

عوامل عمده در تعیین نرخ ارز چیست ؟

معادلات داخلی و خارجی در تعیین نرخ ارز نقش ویژه دارند و همچنین قدرت پول ملی و ارزش برابری آن از موضوعات تعیین کننده در مناسبات اقتصادی امروز جهان است.

فارغ از استفاده ایزاری از پول در تعیین قیمت کالا و خدمات تجارت بین المللی، سالیان درازی است که معاملات خود پول (ارز) بازاری مستقل و هیجان برانگیز برای خود دست و پا کرده است.

تقابل پول ها در جهان بیانگر برآیند مجموعه عواملی است که قابلیت و اهمیت آنها را تعیین می کنند. واکاوی اینکه چرا ارز یک کشور قدرتمندتر از ارز کشور دیگری است، خود پرده از شگفتی های تامل برانگیزی برمی دارد که هریک به نوبه خود منبعت از ساختارهای مدون و قانون مندی در حوزه سیاست های پولی، مالی و تجاری در تعامل دقیق با انعطاف پذیری ها یا ثبات سیاست های خارجی، منطقه ای و بین المللی هر کشور است.

فارغ از فاکتورهای اصلی در ارزش گذاری نرخ ارز همچون «برابری قدرت خرید»، «تراز پرداخت ها»، «پول و دارایی های ارزی»، «برابری نرخ بهره» و عواملی از این دست که تاثیرات بلندمدت و تعیین کننده ای را برعهده دارند، برخی شیوه های ارزش گذاری به صورت یک حراج روزانه و صرف نظر از حجم مبادلات در تعیین نرخ ارز به کار گرفته می شوند. از جمله این شیوه ها روش تعیین نرخ ارز در حد (**rate Fixed Currency**) است. این شیوه تنها در بازار ارز اروپا رایج است که به طور روزانه و از طریق یک حراج مزایده باز (**Open market**) تعیین می شود. پیشنهادهای خرید و فروش معامله گران به طور آشکار اعلام شده و نشان داده می شود. بالاترین پیشنهاد خرید و پایین ترین پیشنهاد فروش برای محاسبه میانگین روزانه تعیین نرخ ارز به کار برده می شود.

در بازار ارز هریک از فعالان بازار از جمله شرکت ها و بانک ها نیز خود روزانه به ارائه نرخ هایی متفاوت براساس دارایی ها و پرتفوی ارزی خود می پردازند. در شهر فرانکفورت بندر تجاری و مالی بزرگ آلمان نیز روزانه نرخ ارز مرجع اروپا تعیین می شود. این شیوه ها هریک به طور محلی و منطقه ای خود مرجعی قابل استناد هستند. تعیین نرخ ارز به این شیوه از سوی بانک های اروپایی گاهی به عنوان دقیق ترین نرخ ارز مد نظر قرار می گیرد و در معاملات بین بانکی از آن استفاده می شود.

اما مهم ترین عوامل پایه در تعیین برابری ارزهای جهان براساس برخی تئوری ها به شکل ۳:

- ۱ - مدل های معامله قسمتی (**models equilibrium Partial**) ✓
- ۲ - مدل معاملات عمومی (**models equilibrium general**) ✓
- ۳ - نامعادلات یا مدل های هیبریدی (**models disequilibrium or hybrid**) تعریف و بررسی شده اند. ✓

در مدل معادله های قسمتی ارتباط «برابری قدرت خرید» (**Purchase power parity**) که تنها بازارهای کالا را شامل می شود، همچنین «برابری نرخ بهره پوشش یافته» (**parity rate Covered interest**) برابری بهره پوشش نیافته (**uncovered interest rate parity**) که بازار دارایی ها را بررسی می کند و مدل معاملات خارجی که مهم ترین عامل تعیین نرخ برابری ارز را «تراز پرداخت ها» می داند، مورد بررسی قرار می دهد.

مدل های عمومی تعیین نرخ ارز، معاملات بازار کالا، بازار پول و تراز پرداخت ها را نیز شامل می شود. ترکیب معادلات پولی با تعدیل قیمت و تعدیل خروجی به سوی معادلات بلندمدت که به معادلات پولی هیبریدی در کنار «برابری قدرت

خرید» یا «برابری بهره پوشش نیافته» تعبیر می شود. تراز پرداخت‌ها در این تحقیقات به عنوان پایه اصلی معادلات تعیین نرخ ارز به شمار می آید.

