



یادداشت

۴ شرط موفقیت صندوق‌های

سرمایه‌گذاری ارزی

■ شاهین شایان آرانی، اقتصاددان

طرح صندوق‌های سرمایه‌گذاری ارزی که این روزها در حال بررسی و طراحی است، در صورت اجرا می‌تواند به یکی از



ابزارهای مهم برای تجهیز منابع ارزی در اقتصاد تبدیل شود. با این حال، موفقیت چنین ابزاری نه صرفاً به طراحی فنی آن، بلکه بیش از هر چیز به میزان اعتماد عمومی و نحوه مواجهه سیاست‌گذار با سرمایه‌گذار وابسته است. تجربه ابزارهای مشابه در گذشته نیز نشان داده است که هرگونه ضعف در ساز کار تضمین، باز خرید یا محدودیت‌های اجرایی می‌تواند به کاهش شدید استقبال منجر شود. در شرایطی که بخشی از دارایی‌های ارزی در دست خانوارها و سرمایه‌گذاران خرد خارج از چرخه رسمی اقتصاد نگهداری می‌شود، طراحی ابزاری مانند صندوق ارزی می‌تواند زمینه‌ای برای ورود این منابع به اقتصاد فراهم کند؛ اما این ورود تنها زمانی اتفاق خواهد افتاد که سرمایه‌گذار نسبت به امنیت، نقدشوندگی و سهولت استفاده از این ابزار اطمینان کامل داشته باشد. نخستین و مهم‌ترین محور در موفقیت این صندوق‌ها، موضوع ضمانت اصل و فرع سرمایه است. سرمایه‌گذاری که قصد دارد ارزش خود را در قالب این صندوق‌ها یا گواهی‌های ارزی ارائه کند، در گام اول به دنبال یک تضمین روشن و بدون ابهام است. این تضمین باید توسط مرجع رسمی و متولی اصلی بازار ارز در کشور، یعنی بانک مرکزی، ارائه شود. اهمیت این موضوع از آن جهت است که اگر ضامن این ابزار نهادی غیر از بانک مرکزی باشد، سطح ریسک ادراکی سرمایه‌گذار افزایش پیدا می‌کند. در نتیجه، نه تنها جذابیت این صندوق کاهش می‌یابد، بلکه احتمال موفقیت آن در جذب منابع ارزی نیز به شدت تحت تأثیر قرار می‌گیرد. از این منظر، نقش بانک مرکزی به عنوان ضامن اصلی، یک رکن اساسی و غیرقابل جایگزین در طراحی این ابزار محسوب می‌شود. دومین محور، نرخ سود یا بازدهی این گواهی‌ها و صندوق‌های ارزی است. بدیهی است که سرمایه‌گذار زمانی حاضر به انتقال ارز خود به چنین ابزاری خواهد بود که بازدهی آن متناسب با شرایط اقتصادی و انتظارات موجود در بازار باشد. اگر نرخ سود پایین‌تر از سطح قابل قبول در ذهن سرمایه‌گذار باشد، عملاً انگیزه‌ای برای مشارکت ایجاد نخواهد شد و منابع ارزی همچنان در وضعیت فعلی باقی خواهند ماند. در مقابل، اگر نرخ سود به گونه‌ای تعیین شود که برای سرمایه‌گذار جذاب و منطقی باشد، این ابزار می‌تواند به بستری برای تجهیز منابع ارزی را کند تبدیل شود. بنابراین، تناسب میان سود پرداختی و شرایط واقعی اقتصاد، یکی از ارکان تعیین‌کننده در موفقیت یا عدم موفقیت این طرح خواهد بود. محور سوم که از اهمیت بسیار بالایی برخوردار است، موضوع نقدشوندگی و امکان باز خرید این اوراق یا گواهی‌ها است. دارنده این ابزار باید اطمینان داشته باشد که هر زمان اراده کند، امکان فروش یا باز خرید دارایی خود را بدون هیچ گونه مانع یا محدودیت در اختیار دارد. این بدان معناست که باید یک متولی مشخص برای خرید مجدد این اوراق وجود داشته باشد و سرمایه‌گذار در زمان مراجعه، بدون پیچیدگی بتواند اصل ارز خود را دریافت کند. نکته بسیار مهم در این بخش آن است که بازپرداخت باید به همان ارز صورت گیرد، نه معادل ریالی آن.

