

مدیریت ریسک سبد ارزی صندوق با رویکرد صیانت از منابع در برنامه هفتم توسعه کل کشور

نویسنده: محمدرضا صادقی^۱

چکیده

نوشتار پیش‌رو به بررسی سبد ارزی صندوق توسعه ملی و ارایه راهکار به منظور حرکت به سمت مدیریت بهینه سبد ارزی در راستای صیانت از منابع صندوق در برنامه هفتم توسعه پرداخته است. صندوق توسعه ملی به عنوان متولی صیانت از سهم نسل آینده از منابع نفت و گاز کشور باید سبد ارزی خود و همچنین سایر دارایی‌های خود را به صورت حرفه‌ای مدیریت کند و در مدیریت سبد ارزی خود به مقوله مدیریت ریسک توجه زیادی داشته باشد. در همین راستا سبد ارزی صندوق باید متشکل از اسعاری باشد که سه ویژگی کیفیت، تحلیل‌پذیری و امکان کسب بازده را داشته باشند. در نوشتار پیش‌رو سعی شده اسعار موجود در سبد فعلی بر اساس این ویژگی‌ها اولویت بندی شوند و همچنین تاکید شده است که استقلال حساب‌های صندوق که در بند ۱۰ سیاست‌های برنامه ششم توسعه مورد تاکید بوده است از الزامات حرکت به سمت مدیریت حرفه‌ای سبد ارزی خواهد بود.

با مطالعه مفاد اساسنامه صندوق توسعه ملی اینگونه برداشت می‌شود که «صیانت از سهم نسل‌های آینده از منابع نفت و گاز» ماموریت اولیه صندوق است و «تبدیل عواید ناشی از فروش نفت و گاز و میعانات گازی به ثروت‌های ماندگار، مولد و زاینده» ماموریت ثانویه صندوق محسوب می‌شود که با هدف استفاده از منابع موجود در صندوق جهت کمک به رشد اقتصادی در نظر گرفته شده است. تحقق ماموریت‌های مذکور به نحو بهینه نیازمند مدیریت بهینه سبد دارایی‌های صندوق است.

در اساسنامه صندوق، منابع وارده و مصارف آن به نحو شفاف مشخص شده است؛ مفاد اساسنامه باعث شده که دارایی‌های صندوق (به استثناء مواردی که به موجب قانون صندوق موظف به تبدیل منابع ارزی خود به تسهیلات ریالی شده است) به صورت ارزی نگهداری شود. منابع که بخشی از درآمدهای ارزی ناشی از فروش نفت و گاز و میعانات گازی است وارد صندوق شده و صندوق موظف است در وهله اول از این منابع صیانت کرده و در صورت دریافت تقاضای تسهیلات از طرف طرح‌های اقتصادی دارای توجیه پذیری فنی، مالی و اقتصادی، نسبت به تامین مالی این طرح‌ها از طریق عاملیت بانکهای طرف قرارداد اقدام نماید و یا در صورت وجود فرصت‌های مناسب نسبت به سرمایه‌گذاری خارجی اقدام نماید.

طی سال‌های گذشته به خاطر وجود تحریم‌های ظالمانه بین‌المللی امکان سرمایه‌گذاری خارجی برای صندوق وجود نداشته و صرفاً به تامین مالی طرح‌های متقاضی تسهیلات پرداخته شده است. طی فرایند تامین مالی طرح‌های مذکور (که عمده آن طرح‌های با دوره تامین مالی بلندمدت هستند) منابع ارزی وارده به صندوق از سرفصل دارایی‌های جاری به دارایی‌های بلندمدت منتقل می‌شود و بر اساس اصل «صیانت از این منابع به منظور حفظ ارزش آنها»، محاسبات این تسهیلات به ارز دلار آمریکا انجام می‌شود. به عبارت دیگر بخشی از منابع ارزی وارده به صندوق (دارایی‌های نقد و جاری) طی فرایند پرداخت تسهیلات (به درستی و بر اساس اصول مدیریت ریسک و بازده) تبدیل به دارایی‌های بلندمدت (غیرجاری) دلاری شده که با برگشت تسهیلات به صندوق با نرخ سودی بالاتر از نرخ تورم دلار آمریکا، از این بخش از منابع وارده به صندوق صیانت شده است. همچنین بر اساس همین اصل صیانت از منابع و با توجه به جایگاه دلار آمریکا در حفظ ارزش و همچنین مناسبات بین‌الملل، صندوق توسعه ملی نیز همچون سایر صندوق‌های مشابه خارجی مبنای محاسباتی خود را دلار آمریکا قرار داده است. مابقی منابع صندوق که به تامین مالی طرح‌ها اختصاص نمی‌یابد، به صورت نقد نگهداری می‌شود؛ این منابع که در

واقع سبد ارزی صندوق نیز نامیده می‌شود، مشتمل بر اسعار مختلفی است که می‌بایست به نحوی مدیریت شود که در وهله اول از سهم نسل‌های آینده صیانت شود و در وهله دوم در صورت امکان، بازدهی مناسبی از مدیریت این سبد کسب شود. نوشتار پیش رو به منظور ارائه راهکارهای سیاستی جهت مدیریت این سبد در افق برنامه هفتم توسعه و با توجه به شرایط فعلی و پیشامدهای محتمل آتی کشور تهیه شده است.

محدوده تحقیق، سوال تحقیق و اهمیت موضوع

بخشی از منابع وارده به صندوق از طریق پرداخت تسهیلات ارزی توسط بانک‌های عامل تبدیل به دارایی‌های بلندمدت دلاری شده‌اند که از محل این دارایی‌ها، زیان ناشی از تسعیر نرخ ارز به صندوق وارد نمی‌شود؛ مابقی منابع که تحت عنوان سبد ارزی شناخته می‌شود و همچنان به صورت نقدی و غیردلاری نگهداری می‌شود، در معرض ریسک زیان ناشی از نرخ تسعیر ارز قرار دارد. منابع وارده به صندوق سبدي از اسعار مختلف حاصل از سهم صندوق از درآمد ناشی از فروش نفت و گاز و میعانات گازی است، ولی در پایان دوره‌های مالی مبنای ارزیابی صندوق در جهت صیانت از منابع، دلار آمریکا است. بنابراین نوسانات نرخ ارز در طول دوره می‌تواند باعث ایجاد زیان ناشی از تسعیر نرخ ارز در صورتهای مالی صندوق شده و نشان از عدم صیانت از منابع دارد. تنوع منابع ارزی وارده موجب بالا رفتن اهمیت مدیریت سبد ارزی می‌شود.