برابری قدرت خرید

«برابری قدرت خرید» به عنوان یکی از عوامل مهم و تاثیرگذار در تعیین نرخ ارز به شمار می رود. این مکانیسم در شرایطی به کارآیی قابل قبولی در تعیین نرخ ارز می رسد که قیمت‌های کالا در دو کشور واقعی بوده و فارغ از مشکلات واردات و صادرات، کیفیت محصولات نیز یکسان باشد.

رابطه برابری قدرت خرید به تئوری تعیین نرخ ارز از طریق فرضیات رفتار واردکنندگان و صادرکنندگان در پاسخ به تغییرات مربوط به هزینه سبدهای بازار ملی تبدیل شده است. در واقع زمانی که یک کالا در کشوری یک قیمت و در کشور دیگر بهای دیگری دارد، انگیزه سوداگری، بازرگانان را به خرید این کالا با قیمت کمتر و فروش آن با قیمت بالاتر وادار می دارد. این قانون تفاوت قیمت می تواند به برابری قدرت خرید (PPP) منتج شود، ضمن اینکه معادله سبد کالاها در بازار کشورها را نیز تبیین می کند. در خصوص کالاهای ویژه تک‌نرخ در سطوح بین‌المللی، انتظار می رود آربیتراژ آنها بیش از آنکه بر سبد بازار کالا و خدمات تاثیر بگذارد، بر نرخ ارز تاثیر خواهد داشت. برابری قدرت خرید (Purchase Power Parity) از یک قانون ویژه و در عین حال ساده منتج می شود. به طور مثال اگر یک موز در آمریکا یک دلار و در اسپانیا ۱۳۳ «پزوتا» (واحد پول سابق اسپانیا) معامله شود، نرخ برابری دلار آمریکا در مقابل این ارز یک به ۱۳۳ است. این قانون به قانون تک‌نرخ کالا (Law of one price) موسوم است که از مقایسه نرخ خرید یک کالا در دو کشور می توان به برابری ارزشهای آنها پی برد. در این میان دلایلی وجود دارد که همیشه «برابری قدرت خرید» کارآیی تمام و کاملی ندارد.

از جمله اینکه قانون تک‌نرخ کالا در کوتاه‌مدت انجام‌پذیر نیست. قانون تک‌نرخ نیازمند آربیتراژ کامل کالا است. این بدین معنی است که اشخاص قادر باشند که هر کالایی را وارد و صادر کنند. این کالا باید در عین یکسان بودن از لحاظ کیفی در کشورهای مختلف، قیمت‌های مختلفی داشته باشد. فرض این شرایط در کوتاه‌مدت دشوار است. از سویی بازار داخلی کشورها به دلیل تعدد وجود خرده‌فروش‌ها و واسطه‌های فروش، با تفاوت قیمت روبه‌رو است. دیگر اینکه فرض بر این است که دولت‌ها در تعرفه‌های گمرکی، سهمیه‌های تجاری، مالیات و شرایط محدودکننده‌ای از این دست دخالت نکنند.

از سویی دیگر «برابری قدرت خرید» به دلیل برخی کالاهای مهم غیرقابل تجارت و تفاوت بهره‌وری در بخش‌های مختلف کشورها نمی تواند در درازمدت به عنوان شاخص تعیین‌کننده در برابری ارزشها باشد. این بدین معنی است که همواره در کشورها یک تفاوت دائمی در سطح قیمت‌ها وجود دارد که از طریق نرخ ارز نیز قابل جبران نیست. همان‌طور که سلیقه‌ها نیز دستخوش تغییر می شوند، نرخ ارز نیز تغییر می کند. از سویی ساختار بازارها نیز ممکن است تغییر کند و معادلات تعیین نرخ نیز به هم بریزد. در این میان موارد کمی وجود دارد که شاخص PPP در کوتاه‌مدت نیز قابل اعتنا است. در این صورت اقتصاد با شرایط تورمی شدید دست به گریبان است و ارز داخلی (پول ملی) توانایی ارزش‌گذاری قیمت‌ها را ندارد و بنگاه‌های اقتصادی ترجیح می دهند که اقتصاد خود را دلاریزه کنند.

تراز پرداخت‌ها

تراز پرداخت‌ها جدولی است حاوی مبادلات بدهکار و بستانکار یک کشور، کشورهای دیگر و سازمان‌های بین‌المللی که به شکل مشابه با حساب درآمد و مخارج شرکت‌ها تنظیم می‌شود. این مبادلات به دو گروه کلی تقسیم می‌شوند؛ حساب جاری و حساب سرمایه.

