



# افزایش پیش بینی پذیري نرخ ارز برای سرمایه‌گذاران

## تغییرات پیش بینی نشده نرخ ارز، اثر منفی بر سرمایه‌گذاری دارد

### تحلیل

به سطح بهینه سرمایه و حفظ آن می‌توان روند مناسبی را در رشد اقتصادی تجربه کرد. انباشت سرمایه در یک اقتصاد خود به طور مشخص، برآیندی تجهیزات تولیدی که موجب افزایش موجودی سرمایه می‌شود و استهلاک به مفهوم فرسودگی و از بین رفتن سرمایه‌های قبلی در فرایند تولید است که کاهش موجودی سرمایه را به همراه دارد. با شناسایی عوامل مؤثر بر این دو مقوله، یعنی سرمایه‌گذاری و استهلاک، می‌توان انباشت سرمایه را در اقتصاد مدیریت کرد و مسیر اقتصاد کشور در دستیابی به اهداف رشد هموار شود.

**سرمایه‌گذاری و هزینه‌های مؤثر بر آن**  
در صورتی که استهلاک مقداری ثابت در نظر گرفته شود، امر سرمایه‌گذاری یک تصمیم مالی است که سرمایه‌گذاران به امید کسب سود مالی انجام می‌دهند. به طوری که سرمایه‌گذار باید به این نتیجه برسد که عایدی و بازگشت حاصل از سرمایه‌گذاری به اندازه‌ای خواهد بود که علاوه بر پرداخت تمامی هزینه‌ها، مقداری سود نیز باقی خواهند ماند. برای همه پروژه‌ها، هزینه سرمایه‌گذاری از یک «هزینه فنی ثابت» و یک «هزینه مرتبط با سیاست‌های کلان» یا فرض ثبات در سایر شرایط تشکیل می‌شود.

از منظر نخست (یعنی هزینه فنی ثابت)، به طور معمول در ادبیات اقتصادی با در نظر گرفتن هزینه‌های فنی به عنوان نمادی از تقاضا کالاهای سرمایه‌ای و امر سرمایه‌گذاری، بیان می‌کنند که در بلندمدت، سرمایه‌گذاری توسط سرمایه‌گذاران زمانی شکل می‌گیرد که بازده مورد انتظار در طول عمر پروژه از هزینه‌های آن در طول پروژه بیشتر شود؛ به بیان ساده تر بازده مورد انتظار پروژه در بلندمدت مثبت باشد. از سوی دیگر، «بن برزنانکی»، نویسنده اقتصاد در سال ۲۰۲۲ میلادی، این فرض را در نظری می‌گیرد که در طول

زمان، اطلاعات جدیدی به دستگاه تحلیلی سرمایه‌گذاران وارد می‌شود که قضاوت آنها در مورد بازده سرمایه‌گذاری را دستخوش تغییر می‌کند. لذا آگاهی صرف از بازده مورد انتظار بلندمدت برای تعیین سطوح سرمایه‌گذاری بهینه فعلی چندان مفید نیست. فرض دیگر بن برزنانکی این است که سرمایه‌گذاری‌های واقعی به شدت غیرقابل برگشت هستند که این یک توصیف معقول از اکثر سرمایه‌گذاری‌هاست؛ به عنوان مثال هنگامی که یک ماشین ابزار ساخته می‌شود، نمی‌توان آن را به ماشین ابزار کاملاً متفاوت دیگری تبدیل کرد، مگر

اینکه میزانی از ارزش اقتصادی قبلی آن از بین برود. از منظر دوم (یعنی هزینه مرتبط با سیاست)، از جمله هزینه‌هایی است که سرمایه‌گذار در گذر زمان به آنها دست پیدا می‌کند. نکته کلیدی در این خصوص این است که تحت یک فضای توأم با نااطمینانی در سیاست‌ها، سرمایه‌گذاران سعی می‌کنند تا خود را از عواقب شوم نااطمینانی مصون نگه دارند، از همین رو برای کاهش هزینه‌های مورد انتظار (که اخلاک‌گر در سرمایه‌گذاری است) یا برای کسب اطلاعات بیشتر، سرمایه‌گذاری‌های