افزایش ۸۳۶ همتی پایه پولی در سال ۱۴۰۴

پایه پولی به ۲۰۱۹۶ همت رسید



پولی فقط از مسیر اضافه برداشت بانک‌ها یا تامین مالی مستقیم دولت نبوده، بلکه باز قیمت‌گذاری دارایی‌های خارجی نیز در افزایش اندازه ترازنامه بانک مرکزی نقش محوری داشته است. با این حال، اثر نهایی چنین تغییری در حساب‌های پولی ظاهر می‌شود و نمی‌توان آن را از تحلیل تورم و انتظارات پولی کنار گذاشت. اگر خالص دارایی‌های خارجی موتور اصلی رشد پایه پولی بوده، در مقابل، خالص سایر اقلام بانک مرکزی و مطالبات بانک مرکزی از بانک‌ها نقش ترمز را بازی کرده‌اند. خالص سایر اقلام بانک مرکزی در پایان اسفند ۱۴۰۴ به حدود منفی ۴٪۲۸۴ همت رسیده و در سال گذشته حدود ۱٪۶۳۹ همت منفی تر شده است. سهم این جزء در رشد پایه پولی منفی ۶٪۱۲۰ واحد در درصد بوده است. بانک مرکزی دلیل اصلی این کاهش را افزایش سپرده‌های ارزی صندوق توسعه ملی نزد بانک مرکزی اعلام کرده است. مطالبات بانک مرکزی از بانک‌ها نیز از حدود ۱۷۰٪۱ همت به حدود ۶۴۵ همت کاهش یافته و اثری منفی معادل ۳۸٪۶ واحد درصد بر رشد پایه پولی گذاشته است. این بخش از گزارش با برداشت رایج درباره نقش اضافه برداشت بانک‌ها تفاوت دارد؛ زیرا در اسفند ۱۴۰۴، مطالبات از بانک‌ها عامل افزایش نبوده است. البته بانک مرکزی توضیح داده که پس از انحلال بانک آینده، از دی ماه ۱۴۰۴ رقم اضافه برداشت این بانک از ذیل مطالبات بانک مرکزی از بانک‌ها خارج و در ذیل سایر دارایی‌های بانک مرکزی ثبت شده است. بنابراین بخشی از تغییرات ترکیب پایه پولی، منشأ حسابداری و نهادی هم دارد.

افزایش پایه پولی الزاماً به معنای رشد هم وزن پول نقد در جامعه نیست. با این حال، این موضوع از اهمیت تئوری پایه پولی کم نمی‌کند؛ زیرا ذخایر بانکی، در صورت فعال شدن کانال اعتباری و افزایش ضریب فزاینده، می‌تواند به رشد بیشتر نقدینگی تبدیل شوند. از این منظر، پایه پولی اسفند ۱۴۰۴ نوعی ظرفیت بالقوه برای فشار پولی آینده نیز در خود دارد. از سمت منابع، مهم‌ترین عامل رشد پایه پولی در اسفند ۱۴۰۴، خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی بوده است. مانده این متغیر در پایان سال به حدود ۱۴۲٪۶ همت رسیده؛ رقمی که به تنهایی حدود ۲٪۸ برابر کل پایه پولی است. خالص دارایی‌های خارجی نسبت به پایان سال قبل حدود ۲٪۹۵۳ همت افزایش داشته و سهم آن در رشد پایه پولی، ۲٪۲۱۷ واحد درصد است. این یعنی اگر سایر اجزای ترازنامه نقش کاهنده نداشتند، رشد پایه پولی می‌توانست بسیار فراتر از رقم نهایی ثبت شده باشد. بانک مرکزی در توضیح این جهش اعلام کرده که بخش عمده افزایش خالص دارایی‌های خارجی از محل افزایش نرخ تسعیر بوده است. این مسئله نشان می‌دهد رشد پایه

