل مؤثر بر بازار ارز افزود: نوسانات نرخ ارز تحت تأثیر دو نوع متغیر است؛ نخست متغیرهای بنیادی و دوم متغیرهای غیربنیادی و هیجانی. مهم‌ترین متغیر بنیادی در اقتصاد ایران تورم است و زمانی که اقتصاد با تورم مزمن و بالا مواجه است، افزایش نرخ ارز پدیده‌ای طبیعی و قابل پیش‌بینی خواهد بود و نباید از آن تعجب کرد. سیف ادامه داد: نوسانات کوتاه‌مدت که تحت تأثیر اخبار یا تحلیل‌های مقطعی ایجاد می‌شوند، گذرا هستند و نباید ذهن سیاست‌گذار و مردم را از عامل اصلی منحرف کنند. در بلندمدت، مهم‌ترین عامل تعیین‌کننده نرخ ارز، تورم است و اگر قصد مهار قیمت ارز را داریم، باید در درجه نخست عوامل تشدیدکننده تورم را شناسایی و برای رفع آنها اقدام کنیم.

تزریق هدفمند باشد

رئیس اسبق بانک مرکزی درباره اقدام بانک مرکزی برای تزریق ارز به بازار گفت: هر میزان ارزی که بانک مرکزی تزریق کند، اثر آن کوتاه‌مدت خواهد بود و پس از چند روز بازار می‌تواند به وضعیت قبلی خود بازگردد. بانک مرکزی تا زمانی که متغیرهای اصلی، یعنی تورم و ناترازی‌های عمیق نظام بانکی، اصلاح نشوند، نمی‌تواند به نتیجه پایدار دست یابد. تزریق ارز در شرایط ناترازی ساختاری، مانند ریختن آب در هاون است. سیف با اشاره به ضرورت اصلاح رویه‌های بانکی ادامه داد: برای خروج از وضعیت ناترازی، باید دستورالعمل‌های مشخصی تدوین و ابلاغ شود. دولت باید از تحمیل تسهیلات تکلیفی به بانک‌ها خودداری کند. بانک‌ها باید بتوانند بر مبنای منابع و مصارف خود و با رعایت اصول کارشناسی و حرفه‌ای تصمیم‌گیری کنند تا امکان خروج از وضعیت ناترازی و ناتوانی مالی برای آنها فراهم شود.

ماجرای هیجان در بازار ارز

وی در پاسخ به این پرسش که آیا خرید دلار در شرایط کنونی اقدامی طبیعی است، گفت: مردم بازار ارز و طلا را برای حفظ ارزش دارایی‌های خود انتخاب می‌کنند و یکی از علل افزایش تقاضا در این بازارها نیز نرخ سود سپرده‌های بانکی است که به‌شدت پایین‌تر از نرخ تورم قرار دارد. رئیس اسبق بانک مرکزی افزود: در شرایطی که سود سپرده بانکی از تورم عقب است، سپرده‌گذار عملاً با کاهش ارزش واقعی دارایی خود مواجه می‌شود. این وضعیت باعث می‌شود بخشی از نقدینگی از نظام بانکی خارج و به سمت بازارهای طلا و ارز حرکت کند تا مردم بتوانند ارزش دارایی خود را در برابر تورم و نوسانات اقتصادی حفظ کنند.

سیف خاطرنشان کرد: تا زمانی که این چرخه معیوب اصلاح نشود و انضباط مالی در بودجه دولت و نظام بانکی حاکم نگردد، تلاطم‌های ارزی همچنان محتمل خواهد بود.

تزریق آرامش به بازار ارز

معاون اسبق ارزی بانک مرکزی در تحلیل نوسانات نرخ ارز طی روزهای اخیر خاطرنشان کرد: وقتی نرخ ارز یک پرش بلند انجام می‌دهد و بازار ملتهب می‌شود، وظیفه بانک مرکزی این است که بتواند آرامش را به جامعه القا و تزریق کند تا در این شرایط خاص، فعالیت‌های جدید بتواند شکل بگیرد و این وضعیت بهتر راهبری و مدیریت شود.