سوال اصلی نوشتار پیش رو این است که با توجه به شرایط فعلی سبد و پیشامدهای پیش روی صندوق، چه راهکارهای سیاستی به منظور مدیریت ریسک سبد ارزی صندوق اتخاذ شود که وظیفه صیانت از سهم نسل‌های آینده و مدیریت آن به صورت بهینه‌ای عملیاتی شود؟

باید توجه شود که از منظر مدیریت ریسک نرخ تسعیر ارز، بهینه‌ترین حالت ممکن در راستای ماموریت صندوق این است که منابع وارده به صورت کامل دلاری باشد، تا از محل تغییر نرخ برابری اسعار ریسکی متوجه این منابع نشود؛ ولی با توجه به شرایط فعلی دریافت وجوه ناشی از فروش نفت (که به نظر می‌رسد در طول برنامه هفتم توسعه کشور نیز ادامه خواهد داشت) می‌بایست تمهیداتی به منظور مدیریت ریسک ناشی از نوسانات نرخ ارز در نظر گرفته شود تا انحراف از ماموریت صیانت از سهم نسل آینده به حداقل ممکن برسد.

پیشامدها (سناریوهای) محتمل پیش روی صندوق در مدیریت سبد ارزی

در حال حاضر مهمترین عوامل قابل لحاظ در برنامه‌ریزی جهت مدیریت سبد ارزی صندوق، موضوع مدیریت حساب‌های صندوق و تحریم‌های بین‌المللی است. مدیریت حساب‌های صندوق در اختیار بانک مرکزی قرار دارد که این موضوع علاوه بر اینکه باعث انحراف در فلسفه وجودی صندوق می‌شود (که علیرغم اهمیت موضوع در این نوشتار به آن پرداخته نمی‌شود) موجب می‌گردد که محدودیت‌های زیادی در خصوص مدیریت سبد ارزی ایجاد شود. البته در بند ۱۰ سیاست‌های کلی برنامه ششم توسعه کشور بر موضوع استقلال مدیریت حساب‌های صندوق تاکید شده بود که به دلایل مختلف عملیاتی نشده است.

از طرف دیگر مدیریت سبد ارزی به معنای تبدیل اسعار موجود در سبد در زمان‌های مقتضی به منظور جلوگیری از ورود ریسک ناشی از نوسانات نرخ ارز و کاهش ارزش سبد بر اساس دلار آمریکا است؛ در واقع در صورتی که امکان تغییر اسعار وجود نداشته باشد، مدیریت سبد ارزی به صورت بسیار محدود امکان‌پذیر است. در وضعیت فعلی به خاطر مشکلات ناشی از تحریم‌های بین‌المللی امکان مدیریت سبد ارزی صندوق محدود شده است.

در حال حاضر مذاکرات جهت رفع تحریم‌های بین‌المللی و احیاء برجام در جریان است و احتمال رفع تحریم‌های بین‌المللی وجود دارد. بنابراین احتمال تغییر شرایط در حوزه تحریم برای مدیریت سبد ارزی صندوق وجود دارد و از طرف دیگر با رفع تحریم‌ها بسیاری از دلایل عدم استقلال حساب‌های صندوق از حساب‌های بانک مرکزی مرتفع گردیده و امکان عملیاتی‌سازی منویات سیاست‌های برنامه ششم توسعه نیز وجود خواهد داشت. بنابر این در طراحی سیاست‌های مدیریت سبد ارزی صندوق بر اساس پیشامدهای ممکن می‌توان سناریوهای «رفع تحریم / عدم رفع تحریم» و «استقلال / عدم استقلال حساب‌های صندوق» را در نظر گرفت.

تحلیل سبد ارزی صندوق

بر اساس اطلاعات نگارنده در حال حاضر در سبد ارزی صندوق اسعار دلار آمریکا، یورو، یوان چین، وون کره جنوبی، ین ژاپن، دینار عراق، لیر ترکیه، روپیه هند، درهم امارات، پوند انگلیس و فرانک سوییس وجود دارد که برخی از این اسعار حجم بسیار کمی در سبد ارزی صندوق دارند.

در این بخش به بررسی وضعیت اسعار موجود در سبد ارزی صندوق پرداخته شده است. در این خصوص باید توجه کرد که اگرچه تحلیل ارز یک کشور و ارایه پیش‌بینی در خصوص آینده آن نیازمند تحلیل همه جانبه بنیادهای اقتصاد آن کشور و انجام تحلیلهای کمی در خصوص روندهای ارزش آن ارز در مقابل سایر اسعار است و این نوشتار ظرفیت چنین تحلیلی را ندارد، ولی حتی با بررسی اجمالی اسعار فعلی موجود در سبد ارزی نیز می‌توان سیاست‌های مهمی در خصوص سبد ارزی صندوق در راستای صیانت از منابع صندوق و مدیریت ریسک منابع طراحی و پیشنهاد داد. لذا در این بخش وضعیت اسعار موجود در سبد ارزی به صورت خلاصه بررسی و ارایه شده است.

الف- دلار آمریکا: این ارز به دلایل مختلف سیاسی، اقتصادی و امنیتی مهمترین ارز در میان اسعار موجود در بازارهای بین‌المللی محسوب می‌شود و به عنوان یکی از دارایی‌های امن توسط مدیران شرکتها و نهادهای سرمایه‌گذاری شناخته می‌شود. از طرفی همانطور که اشاره شد این ارز مبنای محاسباتی عملکرد صندوق نیز محسوب می‌شود، لذا قاعدتاً ارزش سایر اسعار موجود در سبد باید در مقابل دلارسنجیده و ارزیابی شود.