مرکزی قرار داشته و حدود ۳۵۹ همت نیز به اسکناس و مسکوک در جریان مربوط بوده است. به بیان ساده‌تر، حدود ۸۳٪۷ درصد پایه پولی در پایان سال در ذخایر بانکی متمرکز بوده و سهم اسکناس و مسکوک حدود ۱۶٪۲ درصد بوده است. در واقع، پایه پولی اسفند ۱۴۰۴ بیشتر از آنکه تصویر پول نقد در دست مردم باشد، تصویر ذخایر بانکی و ترازنامه بانک مرکزی است. پایه پولی در فاصله اسفند ۱۴۰۳ تا اسفند ۱۴۰۴ حدود ۸۳۶ همت افزایش یافته است. از سمت مصارف، بخش عمده این افزایش از محل رشد سپرده‌های بانک‌ها نزد بانک مرکزی رخ داده است. مانده سپرده‌های بانک‌ها در این دوره حدود ۶۹۷ همت افزایش یافته و به این ترتیب، نزدیک به ۸۳٪۳ درصد از افزایش پایه پولی را توضیح می‌دهد. در مقابل، اسکناس و مسکوک در جریان حدود ۱۴۰ همت افزایش داشته و سهم آن از افزایش پایه پولی نزدیک به ۱۶٪۷ درصد بوده است. بنابراین اگر خواهیم رشد پایه پولی را از سمت مصرف پولی پر قدرت ببینیم، افزایش سال ۱۴۰۴ عمدتاً در ذخایر بانکی نشسته، نه در اسکناس در دست اشخاص. این نکته نشان می‌دهد

بر اساس تازه‌ترین داده‌های بانک مرکزی، پایه پولی در پایان اسفند ۱۴۰۴ به ۱۹۶ همت رسید؛ دارایی‌های خارجی و تسعیر ارز بیشترین نقش را در تغییر آن داشتند. به گزارش تجارت نیوز، پایه پولی در پایان ۱۴۰۴ فقط بزرگ‌تر نشد، بلکه ترکیب درونی آن هم پیام مهمی از پشت‌صحنه سیاست پولی ایران مخابره کرد. تازه‌ترین داده‌های بانک مرکزی نشان می‌دهد پایه پولی در پایان اسفند به حدود ۱۹۶ همت رسیده و طی یک سال حدود ۸۳۶ همت افزایش یافته است. در نگاه نخست، این عدد می‌تواند نشانه‌ای از فشار شدید پول پر قدرت بر اقتصاد باشد؛ اما کالبدشکافی اجزای آن نشان می‌دهد مسیر رشد پایه پولی ساده و یک‌دست نبوده است. از سمت منابع، خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی با جهشی سنگین، مهم‌ترین نیروی افزایش پایه پولی بوده و بانک مرکزی نیز بخش عمده این افزایش را ناشی از افزایش نرخ تسعیر دانسته است. در مقابل، خالص سایر اقلام بانک مرکزی و مطالبات بانک مرکزی از بانک‌ها، نقش کاهنده داشته‌اند و مانع شده‌اند اثر افزایش دارایی‌های خارجی به‌طور کامل در پایه پولی منعکس شود. بنابراین پایه پولی زیر فشار دارایی‌های خارجی بالا رفت، اما ترازنامه‌ای اجازه ندادند رشد آن از سطح ۱۶٪۵ فراتر برود. پایه پولی از سمت مصارف، دو جزء اصلی دارد؛ اسکناس و مسکوک در جریان و سپرده‌های بانک‌ها نزد بانک مرکزی. داده‌های اسفند ۱۴۰۴ نشان می‌دهد از کل پایه پولی ۱۹۶ همتی، حدود ۸۳۶ همت در قالب سپرده‌های بانک‌ها و مؤسسات اعتباری نزد بانک

نقدینگی ۱۵ هزار و ۵۸۱ همتی شد!

