خراسان روزنامه صبح ایران
یک‌شنبه ۱۹ آذر ۱۳۹۶ . ۲۱ ربیع الاول ۱۴۳۹ . شماره ۱۹۷۰۲

عادل آذر، رئیس دیوان محاسبات در جلسه علنی روز دوشنبه ۲۲ آبان مجلس ضمن ارائه گزارشی از نظام بودجه‌ریزی کشور در نقد گسترش استقراض دولت گفت: تا الان نفت می فروختیم اما در سال های اخیر با فروش اوراق مشارکت کسری ها را تامین می کنیم و با فروش مجدد اوراق، کسری اعتبارات سررسید شده اوراق قبلی را جبران می کنیم! این نوعی «آینده‌فروشی» است که با آن، اعتبارات بین نسلی فرزندان خودمان را می فروشیم.

گسترش بیش از حد استفاده از اوراق بدهی، فروش آینده فرزندان مان است

مروری بر انتقادها به «انحراف در توسعه بازار بدهی» طی سال های اخیر

گذر از نفت فروشی به آینده فروشی؟!

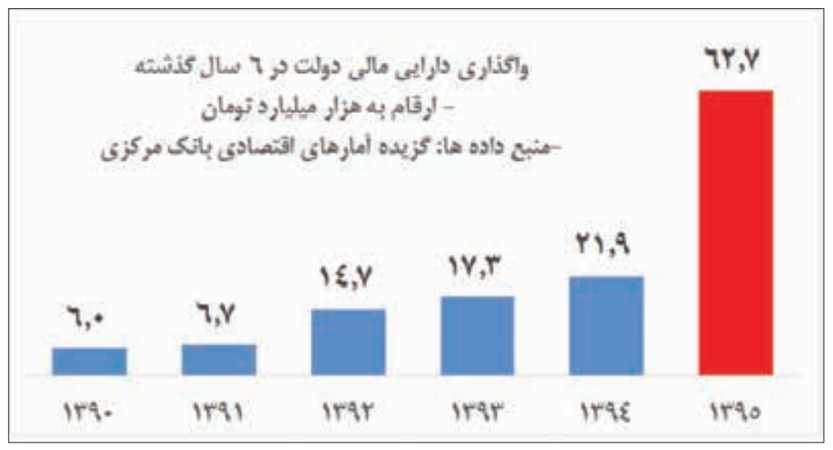
جواد غیاثی - توسعه ابزارهای کارآمد و مشروع بازار بدهی در کشور، مورد مطالبه کارشناسان و اهالی اقتصاد بوده و هست. به خصوص وضعیت نابه سامان بدهی های دولت، ایجاب می کند که با انتشار اوراقی قابل خرید و فروش، این بدهی ها شفاف شود و پیمانکاران طلبکار از دولت نیز بتوانند مقداری از طلب خود را از طریق فروش اوراق در بازار ثانویه نقد کنند. این مطالبه که در سال های ابتدایی دولت یازدهم، به خصوص از سوی بدنه کارشناسی نزدیک به دولت، بسیار بر آن تاکید و حتی گاهی جزو ضروری ترین اقدامات دولت برای برون رفت از شرایط رکود تورمی برشمرده می شد، در نهایت نتیجه داده و دولت از سال ۹۴ انواعی از اوراق منتشر شده توسط دولت (سخاب) که چالش های جدی برای بازار پول ایجاد کرد[۱]، آن چه بیش از همه نگرانی ایجاد کرده، استفاده نادرست دولت از درآمدهای حاصل از فروش اوراق است؛ انتشار و فروش اوراق بدهی برای طرح های بلندمدت و همین طور سامان دهی بدهی های دولت به پیمانکاران بابت طرح های عمرانی، پذیرفتنی و حتی قابل تمجید است اما استفاده از این ابزار جدید برای امور جاری و پوشش هزینه های جاری دولت، یک انحراف جدی است که نگرانی های بسیاری ایجاد کرده است. با توجه به لزوم بازپرداخت اصل و سود این اوراق در سال های آینده و بار مالی بزرگی که ایجاد می کند، برخی از استفاده از اوراق برای امور جاری، به آینده فروشی یاد می کنند. همان نگرانی که درباره نفت هم به شدت احساس می شد (فروش نفت و تخصیص آن به امور جاری و نه عمرانی) اما با کاهش قیمت نفت تقلیل یافت. حالا همین انحراف در بازار بدهی در حال وقوع است.

