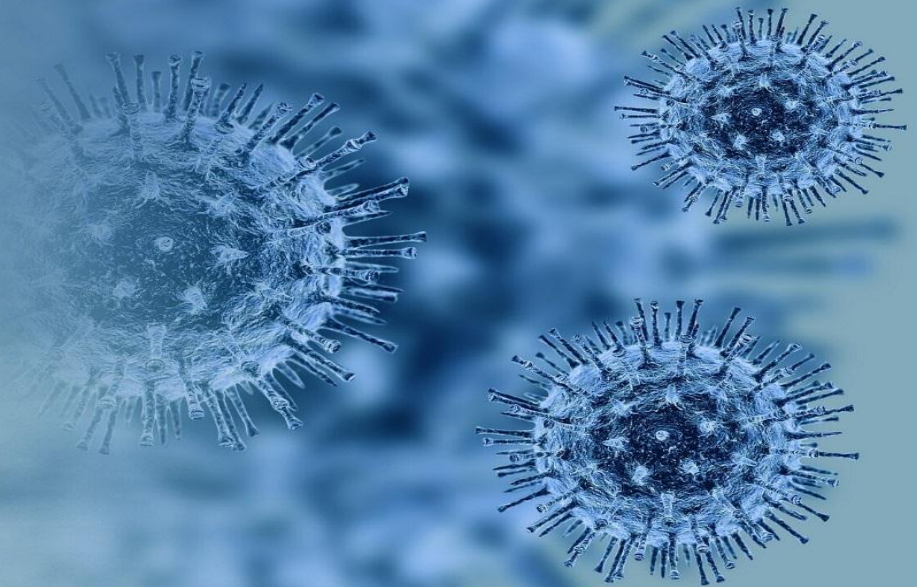




اتاق بازرگانی، صنایع، معادن و کشاورزی تهران  
معاونت بررسی‌های اقتصادی

## تغییرات نرخ ارز کشورها پس از شیوع کووید-۱۹



در سال ۲۰۲۰ و پس از شیوع کووید-۱۹ به دنبال تضعیف تجارت جهانی، کشورهای جهان شاهد تغییراتی در ارزش پول ملی و نرخ ارز خود هستند. گزارش حاضر به بررسی تغییرات نرخ ارز برخی کشورها طی بحران اخیر (فصل اول سال ۲۰۲۰ و تغییرات آن در ماه آوریل ۲۰۲۰ نسبت به ماه مارس همین سال) و پیشنهاداتی برای مقابله با آسیب‌پذیری اقتصادها می‌پردازد.

تسکینه: طاهره کریمی دستبانی

خردادماه ۱۳۹۹

## سیاست های نرخ ارز کشورهای G20 در همه گیری کووید-۱۹

فشارهای ناشی از تغییرات نرخ ارز در حین بیماری همه گیر کووید-۱۹ علامت مهمی برای سیاست گذاران جهانی از حیث ضرورت توجه به فشارهای اقتصادی، محسوب می شود. واکنش های جمعی و هماهنگ کشورهای G20 و سایر جهان می تواند به اقتصادهای آسیب پذیر کمک کرده و نوسانات بیش از حد ارز را تعدیل کند. اقدامات کلیدی برای مهار این مسئله شامل؛ برقراری خطوط مبادله سواپ بانک مرکزی؛ افزایش منابع برای موسسات مالی بین المللی و اجتناب از اعمال سیاست های حمایتی است. عملکرد بازارها روی قدرت دلار آمریکا، متمرکز شده است، اما دلار در برابر سایر ارزهای مهم اصلی مانند یورو و ین تغییر کمی کرده است. در عوض، ارزش پولی ملی بسیاری از بازارهای نوظهور و صادرکنندگان انرژی به شدت کاهش یافته است. در صورت تشدید این کاهش های ناخواسته، گروه ۲۰ و سایر کشورهای تحت تأثیر ممکن است مداخله هماهنگ مستقیم را در بازارهای ارز مطرح کنند.

### پیشینه

به مدت بیش از ۱۰ سال، رهبران کشورهای G20 متعهد شدند که پیرو سیاست تعیین نرخ ارز بر مبنای بازار باشند و از هدف گذاری نرخ ارز با انگیزه کسب مزیت های رقابتی خودداری کنند. با گذشت زمان، کشورهای G20 که سابقه دستکاری ارزی را داشتند- چین، ژاپن، کره و روسیه- به تدریج از خرید بیش از حد ارزهای خارجی، فاصله گرفتند. به نظر می رسد از سال ۲۰۱۸، هیچ کشور جزو G20 ارز خود را دستکاری نکرده است. با این وجود، دلار آمریکا در اواخر سال ۲۰۱۴ و اوایل سال ۲۰۱۵ به شدت تقویت شد زیرا بازارها پیش بینی می کردند که فدرال رزرو، نرخ بهره آمریکا را افزایش می دهد در حالی که به نظر می رسد نرخ دلار در بیشتر کشورهای دیگر همچنان پایین بوده است. دلار از اواخر سال ۲۰۱۵ تا فوریه ۲۰۲۰ (قبل از افزایش آن در مارس ۲۰۲۰) تقریباً پایدار بود (براساس شاخص واقعی دلار فدرال رزرو). با این حال، بیماری همه گیر کووید-۱۹ باعث تقویت دلار در برابر سایر ارزهای خارجی نشد بلکه در عوض، به نظر می رسد ارزش پول ملی کشورهای آسیب پذیر نسبت به سایر کشورها تضعیف شده است. دو عامل اصلی آسیب پذیری مزبور، بالا بودن انباشت بدهی های ارزی خارجی در قیاس با ذخایر ارزی و وابستگی بالای برخی اقتصادها به صادرات کالاهای اساسی و انرژی، است. در میان کشورهای فاقد این آسیب پذیری ها، نرخ ارز، تغییرات نسبتاً کمی داشته است، اما شواهد کمی مبنی بر حرکت به سوی ارزی که عموماً به عنوان پناهگاه های امن تلقی می شوند، به ویژه ارز ژاپن، سوئیس و ایالات متحده، وجود دارد.