در دوره چهار ساله منتهی به شیوع کرونا (بر اثر سیاست‌های دولت قبل) کشور آمریکا رشدی قوی‌تر از سایر اقتصادهای مهم دنیا داشت و از منظر شاخص‌های مهم اقتصادی مثل رشد اقتصادی، تورم، اشتغال و ... نیز در وضعیت بسیار مناسبی نسبت به سوابق تاریخی خود قرار داشت؛ ولی شیوع کرونا و سیاست‌های انبساطی بانک مرکزی این کشور (که ناشی از این بیماری بود) منجر به افزایش همزمان نرخ بیکاری و تورم این کشور شده است. با توجه به پیشرفت‌های کسب شده در غلبه بر اپیدمی، در حال حاضر بانک مرکزی آمریکا سیاستهای انقباضی در پیش گرفته و به دنبال افزایش نرخ بهره به صورت تدریجی است. این اقدامات در کنار اهمیت دلار آمریکا در بازارهای بین‌الملل و توجه مدیران نهادهای سرمایه‌گذاری به دلار و از طرفی وضعیت نامناسب اقتصادهای رقیب در کنترل شرایط پساکرونا (مثل اروپا) باعث شده که همچنان تحلیلگران بر این باور باشند که دلار آمریکا در افق چند ساله یکی از قویترین اسعار در مقابل سایر اسعار خواهد بود. البته در زمان نگارش این نوشتار (۱۴۰۰/۱۱/۲۲ شمسی مصادف با ۲۰۲۲/۲/۱۱ میلادی) بر اساس داده‌های منتشره اقتصادی آمریکا شاخص قیمت مصرف‌کننده این کشور به بالاترین حد خود از سال ۱۹۸۲ و بیش از هفت درصد رسیده است و اخیراً برخی تحلیلگران بر اساس شاخص‌های منتشره در بازه یک تا دو ماهه اخیر اعتقاد دارند که سیاست‌گذاران فدرال رزرو می‌بایست در خصوص تعداد دفعات

و مقدار افزایش نرخ بهره در نظر گرفته شده برای سال ۲۰۲۲ تجدید نظر کرده و به صورت تهاجمی تری با تورم برخورد کنند؛ اگر این انتظار تحلیل گران و بازار از طرف فدرال رزور اجرایی نشود، به تدریج احتمال کاهش ارزش دلار افزایش خواهد داشت. دلیل محافظه کاری فدرال رزور در خصوص افزایش نرخ بهره، ترس از کاهش رشد اقتصادی و افزایش نرخ بیکاری است. از طرفی همچنان موضوع سویه های جدید و ویروس کرونا نیز در تصمیمات فدرال رزور اثر گذار است. همه این عوامل ضرورت رصد دقیق شاخص های منتشره توسط آمریکا و تصمیمات بانک مرکزی آن کشور را بیشتر میکند. البته با توجه به اینکه دلار آمریکا ارز مبنای محاسبه عملکرد صندوق توسعه ملی است، قاعدتاً ارزش سایر اسعار و مقایسه عملکرد اقتصادهای رقیب نیز از اهمیت بسیار زیادی برخوردار خواهد بود.

ب- یورو: اقتصاد ناحیه یورو نسبت به رقبای خود قبل از شیوع کرونا وضعیت مناسبی نداشت و از مشکلات مزمنی رنج می برد. شیوع اپیدمی نیز باعث تضعیف بیشتر این اقتصاد در مقابل سایر اقتصادهای دنیا شد. اگرچه به دلیل مواجهه تمام کشورها با شیوع کرونا ضعف اقتصاد یورو در این بحران نمایان نبود ولی تحلیل گران بر این باورند که مشکلات دامنه داری که قبل از اپیدمی در منطقه یورو وجود داشت همچنان ادامه دار خواهد بود. از طرفی یورو هیچ وقت نتوانست در عرصه بازارهای سرمایه گذاری بین المللی به میزان دلار پرترفدار باشد و در مقایسه با دلار به عنوان یک دارایی امن محسوب نمیشود. علی رغم همه نقاط ضعف یورو، یکی از مزایای اقتصاد این ناحیه شفافیت و حجم بالای اطلاعات اقتصادی منتشره به صورت تجمیعی و به تفکیک کشورهای عضو است. با توجه به اینکه کشور آمریکا نیز در ارایه اطلاعات اقتصادی خود بسیار شفاف و دقیق عمل میکند، تحلیل نرخ برابری این دو ارز (یورو به دلار) برای تحلیلگران مقدور است. از طرفی روابط سیاسی نزدیک ناحیه یورو و آمریکا و پایداری هر دو اقتصاد به مکانیزم بازار جهت ارزش گذاری باعث شده در تقابل ارزهای دو کشور مسایل سیاسی نقشی نداشته باشد و فقط آمارهای اقتصادی منتشره توسط دو اقتصاد بر نرخ برابری این دو ارز اثرگذار باشند. جمیع این عوامل باعث افزایش امکان تحلیل ارزش دو ارز و رغبت بیشتر نهادهای سرمایه گذار در نگهداری این دو ارز در سبد ارزی خود شده است به نحوی که حجم بسیار زیادی (بیش از پنجاه درصد) از تراکنش های موجود در بازار بین المللی ارز متعلق به جفت ارز یورو و دلار است.

ج- درهم امارات: کشور امارات در سیاست‌های اقتصادی خود از سال ۲۰۰۸ تا کنون نرخ برابری ارز خود را در مقابل دلار آمریکا به صورت تقریباً ثابتی مدیریت کرده است. جایگاه اقتصادی این کشور در منطقه و ارتباطات زیاد آن با کشور آمریکا باعث شده است که بتوان امید داشت که نرخ برابری درهم امارات در مقابل دلار آمریکا همچنان ثابت باقی بماند. بنابراین میتوان اذعان داشت که این ارز در سبد ارزی می‌تواند به عنوان بدل دلار آمریکا لحاظ شود.

