

نویسنده : سرژیو پیرالیت

مترجم : محمد حسین امرالهی*

هماهنگ نمودن بدهیهای بخش عمومی و مدیریت پولی در خلال اصلاحات مالی (۱)

۱ - مقدمه :

اخیرا برنامه های اصلاحات مالی در شماری از کشورها که بعضا اقتصاد آنها بز نظام برنامه ریزی متمرکز متکی بود، به اجرا در آمده است. این اصلاحات کاربردهای مهمی در مدیریت بدهیهای بخش عمومی به همراه داشته است و مدیریت بدهیها نیز متقابلا می تواند به توسعه بازارهای مالی کمک نموده و یا اینکه به عنوان عامل بازدارنده جلوی رشد آن را بگیرد. فقدان بازارهای مالی فعال و بالاصح بازارهای اوراق بهادار دولتی، فرصت های معدودی فرا روی مدیریت پولی قرار خواهد داد. مشکلی که بیشتر کشورها در خلال جریان اصلاحات مالی با آن مواجه می گردند آن است که چگونه میان مدیریت پولی و مدیریت بدهیهای بخش عمومی هماهنگی ایجاد کنند تا متقابلا از یکدیگر حمایت کنند. هدف این مقاله تحلیل اثرات متقابل

* - رئیس دایره نشریات انگلیسی - اداره بررسیهای اقتصادی - بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.

مدیریت بدهیهای بخش عمومی و مدیریت پولی در جریان اصلاحات مالی و ارائه نظراتی است که بانک مرکزی و خزانه داری چگونه با یکدیگر همکاری کنند تا بتوانند از بروز مشکلات احتمالی اجتناب نموده و مزیت‌های آزادسازی مالی را به حداکثر برسانند.

برنامه‌های اصلاح مالی در کشورهای مختلف متفاوت است، اما عموماً اقداماتی را در برمی‌گیرد که بصورتی طراحی شده‌اند تا بتوانند حساسیت بخش مالی به نیروهای بازار را بالا برده و قابلیت رقابت را نیز افزایش دهند. از جمله این اقدامات:

الف - حرکت در جهت تعیین هر چه بیشتر نرخهای بهره براساس (نرخهای) بازار از طریق رفع یکباره مقررات دست و پاگیر و یا آزادسازی "اداره شده".

ب - اتکای بیشتر بر ابزارهای غیرمستقیم سیاست پولی که در مقابل کنترل‌های مستقیم اعتباری قرار دارند.

ج - اقداماتی در جهت جلوگیری از انشعاب بازار به کمک تفویض اختیار به موسسات مالی موجود در توسعه هر چه بیشتر خدمات مالی و یا از طریق ارتقاء رقابت میان موسسات مالی.

د - اقداماتی در جهت بازسازی موسسات مالی ضعیف تا رسیدن به سطح رقابتی.

اقدامات فوق الذکر در اصلاحات مالی همواره استراتژی مدیریت بدهیها را به دلایل زیر متحول می‌کند:

اولاً، کسری بودجه در بیشتر کشورها به صورت استقراض از بانک مرکزی با نرخهای پایین و یا از طریق فروش اوراق بهادار دولتی به خریداران مکلف (۲) تامین می‌گردد. تعیین

نرخهای بهره براساس نرخهای بازار و اجتناب از اختلالات موجود در ساختار نرخهای بهره احتمالاً بر هزینه تامین کسری بودجه دولت و شکل بهینه اوراق بهادار که در تامین کسری بودجه مورد استفاده قرار می گیرند، اثر می گذارد. ثانياً، استفاده از سیاستهای بازار باز به عنوان یکی از مهمترین ابزارهای سیاست پولی در مدیریت بدهیها کاربرد دارد. ثالثاً، بازسازی موسسات مالی که پرتفوی آنها مملو از مطالبات معوق و غیرفعال (۳) است غالباً مستلزم مشارکت دولت در تامین تعهدات آنهاست. این امر بصورت تعویض اوراق بهادار دولتی با وامهای مشکوک الوصول و زیر استاندارد انجام می گیرد. این رویه قطعاً تبعاتی در رابطه با بدهی دولت دارد. رابعاً، میزان بدهی و ویژگیهای آن از طریق محدود نمودن سیاستهای قابل استفاده توسط مسئولین، در اصلاحات مالی اهمیت دارد.