■ **گسترش بازار بدهی با سرعت نجومی**

گفتیم که انتشار انواع جدید اوراق از سال ۹۴ آغاز شد. در سال ۹۴، فقط پنج هزار میلیارد تومان اسناد خزانه تحت نمادهای (اخزا۱ تا۵) منتشر شد. طبق گزارش سازمان برنامه در این سال در مجموع ۱۱/۲ هزار میلیارد تومان انواع اوراق مالی منتشر شد. در سال ۹۵ انتشار اخزا (فقط یکی از انواع اوراق) به ۸/۵ هزار میلیارد تومان رسید (اخزا ۶ تا ۱۱) و در کنار آن ۴/۵ هزار میلیارد تومان اوراق کوتاه مدت تحت عنوان سخا (سخا ۱ و ۲) هم منتشر شد. در سال ۹۵ حدود ۱۱ هزار میلیارد تومان هم انواع اوراق مرابحه و سلف برای خرید گندم منتشر شد. وقتی دیگر اوراق مثل سخاب، سلامت و ... را هم به آمار اضافه می کنیم سرعت رشد نجومی بازار بدهی نگران کننده می شود. تا جایی که حجم اوراق منتشر شده در سال ۹۵ طبق اعلام سازمان برنامه به ۴۸/۸ هزار میلیارد تومان می رسد؛ یعنی پنج برابر در یک سال.

■ **از کاهش واگذاری نفتی تا جهش واگذاری مالی**

انتشار اوراق در بودجه دولت در سرفصل واگذاری دارایی های مالی قابل ردیابی است. حتما می دانید دولت غیر از درآمدهای جاری خود (مالیات و ...) از طریق واگذاری دو نوع دارایی نیز درآمد کسب می کند؛ دارایی سرمایه ای، که شامل فروش نفت و فراورده های نفتی و همچنین شرکت ها و اموال فیزیکی دولتی است، و دارایی مالی که همان استقراض است. واگذاری دارایی مالی شامل دریافت انواع وام داخلی و خارجی و انتشار و فروش انواع اوراق از جمله اوراق بدهی است. نمودار زیر که بر اساس عملکرد بودجه دولت در شش سال گذشته بر اساس گزارش های رسمی بانک مرکزی تهیه شده است به خوبی نشان می دهد که استقراض دولت یا همان واگذاری دارایی مالی (که انتشار اوراق بدهی بخشی از آن است) طی شش سال بیش از ۱۰ برابر شده است. یعنی همزمان با کاهش درآمدهای نفتی یا همان واگذاری دارایی های سرمایه ای، استقراض یا همان واگذاری مالی شتاب گرفته است.



> واگذاری دارایی مالی (که انتشار اوراق بدهی بخشی از آن است) طی شش سال بیش از ۱۰ برابر شده است یعنی همزمان با کاهش درآمدهای نفتی یا همان واگذاری دارایی های سرمایه ای، استقراض یا همان واگذاری مالی شتاب گرفته است

■ **اوراق بدهی؛ از جهش مقداری تا انحراف محتوایی**

اما ممکن است تحت شرایطی، سرعت بالای انتشار اوراق نگران کننده نباشد. آن شرایط زمانی است که این اوراق صرفا برای جذب منابع و سرمایه گذاری در طرح های عمرانی یا زیرساخت ها استفاده شود. به خصوص آن که میزان استفاده از این اوراق در کشور قبل از دولت یازدهم بسیار کم بوده و ممکن است رشد های چندین ۱۰۰ درصدی در سال های ابتدایی، نه به دلیل زیاده روی فعلی، بلکه ناشی از کم بودن عمق بازار در گذشته باشد (توضیح این که درباره میزان بهینه بدهی دولت و همچنین استفاده از ابزارهای بدهی، بین اقتصاددانان اختلاف نظر بسیار است بنابراین صحبت درباره این که مقدار فعلی زیاد است یا قبلی کم بوده، بدون مبنایی درباره مقدار بهینه سخت است). اما نگرانی مهم تر درباره نحوه استفاده از درآمدهای ناشی از فروش اوراق بروز کرده است که حکایت از یک انحراف جدی در بازار بدهی دارد؛ استفاده از اوراق بدهی برای گذران امور جاری و طرح هایی که درآمدی پایدار برای بازپرداخت اصل و بدهی طرح ها ایجاد نمی کند!