د- یوان چین: ارزش یوان چین در مقابل دلار آمریکا متاثر از دو پارامتر مهم و کلان است؛ موضوع اول تقابل‌های اقتصادی (تجاری و ارزی) و گاهاً سیاسی دو کشور (به خصوص از طرف کشور چین) که منجر به دستکاری نرخ برابری دلار به یوان توسط بانک مرکزی چین میشود. موضوع دوم وضعیت اقتصادی کشور چین است. اقتصاد کشور چین بعد از غلبه بر کرونا داده‌های مناسبی داشته است. بررسی سوابق تاریخی روندهای موجود در نرخ برابری دلار به یوان حاکی از آن است که به دلیل دخالت بانک مرکزی کشور چین در نرخ برابری یوان، انجام پیش‌بینی‌های بلندمدت (با افق بیش از دو سال) در خصوص ارزش یوان دارای انحرافات زیادی است ولی در افق‌های کوتاه مدت (حداکثر یک ساله) امکان انجام تحلیلهای بنیادی و کمی در خصوص نرخ برابری یوان به دلار وجود دارد. توجه شود که هر چه افق پیش‌بینی بلندمدت تر باشد، به خاطر دخالت‌های بانک مرکزی چین یا رخداد وقایع سیاسی اقتصادی بین دو کشور، انحراف پیش‌بینی بیشتر خواهد شد. با توجه به همین انحرافات، در سبد ارزی نهادهایی همچون صندوق توسعه ملی، که بر اساس وظایف صیانتی باید به صورت ریسک‌گریز عمل کند، ارز یوان چین گزینه مناسبی جهت نگهداری نیست.

ه- وون کره جنوبی: به نظر میرسد کشور کره جنوبی در ده سال اخیر سیاست نگهداری ارزش وون در کانال مشخصی را دنبال میکند به نحوی که ارزش این ارز در مقابل دلار آمریکا در بازه مشخصی که کف و سقف آن حدوده ۲۰ تا ۲۵ درصد است در نوسان بوده است؛ بنابراین مهمترین مزیت این ارز برای استفاده در سبد ارزی صندوق قابلیت پیش‌بینی آن است ولی باید توجه کرد که ممکن است سیاست مدیریت شناور نرخ ارز توسط کره جنوبی همواره ادامه دار نباشد.

و- لیر ترکیه: به خاطر سیاست‌های منطقه ای و تنش‌های فیمابین کشور ترکیه و آمریکا و همچنین سیاست‌های اقتصادی دولت، در سالهای اخیر شاهد کاهش ارزش لیر نسبت به دلار آمریکا هستیم. ریزش‌های متعدد و ادامه دار ارزش لیر ترکیه در مقابل دلار آمریکا این ارز را به یکی از ارزهای ضعیف سبد ارزی صندوق تبدیل کرده است و شرایط حاکم بر لیر ترکیه نشان از

ادامه دار بودن روند کاهش ارزش این ارز در مقابل دلار آمریکا است. در حال حاضر می‌توان گفت که روند لیر ترکیه در افق بلندمدت نزولی است و تغییر روند مذکور نیازمند رخداد تحولات بزرگ در عرصه سیاسی و اقتصادی این کشور است که در حال حاضر احتمال رخداد اینچنین تحولاتی بسیار ضعیف به نظر می‌رسد.

ز- **روپیه هند:** روپیه هند همچون لیر ترکیه روند بلندمدت نزولی ولی با شیب کمتر از لیر ترکیه داشته و به نظر می‌رسد این روند نزولی بر اثر سیاست‌های اقتصادی دولت هند اتخاذ شده است. از نظر افشاء اطلاعات اقتصادی کشور هند نسبت به کشورهایی که داده‌های اقتصادی خود را به صورت منظم و شفاف ارائه می‌دهند وضعیت مناسبی ندارد و از این رو تحلیل و پیش‌بینی ارزش ارز این کشور به امکان‌پذیری و دقت تحلیل ارزش اسعاری همچون دلار و یورو نیست ولی توصیفی که در حال حاضر می‌توان برای ارزش روپیه در افق چند ساله به کار برد این است که «روند نزولی ارزش روپیه با شیب نسبتاً ضعیف در افق چند ساله همچنان ادامه دار خواهد بود»

ح- **دینار عراق:** در حال حاضر مهمترین شرایط بنیادی سیاسی حاکم بر دینار عراق عبارتند از: تنشهای سیاسی داخلی کشور و وجود گروه‌های تروریستی و حضور نیروهای آمریکایی که همه این عوامل در نهایت منجر به عدم اطمینان بالای وضعیت سیاسی حاکم بر کشور عراق خواهد شد. از طرف دیگر اقتصاد کشور عراق به شدت به قیمت و حجم فروش نفت وابسته است به نحوی که در سال گذشته که به خاطر شرایط ناشی از اپیدمی کروناتقاضا و قیمت نفت کاهش یافته بود، دولت این کشور به منظور تامین کسری بودجه ناشی از این موضوع، اقدام به کاهش ارزش دینار نمود. از طرفی باید دقت شود که اگرچه به نظر می‌رسد کشور عراق سیاست تثبیت نرخ ارز را در سالهای اخیر دنبال کرده ولی باید پارامترهای اقتصادی آن کشور دقیق‌تر بررسی شود که آیا داده‌های اقتصادی امکان ادامه‌دار بودن این سیاست را پشتیبانی می‌نمایند؟ در حال حاضر به نظر می‌رسد امکان ادامه‌دار بودن این سیاست ضعیف است. مجموع این عوامل منجر به این میشود که به دلیل شرایط سیاسی و اقتصادی حاکم بر آن کشور **توجیه مناسبی جهت نگهداری دینار عراق در سبد ارزی صندوق وجود نداشته باشد.**