حساب جاری نیز متشکل از دو بخش است: تجارت مرئی (یعنی واردات و صادرات کالاها) و تجارت نامرئی (یعنی درآمد و مخارج خدماتی مانند بانکداری، بیمه، جهانگردی، کشتیرانی و نیز سود دریافتی از طرف‌های خارجی و بهره‌های پرداختی به آن‌ها) تفاوت میان درآمد ملی و مخارج ملی به صورت مانده حساب جاری منظور می‌شود.

در این تراز نامه جذب ارز به داخل کشور از محل صادرات کالا و خدمات به خارج یا ورود سرمایه به داخل کشور با ارقام مثبت منظور می‌شود که خود با افزایش نرخ برابری ارز رابطه مستقیم دارد.

اعمال سیاست‌هایی همچون کنترل ارز و خرید و فروش آن نیز از جمله اقداماتی است که از طریق تعدیل سطح تقاضای کل در اقتصاد داخلی برای خنثی کردن فشارهای وارده بر موازنه پرداخت‌ها به کار گرفته می‌شود.

در واقع تعیین نرخ برابری ارز (به صورت کاهش ارزش پول) از جمله سیاست‌های متداولی است که در کشورهایی که نظام ارزی ثابت یا مدیریت شده و حتی شناور مدیریت شده دارند، برای جبران کسری تراز پرداخت‌ها انجام می‌شود.

تعیین نرخ ارز از طریق تراز پرداخت‌ها بیشتر در خصوص اقتصادهای وابسته موضوعیت پیدا می‌کند. با این توضیح که معادلات داخلی و خارجی در تعیین نرخ ارز نقش ویژه دارند.

فرض معاملات داخلی این است که اشتغال به حد کافی وجود دارد و نرخ بیکاری در حد طبیعی خود است و به عبارت دیگر فشاری برای تغییر میزان واقعی دستمزد وجود ندارد.

اما معاملات و موازنه‌های خارجی بیشتر به تراز پرداخت‌ها توجه می‌کنند. اگرچه برخی حساب جاری را با تراز پرداخت‌ها اشتباه می‌گیرند. در واقع این تئوری عجیبی است که می‌تواند انحراف از برابری قدرت خرید یا خود برابری قدرت خرید را در صورت لزوم توضیح دهد.

در این میان، مشکل آنجا است که نه می‌توان دقیقاً نرخ طبیعی اشتغال را تعیین کرد و نه می‌توان به نرخ ارزی که شامل موازنه حساب‌های خارجی باشد، دست یافت.

پول و دارایی‌های ارزی

افزایش ارزش دارایی‌های ارزی خود موجب تقویت پول ملی می‌شود. بنگاه‌های مالی و بانک‌های مرکزی با مدیریت ذخایر ارزی خود می‌توانند ضمن آربیتراژ به تقویت برابری پول خود با سایر ارزها اقدام کنند. در یکی از معاملات این بخش که به «برابری بهره پوشش یافته» (CIRP) موسوم است، اگر کاهش قیمت قابل انتظار توسط تفاوت نرخ بهره جبران شود بنگاه‌ها می‌توانند از آربیتراژ استفاده کنند.

مداخلات دولت

دولت‌ها مکرراً در بازار ارزهای خارجی مداخله می‌کنند و با فروش بخشی از ارزهای خارجی و ابزارهای پولی داخلی به استرلیزه کردن بازار و حتی با خرید سهام از بازار بورس داخلی به برخی مداخلات در بازار دامن می‌زنند. استرلیزه کردن در بانک‌های مرکزی همان تغییر در ترکیب ذخایر ارزی است. بانک‌های مرکزی اصولاً ذخایر ارزی را افزایش داده و اعتبارات داخلی را کاهش می‌دهند.

برابری نرخ بهره (parity rate Interest)

سیاست‌گذاران پولی دریافته‌اند که سیاست‌های اتخاذ شده از سوی آنان بر برابری نرخ ارز تأثیرگذار است. افزایش نرخ بهره در داخل کشور عموماً موجب افزایش ارزش پول ملی می‌شود و پایین آمدن نرخ بهره به افت ارزش پول کشور منجر می‌شود. بدین ترتیب قیمت‌داری‌ها نقش مهمی در نوسان نرخ ارز دارد. برابری نرخ بهره در ارتباط خود با نرخ ارز و نرخ تورم به دو شکل برابری نرخ بهره پوشش یافته (**parity rate Covered interest**) و برابری نرخ بهره پوشش نیافته (**parity rate Uncovered interest**) بیان می‌شود. برابری نرخ بهره پوشش یافته، رابطه قیمت آنی بازار و نرخ ارز در بازار آنی با نرخ بهره اوراق قرضه در اقتصاد دو کشور را بیان می‌کند. برابری نرخ بهره پوشش نیافته، رابطه قیمت‌های آنی و نرخ ارز مورد انتظار با نرخ بهره اسمی اوراق قرضه کشور را بیان می‌کند.