خود را به تعویق می‌اندازند یا به سمت پروژه‌های کوتاه‌مدت و زودبازده میل پیدا می‌کنند. حتی ممکن است سرمایه‌گذاران در صورت افزایش هزینه‌های مرتبط با سیاست، پروژه‌ای را به دلیل کاهش عایدی کل آن رها کنند که طبق ادبیات اقتصادی تحت عنوان سرمایه‌گذاری‌های برگشت‌ناپذیر و هزینه‌های هدررفته نامگذاری می‌شود. بنابراین در حالت تعادل، سرمایه‌گذاران پروژه‌هایی با هزینه سیاست‌گذاری پایین یا پروژه‌های کوتاه‌مدت را شروع می‌کنند.

از این رو، نااطمینانی و بی‌ثباتی در سیاست‌ها در حوزه سیاست‌گذاری اقتصادی اهمیت زیادی در تصمیمات عاملان اقتصادی در سرمایه‌گذاری دارد. در همین راستا، «سروین» در مطالعه‌ای که برای بانک جهانی انجام می‌دهد بیان می‌کند، نااطمینانی سیاستی در کشورهای با درآمد پایین نسبت به کشورهای با درآمد بالا بیشتر است و این عامل مهمی برای پایین بودن سرمایه‌گذاری و تولید بلندمدت در این

ثبات نرخ ارز به سبب شکل‌دهی انضباط لازم در سیاست‌گذاری‌های اقتصادی و ایجاد ثبات در انتظارات عاملان اقتصادی، موجب کاهش هزینه‌های مرتبط با سیاست‌های ارزی می‌شود

سیاست‌گذار اقتصادی به منظور کاهش نااطمینانی، باید امکان پیش بینی نرخ ارز با نوسانات کم را برای سرمایه‌گذاران فراهم کند

منفی بر سرمایه‌گذاری دارد. برای مثال می‌توان به مطالعات انجام شده نظیر گولدربرگ (۱۹۹۳)، آیزنمان و ماریسون (۱۹۹۵) و سروین (۱۹۹۸) اشاره کرد که نتایج پژوهش‌های آنها نشان می‌دهد بی‌ثباتی‌ها و نوسانات در متغیرهای کلان نظیر نرخ ارز اثر منفی بر سرمایه‌گذاری و تولید دارد، به طوری که حرکت در نرخ ارز ممکن است منشأ شکل‌گیری عدم اطمینان برای سرمایه‌گذارانی باشد که امکان‌پذیری سرمایه‌گذاری در یک پروژه جدید را ارزیابی می‌کنند. هرچند که با توجه به نوع صنعت و نهاده‌های تولیدی به کار رفته در آن، تأثیرپذیری از نرخ ارز و نوسانات آن متفاوت است، لیکن همانطور که ذکر شد این اتفاق نظر وجود دارد که نااطمینانی‌های آن در نهایت تأثیر منفی بر سرمایه‌گذاری دارد. بدیهی است آثار مخرب نوسانات نرخ ارز در صنایعی که سرمایه‌گذاری در آنها تابع بیشتری از واردات است، بسیار بیشتر باشد. این موضوع به ویژه در صنایع سنگین و بالادستی که نیازمند به کارگیری تکنولوژی‌های خاص و ماشین‌آلات وارداتی است، اهمیت بسزایی دارد. ثبات نرخ ارز به سبب شکل‌دهی انضباط لازم در سیاست‌گذاری‌های اقتصادی و ایجاد ثبات در انتظارات عاملان اقتصادی موجب کاهش هزینه‌های مرتبط با سیاست‌های ارزی می‌شود. مخصوصاً اقتصادهایی که در فرایند زنجیره تولید وابسته به مواد اولیه و کالاهای واسطه‌ای و کالاهای سرمایه‌ای خارجی هستند (که معمولاً هم کشورهای در حال توسعه یا نوظهور هستند)، نوسانات ارزی آثار قابل توجهی بر تأمین هزینه سرمایه در گردش بنگاه‌های تولیدی دارد.