■ **تبدیل ابزار تسویه بدهی ها به ماشین تولید بدهی!**

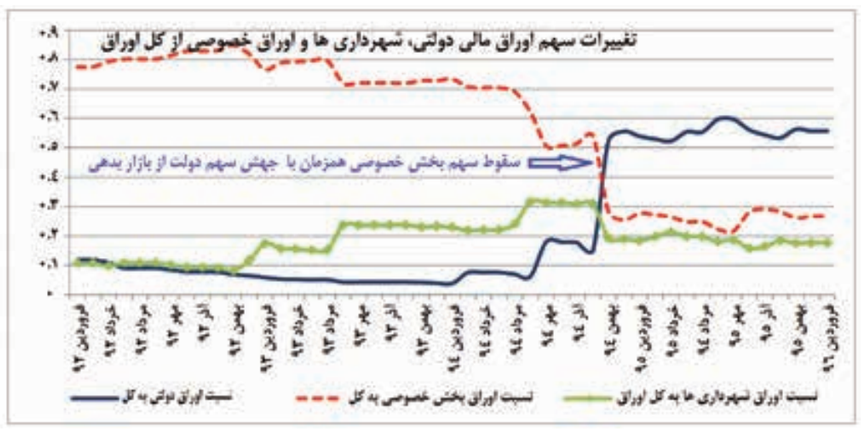
در همین زمینه مرکز پژوهش های مجلس در گزارش اخیر خود ضمن اشاره به مبنای قانونی انتشار این اوراق، هدف اصلی از انتشار آن را "تسویه بدهی مسجل دولت بابت طرح های تملک دارایی های سرمایه ای به طلبکاران غیردولتی" و "به منظور سامان‌دهی بازار بدهی، شفاف‌شدن بدهی‌های دولت و پرداخت مطالبات پیمانکاران طرح‌های عمرانی" برشمرده و با ابراز نگرانی از انحراف دولت در نیل به این اهداف در استفاده از اوراق آورده است: "... این اوراق اما در سال های اخیر از کارکرد اصلی خود منحرف شده است. این اوراق در سال های ۱۳۹۵ و ۱۳۹۶ برای پرداخت بدهی دولت بابت خرید تضمینی گندم، پرداخت مطالبات بخش سلامت از دولت و حتی بدهی های آموزش و پرورش استفاده شد. این اوراق نه تنها کارکردی برای سامان‌دهی بدهی های دولت ندارد بلکه خود به ابزاری برای ایجاد بدهی تبدیل شده است. این موضوع کشور را در آینده ای نزدیک با موضوع نحوه بازپرداخت اصل و سود اوراق مواجه خواهد کرد".

■ **هشدار و تکرار هشدار درباره بلای خانمان سوز در مالیه دولت**

این اولین هشدار مرکز پژوهش ها نبود ولی امیدواریم با ورود مجلس و توجه دولت به انتقادات آخرین هشدار باشد. گفتنی است مرکز پژوهش ها در گزارش پیشین خود که پاییز سال گذشته (بعد از تسریع دولت در استفاده از اوراق بدهی برای امور جاری به خصوص خرید گندم) منتشر شده بود نیز از این رفتار دولت انتقاد کرده و از آن به بلای خانمان سوز در مالیه دولت یاد شده بود. در آن گزارش آمده بود: با مروری بر روند تأمین مالی دولت در چندین سال اخیر، یک پدیده خطرناک بیشتر از دیگر آسیب های بودجه به چشم می خورد؛ آغاز اعتیاد به استقراض، اگر تا دو سال پیش گفته می شد صرفاً برای تأمین منابع عمرانی ممکن است منابع محدودی اوراق قرضه منتشر کنیم. به سرعت به جایی رسیده ایم که نه فقط برای بودجه عمرانی، بلکه برای بودجه جاری و گذران امور روزمره (از خرید گندم گرفته تا مخارج سلامت) هم متکی به قرض شده ایم و این در حالی است که قادر به بازپرداخت قروض قبلی نیستیم و برای بازپرداخت بخشی از آن ها قرض جدید می گیریم و اوراق قرضه منتشر می کنیم. این پدیده به تدریج در کنار به جای گذاردن آثار مخرب در دیگر بازارها از طریق زیاد کردن نرخ سود و مختل کردن سیاست های پولی، بر اساس برآوردهای ما در میان مدت پنج تا هفت ساله، به پدیده خانمان سوزی برای مالیه عمومی کشور تبدیل خواهد شد.