### تغییرات نرخ ارز در کشورهای G20

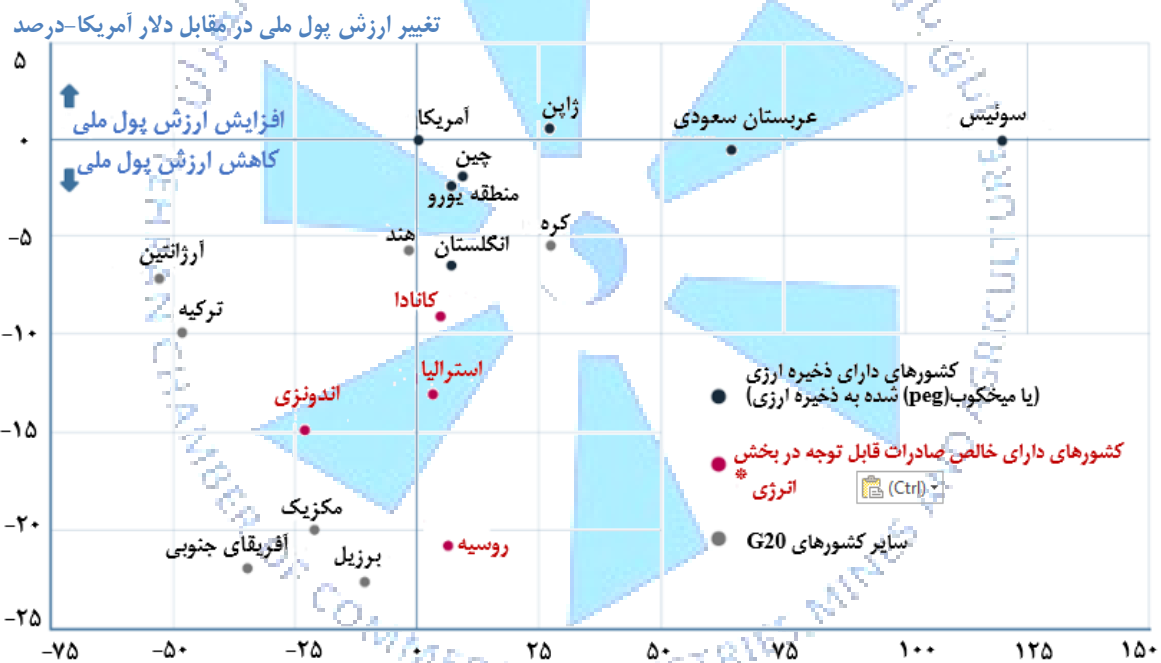
نمودار ۱، تغییرات ارزش پول ملی کشورهای G20 در مقابل دلار آمریکا را در بازه زمانی ۳۱ دسامبر ۲۰۱۹ الی ۳۱ مارس ۲۰۲۰ نسبت به سال ۲۰۱۹ نشان می دهد. محور عمودی درصد تغییر ارزش پولی ملی کشورها در برابر دلار را در

۱ Swap lines یا خطوط مبادله بانکی روشی است که به موجب آن یک بانک مرکزی (معمولاً فدرال رزرو ایالات متحده) در ازای مبلغی پول به ارز داخلی بانک خارجی، با یک بانک خارجی پول را با یک ارز خارجی معامله می کند. این کار با هدف کاهش کسری پول (ارز) انجام می شود.

معاونت بررسی های اقتصادی

بازه زمانی مورد نظر و محور افقی خالص ذخایر ارزی یا تفاوت بدهی های خارجی از ذخایر ارزی (به عنوان درصدی از تولید ناخالص داخلی) را نشان می دهد. مطابق نمودار مشاهده می شود که کشورهایی که بدهی خارجی بالاتری از ذخایر ارزی خود دارند، شاهد کاهش چشمگیر ارزش پول ملی خود بوده اند. به استثنای تغییر ارزش پوند انگلیس، که ممکن است تحت تأثیر چشم انداز برکسیت باشد، ارزش پول ملی بسیاری از کشورها در برابر دلار آمریکا تغییر کمی داشته است. تضعیف کمتر ارزش پول ملی آرژانتین و ترکیه در قیاس با سایر کشورها در دوره مورد بررسی، نشانگر این واقعیت است که کاهش ارزش پزوی آرژانتین و لیر ترکیه در سال ۲۰۱۹ بیش از سایر کشورها، بوده است. کشورهایی که با وجود نداشتن بدهی خارجی بالا، تضعیف ارزش پول ملی را در سال ۲۰۲۰، تجربه کرده اند، اکثرا جزء صادرکنندگان انرژی هستند.