سیدکمال سید علی با اشاره به اقدامات اخیر بانک مرکزی در راستای کنترل بازار ارز، اظهار کرد: تزریق دو میلیارد دلار به بازار ارز به لحاظ روانی نوعی نمایش قدرت محسوب می‌شود؛ چرا که القا می‌کند که بانک مرکزی با توجه به شرایط مربوط به واردات، کاهش ثبت سفارش‌ها و کاهش صادرات و بروز مشکلاتی در بازگشت ارز حاصل از صادرات به داخل کشور، همچنان توانایی مدیریت بازار را دارد. به گفته سیدعلی این حرکت نشان می‌دهد که بانک مرکزی این امکان را دارد که بازار ارز را مدیریت کند.

مقابله با انتظارات تورمی

معاون اسبق ارزی بانک مرکزی با اشاره به برخی تبلیغات منفی و نگرانی‌ها درباره وضعیت اقتصادی کشور گفت: تبلیغات زیادی در دنیا مطرح می‌شود که فروپاشی اقتصادی در حال اتفاق افتادن است یا ابرتورم در حال شکل‌گیری است. در این فضا اقداماتی که در حال انجام است، از افزایش قیمت بنزین گرفته تا فروش ارز در بازار، می‌تواند کمک کند بانک مرکزی در این شرایط خاص، که ابتدای پاییز نیز هست، نقدینگی را کنترل کند.

سیدعلی با بیان اینکه فرصت زیادی برای تصمیم‌گیری وجود ندارد، افزود: شاید اگر در این مقطع تصمیمی گرفته نمی‌شد طی ماه‌های آینده آسیب‌پذیری ما بیشتر می‌شد. بنابراین این تصمیمات، تصمیمات لازمی بوده است. البته به گفته او، محاسبات اقتصادی بانک مرکزی و مجموعه اقتصادی دولت باید به‌طور دقیق انجام شده باشد تا مشخص شود این اقدامات چه اثری بر نقدینگی و متغیرهای کلان اقتصادی خواهد داشت و جمع‌آوری این پول قرار است چه نتیجه‌ای ایجاد کند.

افزایش قیمت کالاها مدیریت شود

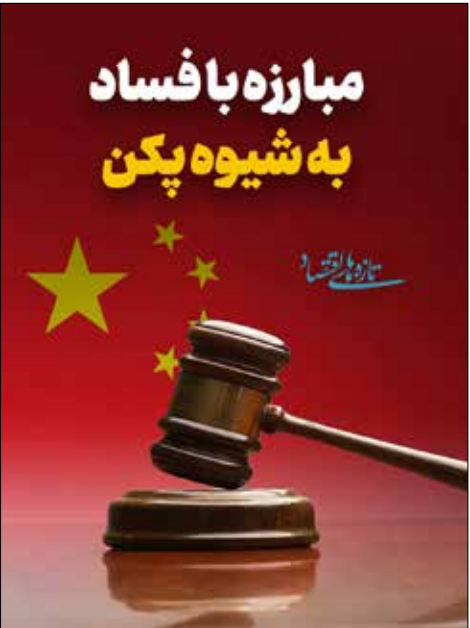
سیدعلی در ادامه با اشاره به افزایش قیمت کالاها در سراسر کشور گفت: به هر حال به نظر می‌رسد، خصوصاً در شهرستان‌ها و در سراسر کشور افزایش قیمت کالاها زیاد شده است. این مسئله باید مدیریت شود تا حداقل از طریق