ط- **ین ژاپن:** اقتصاد کشور ژاپن به واسطه رشد و توسعه یافتگی نسبت به اقتصادهایی مثل عراق و ترکیه و هند در وضعیت مناسب‌تری قرار داشته و ین بعد از دلار، طلا و فرانک سوییس جزء دارایی‌های امن محسوب میشود. ژاپن همچون آمریکا و اتحادیه اروپا و انگلستان به سیاست بازار آزاد در تعیین نرخ برابری این ارز با سایر اسعار پایبند است. البته باید توجه شود که

در حال حاضر چشم انداز تقویت دلار آمریکا در مقابل ین هم از نظر بنیادهای منتشره اقتصادی هم از نظر مدل‌های کمی وجود دارد. بنابراین اگرچه نگهداری ین در سبد ارزی صندوق نسبت به لیر ترکیه توجیه‌پذیر است ولی این ارز در مقابل دلار آمریکا توجیه‌پذیری خود را از دست خواهد داد.

ی- پوند انگلیس: در سالهای اخیر بعد از جدایی کشور انگلیس از اتحادیه اروپا نوسانات زیادی در ارزش پوند در بازارهای بین‌المللی اتفاق افتاده است و سایه وقایع سیاسی بر ارزش پوند سنگینی کرده است و به نظر میرسد رخدادها و تصمیمات سیاسی مربوط به این موضوع (اگرچه به صورت ضعیف‌تر) همچنان بر ارزش پوند اثرگذار است. از طرفی کشور انگلستان از منظر افشاء اطلاعات در حد متوسطی قرار داشته و اگرچه نسبت به کشورهای هم‌چون هند و ترکیه شرایط بهتری دارد ولی از منظر شفافیت و تواتر افشاء اطلاعات در موقعیت پایینتری نسبت به اروپا و آمریکا قرار دارد. در اتخاذ سیاست‌های مدیریت سبد ارزی صندوق به این موضوع نیز باید توجه کرد که سهم فعلی این ارز از سبد ارزی صندوق بسیار ناچیز است.

ک- فرانک سوییس: کشور سوییس نیز از کشورهایی است که داده‌های اقتصادی زیادی را منتشر نمیکند بانک مرکزی آن گاهی اوقات به دستکاری نرخ ارز متهم بوده. البته توجه شود که ارز این کشور به واسطه سیاست‌های ریسک‌گریزانه دولت در عرصه سیاسی و اقتصادی، یکی از دارایی‌های امن محسوب میشود. تغییرات ناگهانی نرخ بهره از دیگر ویژگی‌های ارز این کشور است. این ارز نیز در حال حاضر سهم بسیار ناچیزی در سبد ارزی صندوق را به خود اختصاص داده است.

جمع بندی تحلیل سبد ارزی صندوق

به طور کلی ارزش ارز یک کشور در بازار بر اساس دو گروه عامل اساسی که عبارتند از عوامل سیاسی و عوامل اقتصادی مشخص می‌شود. در حال حاضر اسعاری در سبد ارزی صندوق وجود دارد که بنیادهای سیاسی و اقتصادی حاکم بر آنها آنچنان شفاف است که باعث می‌شود رتبه بندی کردن اسعار در راستای صیانت از سهم نسل‌های آینده موضوع چندان پیچیده‌ای نباشد. اسعاری همچون لیر ترکیه، روپیه هند و دینار عراق به واسطه عوامل بنیادی حاکم بر اقتصاد و سیاستشان دارای روند نزولی هستند و ارز یوان چین به خاطر تقابل‌های سیاسی- اقتصادی این کشور در مقابل آمریکا، در افق‌های بلندمدت قابل تحلیل نیست و می‌تواند سبد ارزی صندوق را با نوسان‌های شدید مواجه کند. درهم امارات به خاطر سیاست ثبات نرخ ارز آن کشور می‌تواند به عنوان بدل دلار در سبد ارزی صندوق نقش ایفا نماید. یورو، وون کره و ین ژاپن با توجه به شرایط موجود

در خصوص شرایط سیاسی و اقتصادی از امکان تحلیل بالایی برخوردار هستند و با اطمینان بالاتری می‌توان آنها را تحلیل کرد و فرانک سوییس و پوند انگلیس آنچنان سهم کمی در سبد ارزی دارند که اگر قرار بر مدیریت حرفه‌ای سبد ارزی باشد حذف این اسعار به منظور محدود کردن تعداد اسعار موجود در سبد تصمیمی توجیه پذیر است. اگر قصد این باشد که اسعار سبد ارزی صندوق با توجه به ماموریت صیانتی صندوق به سه دسته کلی تقسیم شود دلار آمریکا، یورو و درهم امارات در دسته اول، ین ژاپن، وون کره، یوان چین، پوند انگلیس و فرانک سوییس در دسته دوم و لیر ترکیه، روپیه هند و دینار عراق در دسته سوم قرار می‌گیرند. نگهداری اسعار موجود در دسته اول بیشترین تناسب را با ماموریت صیانت از منابع داشته و صندوق با صرف مقداری انرژی و انجام تحلیل کارشناسانه در بازه‌های میان مدت (چند هفته تا چند ماه) می‌تواند با تغییر سهم این اسعار در زمان مقتضی بازه نیز کسب نماید. اگر صندوق قصد داشته باشد تعداد اسعار در سبد خود را افزایش دهد (با لحاظ پذیرش ریسک مربوطه)، استفاده از اسعار دسته دوم قابل انجام است و در میان این اسعار وون کره و ین ژاپن در اولویت هستند. دسته سوم اسعاری هستند که حذف آنها از سبد ارزی صندوق باید در اولویت مدیریت سبد ارزی صندوق باشد. در قسمت بعد سیاست‌هایی به منظور بهینه‌سازی مدیریت سبد ارزی صندوق ارائه شده است.

پیشنهاد سیاست‌های بهینه مدیریت سبد ارزی صندوق در مواجهه با سناریوها

ترکیب پیشامدهای «رفع تحریم/عدم رفع تحریم» و «استقلال /عدم استقلال حسابهای صندوق» منجر به چهار سناریو در مقابل صندوق می‌شود.