نمودار ۱- تغییرات ارزش پول ملی کشورهای G20 در مقابل دلار آمریکا (بازه زمانی ۳۱ دسامبر ۲۰۱۹ الی ۳۱ مارس ۲۰۲۰ نسبت به سال ۲۰۱۹)



خالص ذخایر ارزی (تفاوت بدهی خارجی از ذخایر ارزی)، درصد از تولید ناخالص داخلی

\*- خالص صادرات انرژی بیش از ۲۰ میلیون تن معادل نفت در سال ۲۰۱۸

منابع: IMF، world bank، global energy statistical yearbook 2019

پاسخ سیاست های بهداشتی به بیماری همه گیر کووید-۱۹ باعث افت بسیار زیادی در تقاضای جهانی انرژی شده است که این امر باعث کاهش قیمت انرژی و درآمدهای ارزی صادرکنندگان اصلی انرژی و افت شدید ارزش ارزهای خارجی صادرکنندگان انرژی شده است. برای صادرکنندگان انرژی که وام های قابل توجهی از ارزهای خارجی (استرالیا، کانادا و روسیه) دریافت نکرده اند، کاهش ارزش پول ملی، به بخش قابل تجارت اقتصاد و به ثبات تراز تجاری کمک می کند. برای اندونزی که بدهی خارجی آن بیش از ذخایر ارزی این کشور است، تضعیف پول ملی به وام گیرندگان فشار مالی وارد

## معاونت بررسی های اقتصادی

می‌کند. کشورهای دیگر که بدهی‌های خارجی بیش از ذخایر ارزی دارند (مانند آرژانتین، برزیل، مکزیک، آفریقای جنوبی و ترکیه)، تراز انرژی نسبتاً کوچکی دارند و از افت قیمت انرژی به شدت متاثر نمی‌شوند. اما ممکن است با کاهش قیمت سایر کالاها و از بین رفتن گردشگری جهانی، تحت تأثیر قرار گیرند. مکزیک به ویژه در مورد کاهش میزان فروش و تولید خودروهای آمریکایی، آسیب پذیر است. همه این‌ها، درآمد صادراتی پیش‌بینی شده را برای کشورها کاهش داده و بنابراین مانع از توانایی آنها برای ایفای تعهدات مربوط به وام‌های خارجی دریافتی، می‌شود. نگرانی اساسی در این کشورها این است که دولت‌هایشان فقط ظرفیت محدودی برای وام دادن به وام‌گیرندگان خارجی دارند. بانک‌های مرکزی در بسیاری از اقتصادهای در حال توسعه برای تامین منابع مالی برای فعالان اقتصادی داخلی، اقدام به فروش ذخایر ارزی خود می‌کنند. اما در بسیاری از کشورها ذخایر ارزش کمتر از بدهی خارجی بوده و بانک‌های مرکزی تمایلی برای کاهش آن‌ها، ندارند.

در بعضی موارد، وام‌گیرندگان در کشورها از طریق نقد کردن دارایی‌های محلی خود و یا درخواست وام ضروری از سیستم بانکی، تامین مالی می‌کنند. در حالی که برای دریافت وام ارزی لازم است درآمد فروش خود را به منظور ایفای تعهدات وام خود، هزینه کنند. این امر، یک فشار رو به پایین بر پول ملی اعمال می‌کند. کاهش ارزش پول به نوبه خود، فشار ناشی از بدهی ارزهای خارجی را برای شرکت‌هایی که وام ضروری محلی دریافت نمی‌کنند، افزایش داده، هزینه کالاها و خدمات داخلی را کاهش داده و فعالیت اقتصادی را کم می‌کند.

**پیشنهادات سیاستی G20**

برای صادرکنندگان انرژی که بدهی ارزی قابل توجه ندارند، تضعیف پول ملی، بخشی طبیعی از فرآیند تعدیل به شمار می‌رود و آسیب کمتری را بر آنها تحمیل می‌کند. برای اقتصادهایی که بدهی ارزی قابل توجهی دارند، تضعیف شدید پول ملی - به ویژه در کوتاه‌مدت - بیشتر از اینکه از سمت صادرات منافی را عاید اقتصاد کند، از سمت تورم و افزایش بار بدهی‌ها به اقتصاد آسیب می‌زند. بسیاری از اقتصادهای نوظهور و در حال توسعه در داخل و خارج از G20، با کاهش شدید ناخواسته در ارزش پول ملی خود روبرو هستند. این اقتصادها برای ایفای تعهدات خود نیاز به دسترسی به اعتبارات ارزی در شرایطی که فشار رو به پایین بر نرخ ارز وارد نکند، دارند.

مهمترین سیاست برای کمک به اقتصادهایی که با تضعیف ناخواسته ارزش پول ملی خود روبرو هستند، دسترسی به خطوط مبادله سوآپ بانک مرکزی و افزایش ظرفیت وام‌دهی در موسسات مالی بین‌المللی است. باز نگه داشتن بازارها برای صادرات این کشورها نیز اقدامی موثر است. همانطور که در ابتدای گزارش نیز اشاره شد، در صورت تداوم این تنش‌های ناخواسته نرخ ارز، کشورهایی با ذخیره ارزی مناسب، ممکن است یک سیستم هماهنگ مداخله مستقیم ارزی را با کشورهای تحت تأثیر در نظر بگیرند. این مداخله مطابق با یک اصل دیرینه است که مداخله دولت برای آرام کردن بازارهای ارزی متلاطم را موجه و مفید می‌داند. هرگونه مداخله‌ای از این مسیر، باید در قالب سیاست محدود پولی و بدون انتظار صریح یا ضمنی برای دستیابی به نرخ مشخصی از ارز، باشد. معمولاً مداخلات ارزی فیما بین اقتصادهای پیشرفته

## معاونت بررسی های اقتصادی

از تاثیر کمتری برخوردار است زیرا معمولاً این اقتصادها دارای بازارهای مالی باز و پیشرفته‌ای هستند ولی استریل دارایی‌های خارجی در اقتصادهای نوظهور و در حال توسعه، می‌تواند آثار پایدارتری داشته باشد.