■ **ورود دولت به بازار بدهی از در و خروج بخش خصوصی از پنجره!**

جنبه ای دیگر از آثار سوء ورود شتابان و بی قاعده دولت به بازار بدهی با پدیده ازدحام یا جایگزینی (crowding out) قابل توضیح است. منظور از جایگزینی زمانی است که دولت با ورود به بازاری (چه سرمایه گذاری و چه بازار بدهی یا پول و ...) جا را برای بخش خصوصی تنگ می کند و این بخش به ناچار این بازار را ترک می کند. حتما می دانید که شرکت های بخش خصوصی (عمدتا شرکت های بزرگ)، شهرداری ها و ... نیز برای تامین مالی امور خود اقدام به انتشار انواع اوراق تامین مالی مبتنی بر بدهی یا مشارکت و ... می کنند. آن چه طی سال های اخیر با ورود بی محابای دولت به بازار بدهی رخ داده، وقوع پدیده جایگزینی و اخراج بخش خصوصی از این بازار بوده است. سازمان برنامه در گزارشی که تابستان امسال منتشر کرد [۲] وقوع این پدیده در بازار بدهی را تایید کرد. این گزارش تصریح می کند ورود سریع دولت به این بازار اولا نرخ سود این اوراق را به شدت افزایش داد و ثانیا، باعث کاهش شدید سهم بخش خصوصی از بازار بدهی شد. نمودار زیر گویای نحوه کاهش سهم بخش خصوصی است.



■ **طفل سه ساله و کسری ۱۳ هزار میلیارد تومانی!؟**

جنبه نگران کننده دیگر درباره ابتنای بیش از حد دولت به بازار بدهی، افزایش احتمال نکول این اوراق است. در بازار بدهی، منتشر کننده اوراق باید بتواند در سررسیدها اصل و سود اوراق را منتشر کند. اگر چنین نشود، اعتبار ناشر اوراق برای همیشه زیر سوال خواهد رفت و عملا این ابزار اقتصادی مدیریت بدهی و تامین مالی از دست می رود. البته بعید است دولت تن به نکول اوراق بدهد اما در شرایط کمبود منابع، یک مسیر خطرناک دیگر را در پیش می گیرد؛ انتشار اوراق جدید برای بازپرداخت اصل و سود اوراق پیشین. این بازی باعث افزایش روزافزون بار مالی اوراق خواهد شد. این معضل وقتی جدی می شود که منابع حاصل از اوراق پیشین نه در طرح های عمرانی و درآمدزا بلکه برای رفع و رجوع امور جاری خرج شده اند. در همین زمینه مرکز پژوهش های مجلس در گزارش اخیر خود با اشاره به بار مالی ۲۵ هزار میلیارد تومانی اوراق منتشر شده از سال ۹۴ تا ۹۶ فقط در سال ۹۶ (سررسید شده در سال ۹۶) آورده است: "این در حالی است که طبق قانون بودجه سال ۱۳۹۶ در مجموع کمتر از ۱۲ هزار میلیارد تومان بابت اصل و فرع اوراق مالی در نظر گرفته شده است. بنابراین تفاوت حدود ۱۳ هزار میلیارد تومانی بین بار مالی ناشی از اصل و فرع اوراق مالی برای دولت در سال ۱۳۹۶ و ارقام در نظر گرفته شده در بودجه سال ۱۳۹۶ وجود دارد"[۳].

با توجه به این که فقط سه سال از تعمیق بازار بدهی در کشور می گذرد این میزان کسری در طرح ممکن است اثرات منفی گسترده ای بر آینده بازار و همچنین بودجه دولت داشته باشد. امید است دولت در تدوین لایحه بودجه و مجلس ضمن بررسی آن با توجه جدی به معضلات بازار بدهی، که در صورت رفع نشدن به واقع نوعی آینده فروشی است، از انحراف بیشتر در بازار بدهی جلوگیری کند و قطار آن را به ریل اصلی خود برگرداند.