معادلات تعیین نرخ ارز به واسطه برابری نرخ بهره پوشش یافته به طور معمول بیان می‌کند که نرخ بهره داخلی باید بیشتر از نرخ بهره خارجی با مقدار برابر با نرخ تنزیل پول داخلی باشد. به طور مثال اگر نرخ برابری یوآن چین در مقابل دلار آمریکا ثابت باشد نرخ بهره در کشور نیز باید یکسان باشد. انحراف از این معادله به علت‌هایی چون هزینه تراکنش‌ها، ریسک‌های سیاسی، منابع ظرفیت‌های مالیاتی و مزیت‌های نقدینگی نسبت داده شده است. در خصوص برابری نرخ بهره پوشش نیافته گفته می‌شود از آنجایی که سرمایه‌داران اصولاً نسبت به رویدادهای آنی بی‌اعتماد هستند در چارچوب انتظارات عقلانی، اگر اطلاعات جدید بررسی شود نرخ بهره در آینده باید قویاً تحت تأثیر انتظارات بازار باشد. در یک محیط غیرقابل اعتماد، وضعیت برابری یک نرخ بهره احاطه نشده ممکن است مورد توجه قرار گیرد. در واقع ممکن است که سایر متغیرها تغییری نداشته باشند. اما تغییر نرخ بهره ممکن است بر حسب شرایط با نرخ بهره مورد انتظار جایگزین شود.

برابری نرخ بهره در تعیین نرخ ارز در واقع به مفهوم برابری نرخ بازدهی دارایی در دو کشور است. اگر بازدهی دارایی‌های مالی بر حسب پول داخلی اندازه‌گیری شود، نرخ بازدهی دارایی‌های مالی داخلی (در کوتاه مدت) برابر است با نرخ بهره داخلی که مقدار این نرخ برابر است با نرخ بهره دارایی‌های خارجی به علاوه (منهای) نرخ انتظاری افزایش (کاهش) ارزش پول خارجی. نوسان نرخ ارز حقیقی از نابرابری نرخ بهره دو کشور مورد مقایسه ناشی می‌شود که نرخ ارز قابل انتظار نیز از این حیث تغییر می‌کند.

وجود ریسک نقش مهمی در این راستا ایفا می‌کند. در صورتی که عوامل کنترلی خاص در میان نباشد برابری نرخ بهره عامل قدرتمندی در تعیین برابری ارزها است.

در شرایطی که در برابر ریسک نوسان نرخ ارز رفتاری خنثی وجود داشته باشد، (بدون پوشش نرخ بهره) تفاضل نرخ بهره داخلی و خارجی برابر است با تغییر انتظاری نرخ ارز. اگر نرخ انتظاری ارز از نرخ فعلی بیشتر باشد انتظار داریم

که کاهش آتی ارزش پول داخلی با افزایش انتظاری ارزش پول خارجی برابر باشد و اگر نرخ انتظاری ارزش از نرخ فعلی ارزش کمتر باشد انتظار داریم که افزایش آتی ارزش پول داخلی با کاهش انتظاری ارزش پول خارجی برابر باشد. در شرایط گریز از نوسان نرخ ارز سازوکار پوشش نرخ بهره به کار می‌آید. با انجام دادوستد تامین در بازار سلف ارز افراد خود را از ریسک تغییرات نرخ ارز مصون می‌دارند. در این صورت نرخ سلف ارز باید جانشین نرخ انتظاری ارزش در معامله برابری نرخ بهره شود.

یعنی اگر نرخ سلف ارز از نرخ فعلی بیشتر باشد انتظار داریم که کاهش آتی ارزش پول داخلی با افزایش انتظاری ارزش پول خارجی برابر باشد و اگر نرخ سلف ارز از نرخ فعلی کمتر باشد انتظار داریم که افزایش آتی ارزش پول داخلی با کاهش انتظاری ارزش پول خارجی برابر باشد.