با توجه به اثر سرمایه‌گذاری برای تقویت رشد اقتصادی و اهمیت هزینه‌های مرتبط با سیاست در تصمیم سرمایه‌گذاران، ثبات سیاست‌گذاری‌های اقتصادی در سطح کلان ضرورت پیدا می‌کند. یکی از هزینه‌های مرتبط با سیاست که در قصد سرمایه‌گذاری عاملان اقتصادی اثرگذار است، سیاست‌گذاری‌ها در حوزه ارز است، به طوری که ثبات نرخ ارز به دلیل انضباط بیشتر در سیاست‌گذاری و القای اعتماد در سرمایه‌گذار موجب افزایش اطمینان و جهت‌دهی آنها به سمت سرمایه‌گذاری در فعالیت مولد و بلندمدت می‌شود. در مقابل نوسانات در نرخ ارز باعث هدایت منابع سرمایه‌گذاری به سمت فعالیت‌های نامولد و زودبازده می‌شود.

نا توانی در پیش بینی تغییرات نرخ ارز موجب افزایش هزینه در تصمیم‌های اقتصادی از جمله برای سرمایه‌گذاری می‌شود. بنابراین سیاست‌گذاری در حوزه تعیین سیاست ارزی مطلوب یک بخش حیاتی برای تداوم سرمایه‌گذاری است و سیاست‌گذار اقتصادی به منظور کاهش نااطمینانی در این حوزه، باید امکان پیش بینی نرخ ارز با نوسانات کم را برای سرمایه‌گذاران فراهم کند.

کشورها است. **نااطمینانی نرخ ارز و آثار آن بر سرمایه‌گذاری**  
با توجه به موارد پیش گفته، اکنون این سؤال مطرح است که جایگاه نوسانات متعدد در نرخ ارز و نااطمینانی‌های آن در مقوله سرمایه‌گذاری به چه صورت است؟ یکی از هزینه‌های مرتبط با سیاست‌های کلان که در تصمیم سرمایه‌گذاران مؤثر است، سیاست‌گذاری‌ها در حوزه ارز در یک اقتصاد است. هم با مراجعه به سرمایه‌گذاران و بررسی واقعیات اقتصاد، نرخ ارز و تغییرات آن به عنوان یکی از عناصر مؤثر بر هزینه‌ها در تصمیمات اقتصادی، به ویژه در بخش سرمایه‌گذاری قلمداد می‌شود. در همین راستا، بروز نااطمینانی‌ها در نرخ ارز، برآورد هزینه مورد انتظار برای هر واحد سرمایه را متغیر می‌کند. سالیان متعددی است که در ادبیات علم اقتصاد، یک موافقت گسترده‌ای وجود دارد که تغییرات پیش بینی نشده نرخ ارز اثر



تصمیم‌گیری‌ها و اقدامات بانک مرکزی در قانون جدید پیش بینی شده، جایگزینی هیأت عالی با شورای پول و اعتبار فعلی است.

پایداری ارزش پول ملی، کارآمدسازی نظام بانکی و تنظیم سیاست‌های پولی داشت. از مهم‌ترین تغییراتی که به منظور کارآمدتر شدن

سیاست‌های احتیاطی و تعیین الزامات سرمایه‌گذاری است. همچنین در قانون جدید بانک مرکزی تلاش شده تا با حداکثر کردن میزان شفافیت میان ارکان، تصمیم‌گیری‌ها به شیوه‌ای اتخاذ شود تا سازگار تخصیص اعتبار و برهم‌کنش ذی‌نفعان مختلف، بیشترین بهره‌وری را حاصل کنند.