اعطای تسهیلات برای خرید طلا، ارز و رمزارزها ممنوع شد

بانک‌ها و موسسات اعتباری با رعایت بیش از پیش الزامات مربوط به اعطای تسهیلات، مراقبت‌های لازم برای پیشگیری از بروز هرگونه انحراف منابع بانکی به سمت مقاصد سفته‌بازی و غیرمولد را به عمل آوردند. بانک مرکزی طی بخشنامه شماره ۱۷۰۵۳۹/۰۵ مورخ ۸ مهرماه ۱۴۰۵ بر ممنوعیت مطلق اعطای هرگونه تسهیلات بصورت مستقیم یا غیر مستقیم، از طریق بانک یا واحدهای دیجیتال، برای مواردی همچون خرید طلا، ارز (دلار و سایر اشعار خارجی) و انواع رمز ارزها و سکوها مبادلاتی چنین اقلامی، تأکید و تصریح کرد. در این بخشنامه تأکید شده است: با توجه به لزوم تأمین مالی بخش واقعی اقتصاد، لازم است تخصیص منابع بانکی با رعایت دقیق موازین تخصیص به خصوص اهلیت‌سنجی و اعتبارسنجی متقاضیان تسهیلات، مراقبت حداکثری به پرداخت تسهیلات به بنگاه‌های اقتصادی مولد و نظارت بر مصرف آن انجام پذیرد.

همچنین مسئولیت هرگونه انحراف در مسیر مصرف تسهیلات و تضاد آن با چارچوب‌های ابلاغی، متوجه مدیریت‌های ذیربط بوده و در صورت مشاهده تخلف، تمامی مدیران و کارکنان مربوط به مراجع انتظامی و نظارتی و قضایی معرفی خواهند شد.

ویدئو



واقعیت اقتصادی یا فضای روانی؟

او موضوعات سیاسی را از عوامل مهم تأثیرگذار در ارز دانست و گفت: در حال حاضر مصاحبه‌هایی که رئیس‌جمهور آمریکا انجام می‌دهد و همچنین مصاحبه‌هایی که از طرف مسئولان ما انجام می‌شود، در این یک هفته باعث شده نگاه خاصی نسبت به تفاهمات سیاسی شکل بگیرد و همین موضوع نیز به افزایش نرخ ارز دامن زده است. او توضیح داد: مردم امیدوار هستند که یک تفاهم‌نامه امضا شود، حالا حداقل به صورت موقت، و بتوانند در یکی دو ماهی که در آستانه انتخابات آمریکا و همچنین با توجه به شرایط اسرائیل قرار داریم، مشخص کند موضوع به چه شرایطی خواهد رسید.

تاب‌آوری اقتصادی در شرایط خاص

سیدعلی با اشاره به شرایط پیش‌رو گفت: ما فکر می‌کنیم در یک ماه تا یک ماه و نیم آینده، تاب‌آوری بالاتر باشد. الان به هر حال این یک جنگ تاب‌آوری است. فضایی که در حال شکل‌گیری است، نشان می‌دهد این حرکت، حداقل در مورد دولت و بانک مرکزی، برای این است که اقتدار خود را نشان دهد و مشخص کند منابع ارزی کافی در اختیار دارد و می‌تواند دو میلیارد دلار را در بازار تزریق کند. به گفته او، این اقدام در واقع بخشی از همان بحث تاب‌آوری است که در حال اعمال شدن است.

او ادامه داد: مردم هم اگر بتوانند، بهتر است در شرایط فعلی توجه داشته باشند که خیلی از افراد پول‌های خرد خود را مثلاً برای خرید طلا یا دلار می‌برند و همین رفتار نیز تأثیر منفی بر بازار دارد؛ یعنی خود این رفتار باعث می‌شود افزایش قیمت ادامه پیدا کند و التهاب بیشتر شود.

نقش بانک مرکزی در کنترل التهاب بازار

سیدعلی در پایان تأکید کرد: التهاب بازار را باید بانک مرکزی بگیرد و حالا این تصمیم گرفته شده است. امیدواریم نگرش اقتصادی این قضیه از طریق واحدهای اقتصادی بانک مرکزی نیز مورد محاسبه دقیق قرار گرفته باشد و مشخص شده باشد که این اقدام چه تأثیر مستقیمی بر تورم و کنترل حجم نقدینگی خواهد داشت.