	عدم استقلال حسابهای صندوق	استقلال حسابهای صندوق
رفع تحریم	سناریو دوم: سناریو پیچیده کننده فرایند	سناریو اول: بهترین سناریو
عدم رفع تحریم	سناریو چهارم: بدترین سناریو	سناریو سوم: فاقد قابلیت اجرا

سناریو اول سناریوی است که باعث می‌شود صندوق امکان حرکت به سمت بهینه سازی سبد ارزی در راستای صیانت از منابع را داشته باشد و مهمترین موانع پیش روی صندوق جهت مدیریت سبد ارزی برداشته می‌شود. سناریو دوم اگرچه بهتر از وضعیت فعلی است ولی نبود استقلال حساب صندوق از حساب‌های بانک مرکزی باعث می‌شود تصمیمات مربوط به مدیریت سبد ارزی در فرایندهای اداری بین صندوق و بانک مرکزی قابلیت اجرای خود را از دست داده و از حالت بهینه بودن خارج

شود. تصمیمات مربوط به اعمال تغییر در سبد ارزی باید در حداقل زمان ممکن اجرایی شود؛ تاخیر در اجرای تصمیمات باعث می‌شود مسئولیت مجریان تصمیم و گیرندگان تصمیم تداخل پیدا کرده و اثربخشی تصمیمات قابل ارزیابی نباشد و نقاط ضعف قابل تشخیص و پیگیری نباشد. در صورت عدم رفع تحریم تقریباً سناریو سوم قابلیت اجرایی ندارد؛ سناریو چهارم نیز بیانگر وضعیت فعلی صندوق است که حتی در صورت رخداد این سناریو نیز صندوق می‌بایست برنامه‌هایی جهت مدیریت سبد ارزی خود داشته باشد.

باید توجه شود که رخداد سناریو اول نیز نیازمند طی فرایندهای اداری و مختلفی تا اجرایی شدن است و اگر صندوق بخواهد بر اساس آنها عمل نماید و حرکت به سمت مدیریت بهینه سبد ارزی را به تاخیر اندازد عملاً فرصت زیادی را از دست داده و صیانت از منابع به خطر افتاده است. بنابراین بهترین اقدام ممکن طراحی یک چشم‌انداز مناسب به منظور بهینه‌سازی مدیریت سبد ارزی است. این چشم‌انداز باید به نحوی طراحی شود که حتی در وضعیت فعلی (سناریو چهارم) اقداماتی قابل انجام باشد و به تدریج با گذر زمان در صورت رخداد سناریوهای مطلوب‌تر سرعت اقدامات و رسیدن به چشم‌انداز بیشتر شود.

اگرچه سبد ارزی فعلی صندوق و اسعار موجود در آن به اقتضای شرایط تحریم و فروش نفت کشور ایجاد شده است ولی ترکیب اسعار موجود در آن چه از نظر تعداد و چه از نظر نوع، متناسب با مأموریت صندوق و اصل صیانت از منابع نیست. نهادی همچون صندوق توسعه ملی باید کم‌ریسک‌ترین و تحلیل‌پذیرترین اسعار را در سبد خود قرار دهد.

منظور از اسعار تحلیل‌پذیر اسعاری است که ارزش آن بیش از آنکه در معرض تصمیمات سیاسی باشد، بر اساس بنیادهای اقتصادی و اطلاعات منتشره از کشور مربوطه و با مکانیزم بازار مشخص شود. توجه شود که میزان تحلیل‌پذیری اسعار به صورت یک طیف هستند یعنی صفر به معنای کاملاً غیرتحلیل‌پذیر و یک به معنای کاملاً تحلیل‌پذیر وجود ندارد و هر ارزی می‌تواند درجاتی از تحلیل‌پذیری داشته باشد. در میان اسعار جهان‌روا در حال حاضر دلار و یورو که در سبد ارزی صندوق نیز قرار دارند بالاترین میزان تحلیل‌پذیری را دارند. متناسب‌ترین حالت ممکن با مأموریت صندوق نیز این است که صرفاً این دو ارز را در سبد داشته باشد و زمانی که بر اساس تحلیل به این نتیجه برسد که یورو در مقابل دلار در حال تقویت شدن و کسب روند صعودی در افق میان مدت است سهم یورو را بیشتر کرده و دلارهای موجود در سبد را تبدیل به یورو نماید و هر

وقت تحلیلها نشان از معکوس شدن روند داشتند نسبت به تبدیل یورو به دلار اقدام نماید (اقدامی که بسیاری از نهادهای سرمایه‌گذاری بین‌الملل با ریسک پذیری کم در خصوص سبد ارزی خود انجام می‌دهند). توجه شود که در این حالت صندوق کمترین ریسک را پذیرفته و به طبع آن بازده کمتری هم خواهد داشت ولی این سیاست بیشترین تناسب را با اصل صیانت از منابع صندوق خواهد داشت. بنابراین حالت بهینه در راستای صیانت از منابع، خروج اسعار مختلف از سبد ارزی صندوق به جز دلار و یورو و مدیریت سبد ارزی بر اساس تغییر سهم این دو ارز در سبد ارزی است. مزیت اصلی دلار و یورو در اینچنین سبدي این است که معمولاً نرخ برابری یورو به دلار به واسطه اقدامات و تصمیمات سیاسی نوسان زیادی نداشته و صرفاً بر اساس آمار منتشره اقتصادی توسط کشورها و تصمیمات سیاسی ارزش‌گذاری میشوند که این آمار و اطلاعات در دسترس عموم قرار داشته و قابل تحلیل هستند. بنابراین حالت بهینه برای صندوق صرفاً حفظ و نگهداری این دو ارز در سبد ارزی خود است. اگر صندوق بخواهد اسعار بیشتری را در سبد خود نگهداری نماید، این موضوع به معنای پذیرش ریسک بیشتر و به طبع آن احتمال کسب بازده بیشتر است، اولویت بندی آنها بعد از دلار و یورو به صورت زیر خواهد بود. از نظر نگارنده حداکثر تعداد ارز قابل قبول برای سبد ارزی نهادی همچون صندوق توسعه ملی پنج ارز (دلار و یورو و اسعار تا اولویت سوم) است.