استدلال دیگری در این زمینه می‌گوید که مداخله در بازارهای ارز خارجی باید با هدف ثبات‌بخشی و کاهش ناترازی تجاری انجام شود. بنابراین، معمولاً کشوری تمایل ندارد تا از واحد پولی اقتصادی که دارای کسری خارجی مستمر است، پشتیبانی کند. این اصل در شرایط عادی صادق است ولی با توجه به دوره شیوع ویروس کووید-۱۹، بهتر است از بروز نوسانات شدید در زمانی که تغییرات زیادی در ارزش پولی ملی اقتصادهای بدهکار اتفاق می‌افتد، جلوگیری کرد. در واقع، اگر در شرایط واقعی، نرخ ارز برزیل در سطح فعلی خود باقی می‌ماند، مطمئناً کسری حساب جاری آن کاهش می‌یافت و حتی ممکن بود به سمت مازاد تراز حساب جاری حرکت کند که در این صورت، تضعیف بیشتر ارزش پول ملی، فایده‌ای نداشت.

هر نوع مداخله ارزی باید با توافق دولت‌های خریدار و فروشنده باشد. اقتصادهایی که پول ملی قوی دارند نباید ارزهای یکدیگر را با هدف جلوگیری از تقویت ارز، خریداری کنند بلکه بهتر است کشورهایی با پول ملی قوی، ارزهای کشورهای ضعیفتر را به منظور به حداقل رساندن یا معکوس کردن فرآیند تضعیف ارزش پول ملی اقتصادهای مزبور، خریداری کنند. این اقدام منافع دوسویه‌ای را هم برای دو طرف به ویژه زمانی که یارانه‌هایی هم به این موضوع اختصاص می‌یابد، خواهد داشت.

### واکنش ایالات متحده آمریکا به کووید-۱۹

بیماری همه‌گیر کووید-۱۹، اقتصاد جهانی را به سوی رکود سوق داده و وسوسه اعمال سیاست تسهیل پولی را در بین دولت‌ها، افزایش داده است. در حال حاضر، فدرال رزرو آمریکا، نرخ بهره را نزدیک به صفر رسانده و متعهد شده است هزاران دلار به اقتصاد وارد کند. بانک مرکزی اروپا همچنین خریدهای اوراق بهادار را افزایش داده، اگرچه دادگاه قانون اساسی آلمان در برابر اعمال سیاست مشابه، مقاومت می‌کند. با توجه به سابقه نتایج اعمال مشابه این اقدامات طی بروز بحران مالی سال ۲۰۰۸، انتظار می‌رود بازتاب این سیاست‌ها از طریق نوسانات نرخ ارز در سراسر جهان، نمایان شود.

نرخ ارز منعکس‌کننده تقاضای نسبی پول ملی یا ارز سایر کشورها در بازار جهانی است و تقاضا هم تا حدی به عرضه این ارزها بستگی دارد: به عنوان نمونه در مورد ارزهای مهم و قوی خارجی مانند دلار و ین ژاپن، اگر دارایی‌های دلاری به مراتب بیشتر از دارایی‌های ین در بازار جهانی باشد، ین کم‌یاب تلقی شده و ارزش آن بالا می‌رود و افزایش تقاضا برای ین این تأثیر را تشدید می‌کند. اتفاقی که در خلال بروز زمین لرزه‌های شدید در سال‌های ۱۹۹۵ و ۲۰۱۱ در ژاپن مشاهده شد.

بروز بلایا، اغلب فعالیت‌های تجاری را تضعیف می‌کنند- اتفاقی که می‌تواند منجر به کاهش ارزش پول کشورها شود. اما با افزایش تقاضای احتیاطی پول، این اثر جبران می‌شود که همراه با کاهش مصرف، عرضه را محدود می‌کند. از این



### معاونت بررسی های اقتصادی

گذشته، در شرایط عدم اطمینان، مردم می خواهند پول بیشتری داشته باشند. در کشوری مانند ژاپن یا ایالات متحده، جایی که ریسک بروز تورم بالا، کم است، تبادلات بر مبنای پول ملی انجام می شود.

این الگو در زمان بحران کووید-۱۹ هم اتفاق افتاده است. پیش از آغاز شیوع این ویروس در آمریکا، بروز این بیماری در ژاپن رخ داد. در اوایل ماه مارس ۲۰۲۰، هنگامی که ایالات متحده هنوز تنها چند مورد تأیید شده از بیماری را گزارش داده بود، نرخ برابری ین در مقابل هر دلار افزایش یافت و به ۱۰۳ ین رسید.

با این وجود، تا ۲۰ مارس، و با گسترش بیماری در ایالات متحده، بسیاری مجبور به برداشتن پول نقد از بانک برای مواقع اضطراری شدند. تمایل به ایجاد یک شبکه امن در زمان افزایش عدم قطعیت، همراه با اعمال محدودیت در جابه جایی، باعث تضعیف مصرف، شد. در همین زمان، ژاپن شیوع بیماری خود را نسبتاً تحت کنترل داشت. بنابراین، تعجب آور نیست که تقویت ارزش دلار آغاز شد و ارزش برابری ین در برابر هر دلار به ۱۱۲ ین رسید.