■ **منابع و توضیحات:**

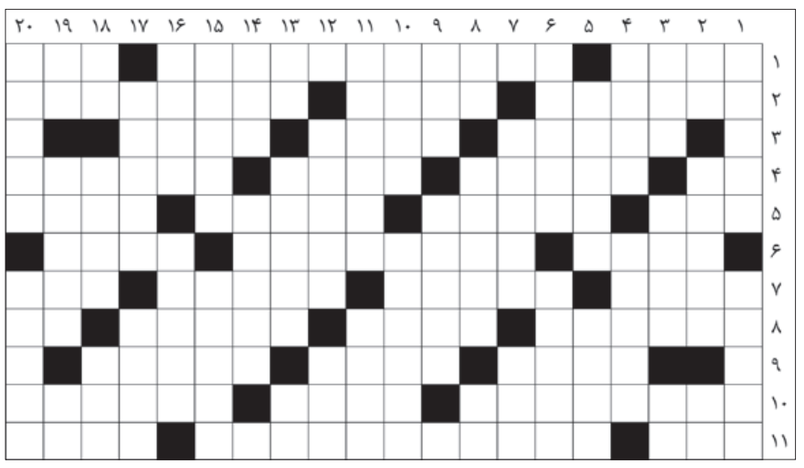
[۱] قبلا در گزارشی در همین صفحه مورخ ۲ شهریور ۹۶، تحت عنوان دولت در نقش موسسات مالی غیرمجاز درباره این موارد و به خصوص انحراف عجیب نرخ سود این اوراق به تفصیل بحث کرده ایم.
[۲] این گزارش تحت عنوان بازار بدهی، چالش ها و راهکارهای بهبود آن در تیرماه امسال توسط دفتر امور اقتصاد کلان سازمان منتشر شده است.
[۳] ویرایش اول گزارش "لایحه بودجه سال ۱۳۹۷ کل کشور؛ الزامات تصمیم گیری" که در آذر ۹۶ توسط دفتر مطالعات اقتصاد بخش عمومی مرکز پژوهش ها منتشر شد.

جدول سخت [شماره ۲۱۳]

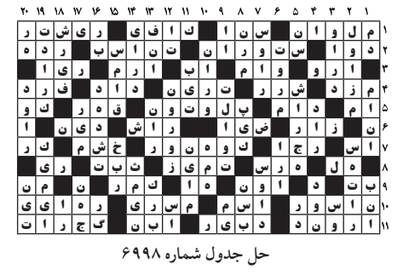
طراح جدول: بیژن گورانی

افقی: ۱- گوشه ای در دستگاه شور- رمانی از میثاق امیر فجر، نویسنده معاصر- روی هم انباشته شده ۲- ایالتی در آمریکا- مربوط به نبی- محتاج و نیازمند ۳- پارک جنگلی جاده تالش به انزلی- جکوزی- متعفن و گندیده ۴- پیش درآمد آشغال- قطعه آوازی ترانه گونه و پر احساس- تاکنون- ضربه ای با پا ۵- خوب و زیبا- شهری در شهرستان نائین- عید اضحی- زین ساز ۶- کان- آشفته و نا به سامان- شهری در استان چهارمحال و بختیاری ۷- رمانی سه جلدی نوشته محمد حجازی- مردان خدا- همنشین زن- شعله ۸- از هفت آتشکده بزرگ پارسیان- شهر گلاب- پایتخت ویتنام- حرف گزینش ۹- شاخه باریک درخت- لبخند ملیح- درختی برگ ریز و زیبا ۱۰- نویسنده فرانسوی اثر انسان و حشی- رسم و سنت- صاحب کتاب بنیاد انواع ۱۱- بخشنده- از چهره های ماندگار موسیقی سنتی ایران که قطعه زرد ملیجه از ساخته های اوست- دفعه، بار.

عمودی: ۱- ته دیگ- یدکی ۲- به دنیا آوردن- دانش آموز عرب- مرکز اندیشه ۳- فام- گذرگاه- تکرار حرفی از الفبا ۴- چاره و علاج- نوعی طلا کوب روی جلد کتاب ۵- کشتی ارباب هنر می شکند- گاو شخم زن ۶- زنان عرب- هر طبقه ساختمان ۷- خصلت های نیکو- میوه تابستانی ۸- از واحدهای سنتی وزن- خیمه- دو یار همقد ۹- گرد و خاک- بخشندگی ۱۰- شناور بارکش بدون موتور- روزنامه چاپ عراق ۱۱- دارای جثه و اندام ظریف- ثابت و استوار ۱۲- از چهره های سرشناس سینمای کمدی جهان- کاشتنی انفجاری ۱۳- مذکر- زوجه هارون الرشید- سخن صریح ۱۴- گریبان- لانه پرندگان ۱۵- پروردگار- فراخوانده شده ۱۶- پیشوا- از نام های خداوند ۱۷- یاغی- واحد پول قبرس ۱۸- کجاست- تارمی- فرزندزاده ۱۹- گشاده- هنرکده- پهلوان ۲۰- رواج دادن- گلدسته مسجد.