روایت بانک مرکزی از جهش ۵۳٫۳ درصدی نقدینگی در سال ۱۴۰۴

سیاست‌گذار پولی، رشد نقدینگی را در بستریک سال پریسک و غیر عادی تحلیل می‌کند. با این حال، برای اقتصاد ایران مسئله اصلی همچنان پابرجاست؛ حتی اگر بخشی از رشد نقدینگی با شوک‌های بیرونی و ملاحظات حمایتی توضیح داده شود، سطح بالای نقدینگی می‌تواند در صورت تداوم انتظارات تورمی، به سوخت تازه‌ای برای بازار ارز، طلا، مسکن و کالاهای مصرفی تبدیل شود. پایه پولی در پایان اسفند ۱۴۰۴ به حدود ۱۹۶ همت رسید. این متغیر نسبت به پایان سال قبل ۸۳۶ همت افزایش یافته و رشد سالانه آن به ۱۶٪۶ درصد رسیده است. پایه پولی، هسته اولیه خلق نقدینگی در اقتصاد محسوب می‌شود و تغییرات آن معمولاً با حساسیت زیادی در تحلیل تورم و سیاست پولی دنبال می‌شود. نکته قابل توجه این است که رشد پایه پولی در سال ۱۴۰۴ از رشد نقدینگی نیز بیشتر بوده است؛ موضوعی که نشان می‌دهد فشار از سمت پول پر قدرت بسیار جدی بوده، هر چند ضریب فزاینده نقدینگی مانع از انتقال کامل این فشار به نقدینگی شده است.

بیان دیگر، بانک مرکزی تلاش کرده نشان دهد جهش پولی پایان سال فقط از مسیر اضافه برداشت بانک‌ها یا انبساط اعتباری ساده توضیح داده نمی‌شود. با این حال، سطح نهایی نقدینگی و پایه پولی همچنان حامل یک پیام مهم است؛ فشار پولی در اقتصاد ایران بالا مانده و کنترل تورم در سال جدید، بدون مهار موتورهای رشد ترازنامه پولی دشوار خواهد بود. نقدینگی در پایان اسفند ۱۴۰۴ به محدوده ۱۵۵۸۱ همت رسید؛ رقمی که در مقایسه با پایان سال قبل، افزایشی معادل ۵۴۱۵ همت را نشان می‌دهد. رشد سالانه نقدینگی نیز به ۵۳٪۳ درصد رسید؛ در حالی که در پایان اسفند ۱۴۰۳، رشد نقدینگی با شتاب‌گیری محسوس حجم پول در معنای وسیع آن روبه‌رو شده است. بانک مرکزی علت بخشی از این رشد را شرایط خاص اقتصاد کشور دانسته است. در گزارش رسمی، به دو جنگ تحمیلی خرداواسفند، ضرورت حفظ جریان فعالیت‌های اقتصادی و نیاز به کمک در تامین مالی دولت اشاره شده است. این توضیح نشان می‌دهد

تازه‌ترین گزارش بانک مرکزی حاکی از این است که جهش نقدینگی و پایه پولی در پایان ۱۴۰۴، بیش از همه زیر سایه جنگ، تسعیر دارایی‌های خارجی، حمایت از اقتصاد و فشار تامین مالی دولت رخ داده است. به گزارش تجارت نیوز، پایان ۱۴۰۴ برای تغییرهای پولی ایران، پایان آرامی نبود. تازه‌ترین گزارش بانک مرکزی نشان می‌دهد، اقتصاد ایران در حالی وارد سال جدید شده که نقدینگی از مرز ۱۵۵۰۰ همت عبور کرده و پایه پولی نیز به سطحی نزدیک به ۲۰۰ همت رسیده است؛ اعدادی که نشان می‌دهد سال گذشته، یکی از سال‌های پر تنش در سمت پولی اقتصاد بوده است. اما نکته مهم در گزارش اخیر فقط بزرگی ارقام نیست، بلکه توضیح بانک مرکزی درباره ریشه‌های این جهش است. در روایت بانک مرکزی، رشد نقدینگی و پایه پولی سال ۱۴۰۴ تحت تأثیر شرایط خاص اقتصاد کشور، دو جنگ تحمیلی خرداواسفند، ضرورت حمایت از تداوم فعالیت‌های اقتصادی، کمک به تامین مالی دولت و همچنین تغییرات ناشی از افزایش نرخ تسعیر دارایی‌های خارجی رخ داده است. به