همانطور که در بحران مالی سال ۲۰۰۸ شاهد بودیم، سیاست پولی می تواند پویایی نرخ ارز را تغییر دهد. هنگامی که افت بهای مستغلات در آمریکا افزایش یافت، فدرال رزرو آمریکا اقدام به خرید مقادیر عظیمی از اوراق بهادار مبتنی بر دارایی های ملکی و اوراق خزانه داری با هدف افزایش نقدینگی و حفظ فعالیت بازار بدهی، کرد. با سرازیر شدن دلار به بازارهای جهانی، ارزش نسبی سایر ارزها افزایش یافت. با افزایش عرضه دلار به بازارهای جهانی، ارزش دلار دوباره به سطح قبل از همه گیری ویروس کرونا، یعنی حدود ۱۰۸ ین برگشت. در همین مدت، ارزش دلار در مقابل یورو بیشتر کاهش یافته به این دلیل که، بازارها انتظار توسعه پولی بیشتر فدرال رزرو را نسبت به بانک مرکزی اروپا دارند. با علامت دهی فدرال رزرو برای افزایش بیشتر عرضه دلار، این روند به احتمال زیاد ادامه خواهد یافت که می تواند چالش هایی را برای اقتصاد ژاپن و اروپا به همراه داشته باشد.

نرخ ارز نقش عمده ای در رقابت صادراتی اقتصادها هم ایفا می کند. پس از بحران سال ۲۰۰۸، عدم رجحان هزینه-صادرات ایجاد شده به علت افزایش ارزش ین ژاپن، باعث تضعیف توان رقابت صادراتی این کشور در مقایسه با سایر اقتصادهای مهم که به طور مستقیم از بحران مالی متاثر شده بودند، از جمله آمریکا، شد.

برای این کشورها تنها یک گزینه واقعی باقی مانده که آن هم اقدام به عرضه پول کنند. همانطور که رئیس بانک ژاپن<sup>۲</sup> نشان داد، هنگام اجرای سیاست های انبساطی-تحت برنامه بازبایی اقتصادی موسوم به "Abenomics"، که در سال ۲۰۱۲ معرفی شد- افزایش عرضه پول حتی در شرایط نرخ بهره منفی هم، می تواند تغییر ایجاد کند.

در حال حاضر، دولت ها یا بر "هموارکردن منحنی" موج اول بیماری کووید-۱۹ یا به طور فزاینده، بر جلوگیری از موج دوم آن متمرکز شده اند و ضمن تسهیل پروتکل های مربوط به رعایت فاصله گذاری اجتماعی، اجازه می دهند که فعالیت های اقتصادی از سر گرفته شود. در عین حال، بسیاری در حال اجرای برنامه ها و سیاست هایی برای حمایت از

<sup>۲</sup>Haruhiko Kuroda

## معاونت بررسی های اقتصادی

خانوارها و کسب و کارها هستند، به این امید که بتوانند پیامدهای اقتصادی ناشی از توقف فعالیتها و فاصله گذاری اجتماعی را کاهش دهند. اما به نظر می رسد با توجه به قصد آمریکا برای عرضه دلار در بازارهای جهانی، حتی ممکن است اقتصادهایی که تاکنون بحران را به طور موثری مدیریت کرده اند، انتخاب کمی برای اتخاذ سیاست تسهیل پولی خود داشته باشند. در این میان، ژاپن در صدر این فهرست قرار دارد.

## نقش چارچوب های دقیق سیاستی

کووید-۱۹ یک آزمون استرس برای عملیات بازار بانک مرکزی اقتصادهای نوظهور و چارچوب های سیاست پولی آنها خواهد بود. به منظور پاسخگویی به چالش های ناشی از نوسانات زیاد در جریانات سرمایه و نرخ های ارز، بسیاری از اقتصادهای نوظهور چارچوب های سیاستی را که ترکیبی از هدف گذاری تورم با ابزارهای کلان احتیاطی و انباشت ذخایر ارز خارجی (FX) است، انتخاب کرده اند. تاکنون استفاده از این چارچوب ها، منجر به برقراری ثبات در اقتصادهای نوظهور شده و به آنها در مهار ویروس کووید-۱۹ کمک می کند. استفاده بهتر از سیاست لنگر کردن انتظارات تورمی، باعث تخفیف اثر افزایش نرخ ارز بر تورم هم می شود. سیاست های کلان احتیاطی نیز مقاومت سیستم مالی را تقویت می کند. طی یک دهه گذشته، بسیاری از اقتصادهای نوظهور توانسته اند ذخایر بزرگ ارز خارجی را تدارک ببینند که این ذخایر ارز خارجی می تواند در نقش ضربه گیر، جلوی بروز شوک های ارزی ناشی از بحران کووید-۱۹ را گرفته و استرس های مالی اقتصادهای نوظهور را کاهش دهند، زیرا وجود ذخایر قوی ارز خارجی بانک های مرکزی را قادر می سازد تا در برابر کاهش ارزش پول ملی و جریان های خروجی سرمایه، مقاومت کنند. در پی ایجاد تنگناها، اقتصادهای نوظهور با ذخایر بزرگتر ارز خارجی، کاهش ارزش پول ملی کمتری را تجربه کردند.