حل جدول شماره ۲۱۲

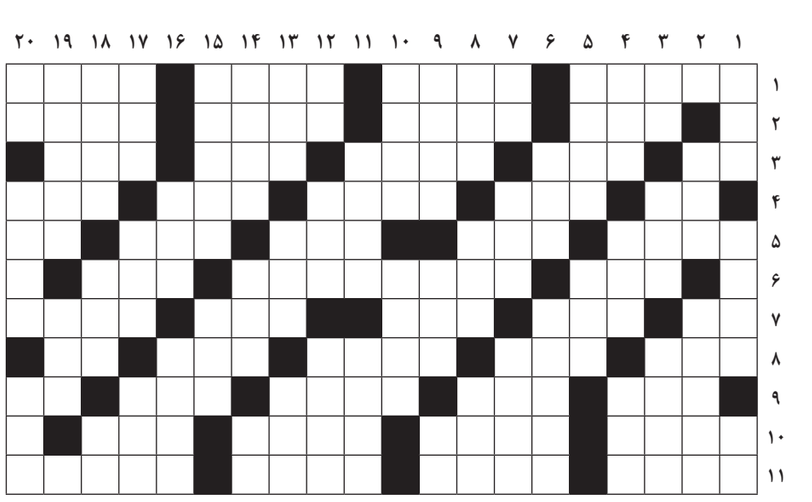


جدول متوسط [شماره ۶۹۹۹]

طراح جدول: امید موسوی

افقی: ۱- ایلچیگری- درود- همدم- مایعی ترش که بخش اصلی آن اسیداستیک و آب است و از میوه های آب‌دار به دست می‌آید ۲- عدد مجهول- ستون خیمه- راکب- سخن چین ۳- شهر بی دفاع- آتش پرست- برنج فروش- شهری باستانی در خوزستان- سازتیره ۴- مادر- طناب- از سوزنی برگان- سنگریزه- تشت ۵- توالی- طایفه- نصف- خردو کوچک- برکت ۶- سِر- بزرگ‌ترین دریاچه آفریقا- سلاح کاشتنی ۷- مایه حیات- مکر و حیله- توانایی- شست و شوی شرعی- خوابیده ۸- آلوده- گوسفند جنگی- خورشید گرفتگی- شکننده- حرف همراهی ۹- گله- نر- رها- بینایی- چهره ۱۰- هوس زن بارادار- رفت و آمد- واپسین- طلایی ۱۱- جوش جوانی- میله آهنی محکمی که می توان به وسیلهٔ آن با انرژی کمتری اجسام سنگین را به حرکت درآورد- از گل ها- نشانه و علامت

عمودی: ۱- پرنده آش سردکن- قصه- گشاده ۲- قوم باستانی- کم عرض ۳- یازده- آقا- قوس ۴- فام- فانوس دریایی- قرنیز بالایی دیوار ۵- ژرف بینی- پایین ۶- بلند- پایتخت مالت ۷- بند- جدید خارجی- آتشگاه آهنگری ۸- ماست چکیده- لغزنده- گیاه سرشویی ۹- خوراک طیور- بخیه درشت- لحظه ۱۰- حیله گر- نصرانی ۱۱- لولای پا- در حال وزیدن ۱۲- برگ برنده- صومعه- گرانمایه ۱۳- گوارا- سحاب- روسیاه مطبخ ۱۴- سرگرد قدیم- فعل ربطی- خاک صنعتی ۱۵- از لبنیات- ته نشین مایعات ۱۶- بازی بیگانه- حریر ۱۷- یک صدم دلار- آراستن- دولت ها ۱۸- فالگیر- بی غش- گریز ۱۹- موثر- رفیق ۲۰- اندوه- غلاف شمشیر- دریاچه حمام



حل جدول شماره ۶۹۹۸