نرخ ارز و بهره‌وری

نتایج مطالعات نشان می‌دهد که برابری قدرت خرید (PPP)، برابری با پوشش نرخ بهره (CIRP) و برابری بدون پوشش نرخ بهره (UCIRP) تنها بخشی از معادلات تعیین نرخ ارز را تفسیر می‌کنند و به روشنی رابطه رفتار تولیدکننده و مصرف‌کننده را مورد توجه قرار نمی‌دهند.

سطح قیمت‌ها به واسطه عرضه و تقاضا تعیین می‌شود. از آنجایی که عرضه و تقاضا برای کالاها از رفتار تولیدکننده و مصرف‌کننده ناشی می‌شود همین رفتار آغاز مطالعات تعیین نرخ واقعی ارز است که از جمله اصول اقتصاد خرد در تئوری نرخ ارز می‌باشد.

تکنولوژی تولید، نیروی کار و میزان تولید در رقابت با یکدیگر بین کشورها با لحاظ برخی شرایط منجر به افزایش کارآیی و بهره‌وری و بالا رفتن نرخ ارز یک کشور می‌شود.

نتایج برخی فرمول‌های به کار گرفته شده نشان می‌دهد که قیمت نسبی ارز با نرخ نسبی تولید ناخالص داخلی (GDP) و سطح تکنولوژی به کار گرفته شده یا بهره‌وری در بخش کالاهای غیرتجاری بین اقتصاد و کشور سنجیده می‌شود. سطح بهره‌وری در داخل و خارج از کشور همچنین افزایش تولید ناخالص داخلی اسمی در داخل و خارج از یک کشور موجب استهلاک نرخ واقعی ارز می‌شود. به عبارت بهتر افزایش نرخ رشد اقتصادی و افزایش بهره‌وری در کالاهای غیرتجاری در یک کشور نسبت به کشور دیگر موجب استهلاک نرخ واقعی ارز می‌شود. از این رابطه همچنین دو عامل نیروی کار و سرمایه در تولید مورد توجه قرار می‌گیرند.

برخی نظریات بیان می‌کند کشورهایی که بهره‌وری بالاتری در کالاهای تجاری دارند تمایل به بالا بردن سطح قیمت‌ها دارند. برخی نظریات دیگر در این زمینه معتقدند که افزایش بهره‌وری کشور در بخش کالاهای تجاری افزایش متناسب دستمزدها را مجاز می‌کند.

اگر فرض افزایش نرخ دستمزدها به واسطه ارتباط بهره‌وری در کالاهای تجاری با غیرتجاری باشد دستمزدها نیز به واسطه بهره‌وری کالاهای غیرتجاری افزایش می‌یابند. این شرایط به افزایش سطح عمومی قیمت‌ها در اقتصاد و استهلاک نرخ واقعی ارز منجر می‌شود.

نرخ ارز و انعطاف پذیری قیمت‌ها

نتایج مطالعات کارشناسان همچنین نشان می‌دهد که عرضه پول و نرخ بهره پول خارجی و سطح قیمت‌های عمومی از جمله عواملی هستند که بر ارزش ارز و نرخ قابل انتظار آتی متغیرها اثرگذار هستند. افزایش در عرضه پول داخلی و رشد نرخ بهره خارجی، سطح قیمت‌های داخل و سطح نرخ اسمی ارز را بالا می‌برد، در آمد واقعی داخلی را تغییر می‌دهد و سطح قیمت خارج آثار منفی بر سطح قیمت‌های داخلی و سطح قیمت‌های خارجی دارند علاوه بر عوامل ذکر شده نرخ تورم، عرضه و تقاضا و نظام ارزی که به انواع نظام ارزی ثابت، شناور، شناور مدیریت شده و نظام ارزی مبتنی بر دلار آمریکا مانند کشورهای کویت، امارات و عربستان و تقسیم می‌شوند نیز در تعیین نرخ ارز دخالت دارند.

فهرست منابع و مآخذ

- (۱) معاونت امور اقتصادی وزارت اقتصاد، نگرشی بر مبانی نظری کنترل ارز
- (۲) پایگاه علم و فناوری نامیان دانش
- (۳) اندرس، والتر «اقتصادسنجی سری‌های زمانی با رویکرد کاربردی» ترجمه مهدی صادقی شاهدانی و سعید شوال پور،
- (۴) Ambler Steve, Dib Ali, Revi Nooman, "Nominal Rigidities and Exchange Rate
- (۵) <http://isfecon.blogfa.com/post-171.aspx>

گردآوری : محسن سنایی نژاد شماره پرسنلی ۲۴۷۹۸

متصدی امور ارزی اداره کل عملیات ارزی