با این وجود، برای پاسخگویی به چالش تعدیلات بزرگ بازار سهام توسط سرمایه گذاران جهانی، بانک های مرکزی اقتصادهای نوظهور ممکن است نیاز به گسترش ابزار خود داشته باشند و به عنوان آخرین گزینه، نقش فروشنده یا خریدار را بازی کنند. به ویژه، آنها ممکن است نیاز داشته باشند تا ترازنامه خود را از طریق تامین نقدینگی هدفمند به فعالان بازار، در قالب انجام عملیات باز خرید اوراق ریپو (Repo) یا بوسیله خرید اوراق داخلی، گسترش دهند. بانک های مرکزی اقتصادهای نوظهور از قبل هم در همین چارچوب عمل کرده و به سرعت در همین مسیر در حال حرکت هستند. به عنوان مثال، اخیراً بانک های مرکزی کلمبیا، فیلیپین، لهستان و آفریقای جنوبی برنامه های خرید اوراق قرضه را راه اندازی کرده اند، در حالی که بانک مرکزی تایلند صندوق دوجانبه تسهیل نقدینگی را ایجاد کرده است. اگر فعالیت بازار اوراق اقتصادهای نوظهور ادامه یابد، بانک های مرکزی سایر اقتصادهای نوظهور نیز ممکن است به چنین اقداماتی روی آورند. چارچوب های سیاست گذاری درست و شفاف در سطح ملی می تواند توسط شبکه های امن مالی معتبر و مؤثر جهانی و منطقه ای، که بوسیله حمایت کوتاه مدت از نقدینگی و خطوط دو طرفه سایر بانک های مرکزی تقویت می شوند، پشتیبانی شوند. خطوط

<sup>۳</sup> Foreign exchange reserves یا FX reserves که عبارت از پول نقد و سایر دارایی های ذخیره شده توسط بانک مرکزی یا سایر مقامات پولی است که در درجه اول برای تراز پرداخت های کشور، تأثیر گذاری بر نرخ ارز و حفظ اعتماد در بازارهای مالی بکار می رود.

<sup>۴</sup> Repurchase Agreement (Repo) : به قرارداد باز خرید یا ریپو معروف است. معامله گری که اوراق بهادار را می فروشد و در تاریخی مشخص در آینده آن را باز خرید می کند، اصطلاحاً ریپو انجام داده است.

## معاونت بررسی های اقتصادی

مبادله سوآپ و باز خرید ریپو که اخیراً توسط دولت فدرال اعلام شده، شرایط تامین مالی دلاری را تسهیل کرده است. با توجه به ماهیت "دوگانه" این مشکل - حرکت مارپیچی مستمر نرخ ارز و نرخ اسپرد - خطوط دلاری، تنگنای مالی داخلی را نیز رفع خواهد کرد. از منظر بلندمدت، توسعه یک پایگاه سرمایه گذاری نهادی از جمله ذخیره سازی منابع ارزی، برای کاهش بیشتر آسیب پذیری اقتصادهای نوظهور در برابر شوک های مالی خارجی از جمله پیامدهای ناشی از بیماری همه گیر کووید-۱۹، مهم خواهد بود.

همان طور که پیش از این هم اشاره شد، تغییرات نرخ ارز در اقتصادها بستگی به وجود ضربه گیر ذخایر ارزی، نوع سیاست پولی انتخابی برای مهار تورم و تحریک اقتصاد در زمان شیوع ویروس دارد. در بسیاری از اقتصادهای جهان، سیاست نرخ ارز از نوع شناور است یعنی متناسب با تغییرات تورم داخلی و بین المللی و میزان تقاضا و عرضه ارز، ارزش پول ملی به صورت خودکار، از طریق بازار و بدون مداخله سیاست گذار، تقویت یا تضعیف می شود. مداخلات بانک مرکزی در بازار نرخ ارز هم معمولاً متناسب با ذخایر ارزی قابل دسترس و با هدف جلوگیری از تشدید نوسانات نرخ ارز، صورت می گیرد. جدول ۱، تغییرات نرخ ارز (نرخ برابری دلار آمریکا در برابر پول ملی) کشورهای منتخب را پس از شیوع کووید-۱۹ در فصل اول سال ۲۰۲۰ نسبت به سال ۲۰۱۹ و ماه آوریل نسبت به ماه مارس ۲۰۲۰ نشان می دهد. مطابق این جدول مشاهده می شود:

◀ از میان ۷۳ کشور منتخب مورد بررسی، نرخ ارز در فصل نخست ۲۰۲۰ نسبت به سال ۲۰۱۹ در ۵۱ کشور افزایش یافته است. به عبارتی با شروع بیماری همه گیر کووید-۱۹ ارزش پول ملی ۵۰ کشور در برابر دلار آمریکا تضعیف شده است.

◀ ارزش پول ملی ۱۱ کشور از کشورهای منتخب از جمله ژاپن و انگلیس، در دوران شیوع کووید-۱۹، تقویت شده است. ◀ کشور آرژانتین، در سه ماهه نخست سال ۲۰۲۰، بیشترین افزایش در نرخ ارز (کاهش ارزش پول ملی) را تجربه کرده است (افزایش ۲۷٫۶ درصدی) و دلار آمریکا در فصل نخست سال ۲۰۲۰ معادل ۶۱٫۵ پزوی آرژانتین ارزش گذاری شده است. در ماه آوریل ۲۰۲۰ نیز نسبت به ماه مارس، مجدداً از ارزش پول ملی آرژانتین کاسته شده و نرخ ارز حدود ۴ درصد افزایش داشته است.