به عبارت دیگر، با تغییرات اعمال شده در ساختار و سازوکارهای موجود، تعارض منافع میان بازیگران مؤثر در شبکه بانکی کاهش می‌یابد. با توجه به تغییر ترکیب و وظایف مهم‌ترین نهاد تصمیم‌گیر در بانک مرکزی، می‌توان انتظار تغییراتی در شیوه ریل‌گذاری تحقق اهداف در زمینه‌هایی مانند کنترل تورم، حفظ

ارتباط بانک مرکزی با دولت چگونه باشد، تا درعین حفظ استقلال بانک مرکزی، هماهنگی سیاست‌های پولی و مالی نیز به صورت هم‌زمان برقرار باشد.

استقلال بانک مرکزی و افزایش قدرت بانک مرکزی در نظارت بر شبکه بانکی از جمله محورهای این قانون است که بر پایه این دو محور می‌توان به اصلاح ناترازی‌های نظام بانکی امید داشت. قانون جدید بانک مرکزی نقش این بانک را در نظارت و کنترل فعالیت بانک‌ها تقویت می‌کند، بستر تقویت این رکن بانک مرکزی شامل ایجاد بسترهای نظارتی قوی‌تر، اجازه دادن به بانک مرکزی برای تعیین سرمایه لازم برای بانک‌ها، تقویت اجرای

را می‌توان ریشه تورم در بلندمدت عنوان کرد و یکی از عوامل رشد فراینده حجم نقدینگی، ناترازی‌های موجود در نظام بانکی است. قانون موجود گاهاً در برابر این ناترازی‌ها پاسخ مناسبی را ارائه نمی‌داد و پشتوانه اقتدار بانک مرکزی برای استقلال عمل مناسب در تنظیم‌گری نظام پولی و بانکی کشور نبود. در حال حاضر، طرح اصلاح قانون بانک مرکزی پس از رفت و برگشت‌های معمول میان مجلس شورای اسلامی و شورای نگهبان، در ایستگاه مجمع تشخیص مصلحت نظام به نتیجه رسید و این طرح به قانون تبدیل شد و پشتوانه مناسبی برای استقلال بانک مرکزی است. قانون جدید بانک مرکزی تعیین می‌کند که شیوه

مصوب سال ۱۳۳۹ و «قانون پولی و بانکی کشور مصوب سال ۱۳۵۱» بوده است. سال ۱۳۶۲ هم برخی ملاحظات با نگاه شرعی به قانون بانکداری کشور اضافه و منتهی به تصویب «قانون عملیات بانکی بدون ربا» شد که در آن هیچ تغییری در مسائل فنی در نظر گرفته نشده بود. به طور کلی، از دهه ۸۰ به بعد و تشکیل بانک‌های خصوصی نشانه‌های نارسایی قوانین حوزه بانکداری کشور یک به یک شروع به پدیدار شدن کرد، به طوری که در حال حاضر سهم قابل توجهی از به وجود آمدن چالش‌های کلان اقتصادی و استمرار آنها مانند تورم را می‌توان در چالش‌های نظام بانکی جست‌وجو کرد.

رشد نقدینگی مازاد بر تولید در اقتصاد

### تحلیل

با اتمام بررسی و تصویب طرح قانون بانک مرکزی در مجمع تشخیص مصلحت نظام، این طرح به قانون تبدیل شد. سابقه قوانین حاکم بر نظام پولی و بانکی کشور به حدود ۵۰ سال گذشته بازمی‌گردد، در شرایطی که اساساً پیچیدگی‌های کنونی نظام بانکی و فعالیت بانک‌های خصوصی وجود نداشت و تمرکز بر مفاهیمی همچون نظارت بانک مرکزی و استقلال بانک مرکزی مطرح نبود. تا پیش از تصویب «قانون بانک مرکزی» حاضر، پایه‌های قانونی نظام بانکی کشور متأثر از «قانون بانکی و پولی