اولویت اول - درهم امارات: اضافه شدن درهم امارات موجب کسب بازده نخواهد شد چرا که این ارز به خاطر سیاست‌های ثبات نرخ ارز کشور امارات نوسان زیادی در مقابل دلار ندارد. مزیت وجود این ارز در سبد ارزی صندوق این است که بر اساس اطلاع نگارنده برخی از بنگاه‌های اقتصادی متقاضی تسهیلات جهت دریافت تسهیلات یا بازپرداخت ارزی اقساط خود از این ارز استقبال میکنند.

اولویت دوم - وون کره جنوبی: به واسطه سیاست‌های بانک مرکزی کشور کره در مدیریت نرخ ارز در یک کانال مشخص این ارز یکی از گزینه‌های قابل استفاده به منظور کسب بازده از سبد ارزی صندوق است چرا که نرخ مناسب خرید و نرخ مناسب فروش این ارز تا حد زیادی قابل پیش بینی است.

اولویت سوم- ین ژاپن: با توجه به اینکه کشور ژاپن مشابه آمریکا و اروپا به استفاه از مکانیزم بازار جهت ارزش گذاری ین تاکید دارد و افشای اطلاعات اقتصادی توسط آن کشور در وضعیت مناسبی است این ارز می تواند در کنار دو ارز قبل تر گفته شده به سبد ارزی اضافه شود.

اولویت چهارم - پوند انگلیس: کشور انگلستان نیز از نظر میزان افشاء اطلاعات اقتصادی در وضعیت نسبتا مطلوبی قرار دارد ولی اقتصاد این کشور همچنان قرابت زیادی به ناحیه یورو داشته و از طرف دیگر همچنان در معرض رخدادهای سیاسی ناشی از جدایی این کشور از اتحادیه اروپا قرار دارد. به همین خاطر و به جهت لحاظ حفظ پراکندگی جغرافیایی اسعار موجود در سبد ارزی این ارز در جایگاه بعد از ین ژاپن و وون کره جنوبی در نظر گرفته شده است.

اولویت پنجم- فرانک سوییس: در بازار بین المللی ارز کشور سوییس به تغییرات ناگهانی نرخ ارز و همچنین عدم افشاء اطلاعات اقتصادی شهرت دارد و اگرچه به عنوان یک دارایی امن در میان اسعار محسوب میشود ولی همین امن بودن نیز موجب شده که در زمان رخداد وقایع سیاسی مهم در هر نقطه از دنیا نوسانات زیادی داشته باشد؛ از طرفی عدم افشاء اطلاعات و تغییرات ناگهانی نرخ بهره توسط بانک مرکزی باعث پرریسک بودن این ارز برای سبد ارزی صندوق خواهد شد.

اولویت ششم- یوان چین: اگرچه کشور چین از منظر انتشار اطلاعات اقتصادی در موقعیت نسبتا مناسبی قرار دارد ولی تقابل های تجاری اقتصادی و حتی سیاسی این کشور در مقابل کشور آمریکا و گاهی اوقات اروپا و از طرفی اتخاذ تصمیمات مختلف مخالف با بنیادهای اقتصادی که در جهت دستکاری نرخ ارز این کشور اتفاق می افتد، باعث پایین آمدن اولویت این ارز برای نگهداری در سبد ارزی صندوق میشود؛ تمام عوامل برشمرده شده منجر به این خواهد شد که ارزش گذاری این ارز در تحلیلهای بلندمدت دارای انحراف باشد و ریسک هایی به سبد ارزی صندوق وارد آورد.

اولویت هفتم- روپیه هند: روند نزولی روپیه هند در چشم انداز بلندمدت باعث شده ست که این ارز در جایگاه پایین در اولویت بندی سبد ارزی صندوق قرار داشته باشد و این موضوع باعث پیشنهاد خروج این ارز از سبد ارزی صندوق و تبدیل روپیه به سایر اسعار به خصوص دلار و یورو و درهم، میشود.

اولویت هشتم- دینار عراق: شرایط سیاسی حاکم بر کشور عراق و وابستگی اقتصاد آن کشور به درآمدهای نفتی و احتمال رخداد نوسان‌های ناگهانی در برابری نرخ ارز باعث شده است که این ارز در اولویت پایینی قرار گیرد. حتی سیاست تثبیت نرخ ارز این کشور با توجه به وضعیت سیاسی آن کشور و بنیادهای اقتصادی حاکم بر آن کشور قابلیت اتکاء زیادی ندارد.

اولویت نهم- لیر ترکیه: ارز رسمی کشور ترکیه به خاطر سیاست‌های سیاسی و اقتصادی هیات حاکمه در یک روند نزولی شدید بلند مدت قرار دارد. شدت افت ارزش لیر در مقابل دلار در مقایسه با افت ارزش روپیه در مقابل دلار در بازه بلند مدت گذشته حدود ده برابر بوده است و به نظر میرسد ارزش ارز این کشور همچنان در حال افت است. از این رو لیر ترکیه در جایگاه نهم در نظر گرفته شده است.