◀ برزیل با ۱۳ درصد افزایش در نرخ ارز خود در فصل نخست سال ۲۰۲۰، نرخ برابری ارزش دلار در برابر رئال (پول ملی این کشور) به ۴٫۵ رئال رسید. ارزش رئال برزیل مجدداً در ماه آوریل ۲۰۲۰ نسبت به ماه قبل همین سال، نیز حدود ۹ درصد تضعیف شد.

◀ ۱۳ کشور از کشورهای منتخب، از جمله لبنان، یمن، عربستان سعودی، امارات متحده عربی، قطر، ترکمنستان، اردن، عمان و یمن تغییری در ارزش پول ملی خود در مقابل دلار آمریکا در دوران پس از شیوع کووید-۱۹ نداده اند. برخی از این کشورها جزو شورای خلیج فارس هستند که همگی از سیاست تثبیت نرخ ارز بر اساس دلار تبعیت می کنند. در این سیاست، نرخ ارز به ارزش اولیه ثابت یک پول خارجی میخکوب (Peg) شده است.





جدول ۱- تغییرات نرخ ارز کشورهای منتخب در فصل اول ۲۰۲۰ و ماه آوریل ۲۰۲۰ نسبت به ماه مارس همین سال (درصد)

| ردیف | نام کشور   | تغییرات نرخ ارز در فصل اول سال ۲۰۲۰ نسبت به سال ۲۰۱۹ | تغییرات نرخ ارز در ماه آوریل ۲۰۲۰ نسبت به ماه مارس ۲۰۲۰ | ردیف | نام کشور     | تغییرات نرخ ارز در فصل اول سال ۲۰۲۰ نسبت به سال ۲۰۱۹ | تغییرات نرخ ارز در ماه آوریل ۲۰۲۰ نسبت به ماه مارس ۲۰۲۰ |
|------|------------|--|---|------|--------------|--|---|
| ۱    | آرژانتین   | ۲۷.۶۲  | ۳.۸۹  | ۳۸   | جمهوری چک    | ۱.۳۸   | ۴.۴۱  |
| ۲    | شیلی       | ۱۴.۲۹  | ۱.۶۷  | ۳۹   | آلبانی       | ۱.۳۷   | ۲.۹۹  |
| ۳    | برزیل      | ۱۳.۰۸  | ۹   | ۴۰   | کانادا       | ۱.۲۹   | ۰.۹۶  |
| ۴    | اوروگوئه   | ۱۲.۶۱  | ۰.۱۱  | ۴۱   | صربستان      | ۱.۲۳   | ۱.۸۷  |
| ۵    | بلاروس     | ۱۱.۰۱  | -۶.۳۹   | ۴۲   | چین          | ۰.۹۹   | ۰.۷۷  |
| ۶    | نروژ       | ۷.۸۷   | ۲.۱۲  | ۴۳   | مالزی        | ۰.۹۲   | ۱.۳۱  |
| ۷    | کلمبیا     | ۷.۷۶   | ۲.۵۹  | ۴۴   | الجزیره      | ۰.۸۹   | ۵.۰۵  |
| ۸    | ترکیه      | ۷.۶۷   | ۸.۲۷  | ۴۵   | اندونزی      | ۰.۸۵   | ۳.۷۵  |
| ۹    | ازبکستان   | ۷.۴۸   | ۶.۰۳  | ۴۶   | تایلند       | ۰.۸۱   | ۱.۶۷  |
| ۱۰   | آفریقای    | ۶.۳۷   | ۱۱.۵۴   | ۴۷   | کویت         | ۰.۴۷   | ۰.۵۷  |
| ۱۱   | مجارستان   | ۵.۸۴   | ۵.۰۳  | ۴۸   | مراکش        | ۰.۴۳   | ۱.۷۱  |
| ۱۲   | استرالیا   | ۵.۸۳   | -۱.۱۸   | ۴۹   | ارمنستان     | ۰.۳۹   | -۰.۰۷   |
| ۱۳   | کیریباتی   | ۵.۶۵   | -۱.۰۹   | ۵۰   | اوگاندا      | ۰.۱۷   | ۰.۳۴  |
| ۱۴   | موریتانی   | ۵.۵۳   | ۳.۷۴  | ۵۱   | لبنان        | ۰  | ۰   |
| ۱۵   | ایسلند     | ۴.۶۶   | ۷.۲۳  | ۵۲   | یمن          | ۰  | ۰   |
| ۱۶   | مکزیک      | ۴.۰۶   | ۸.۴۸  | ۵۳   | جیبوتی       | ۰  | ۰   |
| ۱۷   | نیوزیلند   | ۳.۸۸   | ۰.۸۶  | ۵۴   | اریتره       | ۰  | ۰   |
| ۱۸   | پاکستان    | ۳.۸۸   | ۱.۲۸  | ۵۵   | بولیوی       | ۰  | ۰   |
| ۱۹   | گرجستان    | ۳.۷۹   | ۴.۳۱  | ۵۶   | عربستان      | ۰  | ۰   |
| ۲۰   | روسیه      | ۳.۴۷   | ۰.۹۳  | ۵۷   | امارات متحده | ۰  | ۰   |
| ۲۱   | هند        | ۲.۹  | ۲.۲۷  | ۵۸   | قطر          | ۰  | ۰   |
| ۲۲   | بوتان      | ۲.۷۹   | ۲.۴۷  | ۵۹   | ترکمنستان    | ۰  | ۰   |
| ۲۳   | رومانی     | ۲.۶۴   | ۲.۰۱  | ۶۰   | ایالات متحده | ۰  | ۰   |
| ۲۴   | کرواسی     | ۲.۵۲   | ۲.۱۱  | ۶۱   | اردن         | ۰  | ۰   |
| ۲۵   | جمهوری     | ۲.۴۴   | ۰.۹۵  | ۶۲   | عمان         | ۰  | ۰   |
| ۲۶   | تاجیکستان  | ۲.۴۱   | ۳.۱۱  | ۶۳   | بحرین        | ۰  | ۰   |
| ۲۷   | کره        | ۲.۳۷   | ۰.۲۸  | ۶۴   | ژاپن         | -۰.۰۴  | ۰.۱۷  |
| ۲۸   | سوئد       | ۲.۲۹   | ۱.۸۹  | ۶۵   | انگلستان     | -۰.۲۶  | -۰.۳۹   |
| ۲۹   | قرقیزستان  | ۲.۲۹   | ۳.۰۸  | ۶۶   | گواتمالا     | -۰.۲۷  | ۰.۲۴  |
| ۳۰   | سريلانکا   | ۲.۲۲   | ۳.۷۷  | ۶۷   | هنگ کنگ      | -۰.۸۲  | -۰.۱۸   |
| ۳۱   | لهستان     | ۲.۱۶   | ۴.۱۴  | ۶۸   | اسرائیل      | -۱.۷۵  | -۰.۹۵   |
| ۳۲   | پرو        | ۱.۹۹   | -۲.۶۹   | ۶۹   | فیلیپین      | -۱.۷۵  | -۰.۶۶   |
| ۳۳   | دانمارک    | ۱.۶  | ۱.۷۱  | ۷۰   | اوکراین      | -۲.۵۵  | ۲.۶۹  |
| ۳۴   | سنگاپور    | ۱.۵۹   | ۰.۵۴  | ۷۱   | چین تایپه    | -۲.۵۷  | -۰.۲۱   |
| ۳۵   | نیجر       | ۱.۵۶   | ۱.۸۶  | ۷۲   | سوئیس        | -۲.۶۲  | ۱.۳۸  |
| ۳۶   | بلغارستان  | ۱.۵۳   | ۱.۸۲  | ۷۳   | کاستاریکا    | -۲.۸   | -۰.۳۹   |
| ۳۷   | منطقه یورو | ۱.۵۳   | ۱.۸۲  |      |              |  |   |