همانگونه که ملاحظه می‌شود با ارایه استدلال‌های منطقی حدود سبد ارزی صندوق قابل تشخیص است و می‌توان با اتخاذ تصمیمات مناسب حرکت به سمت حالت بهینه را در پیش گرفت. برخی از این اقدامات سیاستی حتی در صورت وقوع سناریو چهارم و ادامه دار بودن وضعیت فعلی قابل انجام خواهد بود. خروج اسعار با اولویت پایین به خصوص لیر ترکیه، روپیه هند و دینار عراق و در مرحله بعد یوان چین با همکاری بانک مرکزی و همچنین اتخاذ تصمیماتی که منجر به جلوگیری از ورود این اسعار به سبد ارزی صندوق شود، مهمترین گام‌های ابتدایی جهت حرکت به سمت بهینه شدن سبد ارزی است. این مهم با تبدیل اسعار فعلی موجود در سبد ارزی به دلار یا یورو به نرخ روز و همچنین مذاکره با بانک مرکزی جهت جلوگیری از ورود این اسعار به سبد قابل انجام است. در مرحله بعد ارز یوان چین در زمان‌های مقتضی بر اساس تحلیل‌های بنیادی و کمی قابل تبدیل به یورو و دلار خواهد بود. تبدیل اسعار به صورت مرحله ای تا زمان رسیدن به سبد بهینه با همکاری بانک مرکزی قابل انجام خواهد بود و در صورت رفع تحریم این موضوع با سرعت بیشتری قابل انجام خواهد بود. یکی از تصمیمات مهم در خصوص سبد بهینه ارزی صندوق تعداد اسعار موجود در سبد است. همانطور که اشاره شد نهادی همچون صندوق توسعه ملی باید صرفاً دو ارز دلار و یورو را در سبد داشته باشد و با انجام تحلیل سعی در کسب بازده از طریق تغییر سهم این اسعار در سبد ارزی داشته باشد. در صورتی که تصمیم این باشد که اسعار بیشتری به سبد ارزی صندوق اضافه شود، پیشنهاد میشود که حداکثر پنج ارز دلار آمریکا، یورو، درهم امارات، ین ژاپن و وون کره جنوبی در سبد ارزی صندوق وجود داشته باشند.

طبیعی است که استقلال حساب‌های صندوق و رفع تحریم‌های بین‌المللی قدرت مانور صندوق در مدیریت سبد ارزی خود را بیشتر کرده و پیشنهاد می‌شود موضوع استقلال حساب‌های صندوق از بانک مرکزی در برنامه هفتم توسعه در دستور کار قرار گیرد.

جمع بندی و پیشنهادهای نهایی

بررسی سبد ارزی صندوق در راستای تحقق مأموریت صیانت از منابع حاکی از این است که این سبد نیاز به بازنگری اساسی دارد. پیشنهاد می‌شود موضوع استقلال مدیریت حساب‌های صندوق، (مورد تاکید در بنده ۱۰ سیاست‌های برنامه ششم توسعه کشور)، در برنامه هفتم توسعه در دستور کار قرار گیرد چرا که عدم استقلال حساب‌های صندوق هم موجب نابهینه بودن مدیریت سبد ارزی و عدم صیانت از منابع صندوق خواهد شد و هم با فلسفه وجودی صندوق در تضاد است. در صورت موفقیت مذاکرات در حال انجام در خصوص برجام و رفع تحریم‌های بین‌المللی، مهمترین موانع پیش روی استقلال حساب‌های صندوق برطرف می‌شود. با توجه به اینکه در حال حاضر سبد ارزی صندوق از لحاظ تعداد اسعار و همچنین سهم و کیفیت اسعار موجود در سبد در وضعیت بهینه نیست، پیشنهاد می‌شود صندوق در وهله اول چشم‌اندازی جهت تعداد اسعار موجود در سبد ترسیم نماید و در گام دوم اسعار موجود در سبد را جهت رسیدن به چشم‌انداز اولویت بندی کند. حتی در صورت عدم رفع تحریم، از طریق هماهنگی با بانک مرکزی می‌توان اقداماتی در خصوص حرکت به سمت چشم‌انداز بر مبنای این اولویت‌بندی انجام داد، در صورت رخداد این سناریو می‌بایست خروج اسعار با اولویت پایین از سبد ارزی صندوق در دستور کار قرار گیرد. طبیعی است در صورتی که موضوع رفع تحریم عملیاتی شود سرعت حرکت به سمت چشم‌انداز بیشتر خواهد شد.

اولویت‌بندی اسعار باید بر اساس سه ویژگی کیفیت، میزان تحلیل پذیری و امکان کسب بازده از مدیریت سبد ارزی انجام شود. پیشنهاد نگارنده (به منظور ترسیم چشم‌انداز سبد ارزی صندوق)، قرار دادن ارز دلار و یورو به عنوان تنها اسعار موجود در سبد ارزی و تبدیل سایر اسعار به این دو ارز است. این دو ارز در عرصه بین‌الملل از قدرت بالایی برخوردار هستند و همچنین امکان انجام تحلیل‌های اقتصادی فارغ از مسایل سیاسی در خصوص این دو ارز فراهم است؛ بدین ترتیب صندوق می‌تواند با تغییر سهم این دو ارز در سبد خود در زمان‌های مقتضی با پذیرش حداقل ریسک، بازده متناسب با مأموریت صیانتی

خود کسب نماید. اگر صندوق تصمیمی مبنی بر بکارگیری اسعار بیشتر در سبد ارزی داشته باشد، اولویت بندی اسعار به شرح زیر خواهد بود. پیشنهاد می‌شود حداکثر پنج ارز ابتدای فهرست در سبد ارزی صندوق وجود داشته باشد:

- (۱) دلار آمریکا
- (۲) یورو
- (۳) درهم امارات
- (۴) وون کره
- (۵) ین ژاپن
- (۶) پوند انگلستان
- (۷) فرانک سوییس
- (۸) یوان چین
- (۹) روپیه هند
- (۱۰) دینار عراق
- (۱۱) لیر ترکیه

طبیعی است که انتخاب اسعار بیشتر به معنای پذیرش ریسک بیشتر خواهد بود که این موضوع می‌تواند منجر به کسب بازده بیشتر شود و تحقق این امر نیازمند این است که صندوق بحث مدیریت سبد ارزی خود را به صورت کارشناسانه و با تکیه بر تحلیل‌های صحیح از وضعیت بنیادهای حاکم بر نرخ برابری اسعار موجود در سبد در افق‌های زمانی مختلف عملیاتی نماید.