منبع: بانک تسویه حساب های بین المللی

- ◀ هر دلار آمریکا در پایان سه ماهه نخست سال ۲۰۲۰ حدود ۶,۱ لیر ترکیه بوده که رشد ۷,۷ درصدی را نسبت به سال ۲۰۱۹، تجربه کرده است. سرعت افزایش نرخ ارز (کاهش ارزش لیر ترکیه) در ماه آوریل ۲۰۲۰ نسبت به ماه قبل آن، افزایش یافته است.
- ◀ در بین کشورهای منتخب، بیشترین افزایش ارزش پول ملی نسبت به دلار در فصل نخست سال ۲۰۲۰ نسبت به سال ۲۰۱۹ در کشورهای سوئیس و کاستاریکا بوده و بیشترین افزایش آن در ماه آوریل نسبت به ماه مارس ۲۰۲۰ متعلق به کشورهای بلاروس و پرو، بوده است.
- ◀ در میان اقتصادهای منتخب، در ماه آوریل ۲۰۲۰ نسبت به ماه قبل آن، ۱۵ کشور نرخ ارز خود را بیش از ۳ درصد افزایش و ارزش پول ملی خود را به همین میزان کاهش داده‌اند (که در جدول به رنگ قرمز نشان داده شده‌اند). بیشترین تضعیف ارزش پول ملی در ماه آوریل نسبت به ماه مارس ۲۰۲۰، به ترتیب متعلق به کشورهای آفریقای جنوبی، برزیل و مکزیک، بوده است.

### نکات سیاستی:

- انتخاب چارچوب سیاستی در قالب ترکیبی از هدف‌گذاری تورم با ابزارهای کلان احتیاطی و تقویت انباشت ذخایر ارز خارجی باعث افزایش توان مقاومت اقتصادهای نوظهور و در حال توسعه در برابر بروز شوک‌های ارزی و در نتیجه جلوگیری از تشدید تضعیف پول ملی آن‌ها می‌شود.
- اجازه تعدیل به‌موقع و منظم نرخ ارز از طریق مکانیسم بازار، مانع از بروز شوک افزایش نرخ ارز غیرقابل کنترل خواهد شد. در زمان تشدید نوسانات نرخ ارز، هرگونه مداخله مقام ناظر در بازار ارز باید در قالب سیاست محدود پولی و بدون انتظار صریح یا ضمنی برای دستیابی به نرخ مشخصی از ارز، باشد.
- در زمان بروز شوک‌های ارزی، باید صادرات تسهیل و تقویت شود و موانع آن حذف شود.
- نظارت بر نگهداری صحیح ذخایر ارزی هر کشور و تقویت آن با هدف بهره‌برداری هدفمند در شرایط بروز بحران‌ها، نیازمند عزم و اراده قوی حاکمیت و سیاست‌گذاران است.



### منابع:

- "Emerging market economy exchange rates and local currency bond markets amid the Covid-19 pandemic", Boris Hofmann, Ilhyock Shim and Hyun Song Shin, BIS Bulletin. 7 April 2020
- [www.BIS.org](http://www.BIS.org)
- [www.weforum.org](http://www.weforum.org)
- [www.pii.com](http://www.pii.com)