نهایتاً، بیشتر اهداف مدیریت بدهیهای بخش عمومی و مدیریت پولی، به صورتی که در جدول شماره ۱ آمده است، مشترک بوده و یا مکمل یکدیگرند.

جدول شماره ۱

اهداف مدیریت پولی و مدیریت بدهیهای بخش عمومی

مدیریت پولی	مدیریت بدهیهای بخش عمومی
۱ - سعی در دستیابی به ثبات داخلی و خارجی پول ملی دارد.	۱ - هزینه تامین مالی دولت را با اتکاب بر ابزارهای داوطلبانه مبتنی بر بازار برای تامین دولت به حداقل می رساند.
۲ - به محدود کردن اثرات تورمی تامین کسری بودجه کمک می کند.	۲ - به محدود کردن اثرات تورمی تامین کسری بودجه کمک می کند.
۳ - به توسعه بازارهای پول و سرمایه و در نتیجه به افزایش ظرفیت بانک مرکزی کمک می کند تا سیاستهای مبتنی بر بازار را اتخاذ کند.	۳ - به توسعه بازارهای پول و سرمایه و در نتیجه به افزایش ظرفیت دولت برای تامین عملیات خود در آینده کمک می کند.

ادامه جدول شماره ۱

مدیریت پولی	مدیریت بدهیهای بخش عمومی
۴ - از بروز بحرانهای متواتر بخش مالی که از تحولات بخش مالی و یا بخش واقعی نشاءت می گیرند جلوگیری بعمل می آورد.	۴ - تضمین می کند که استقراض بخش عمومی یا ترخهایی صورت گیرد که هزینه فرصت منابع را به درستی منعکس نماید
۵ - از بروز شکافهای مقطعی (کوتاه مدت) در بازارهای مالی که از انباشته شدن بدهیهای بخش عمومی و تغییرات زیاد در مانده بدهیها ناشی می شود، جلوگیری می کند.	۵ - از بروز شکافهای مقطعی (کوتاه مدت) در بازارهای مالی که از انباشته شدن بدهیهای بخش عمومی و تغییرات زیاد در مانده بدهیها ناشی می شود، جلوگیری می کند.
۶ - ابزارهای مبتنی بر بازار را توسعه داده و در مدیریت پولی به کار می برد.	۶ - ابزارهای لازم برای تحقق سیاستهای بازار آزاد را برای بانک مرکزی فراهم می کند.

بنابراین ارتباط تنگاتنگ اصلاحات مالی و مدیریت بدهیهای بخش عمومی قویا براین نکته دلالت دارد که انجام اصلاحات، بدون در نظر گرفتن سیاست مالی کار عاقلانه ای نیست و تدوین هر گونه استراتژی بدهیهای بخش عمومی که اهمیت مدیریت بدهیها را در مورد عملکرد بخش مالی و اجرای سیاست پولی نادیده بگیرد کاری پوچ و نامناسب است.

۲ - بدهیهای بخش عمومی و مدیریت پولی در مرحله قبل از اصلاحات:

وضعیت بدهیهای بخش عمومی در آغاز برنامه های اصلاح مالی در اکثر کشورها بصورتی است که:

الف - میزان بدهیهای تضمین شده دولتی نسبتا کم بوده و بیشتر بدهیها را وامهای بانک مرکزی تشکیل می دهد.

ب - بیشتر اوراق بهادار دولتی به خریداران مکلف، مثل بانکها که الزام به خرید اوراق بهادار دولتی به عنوان بخشی از الزامات مربوط به سپرده قانونی خود دارند، صندوقهای بازنشستگی و شرکتهای بیمه که مجبورند بخشی از وجوه نقد خود را به صورت اوراق بهادار دولتی سرمایه گذاری کنند، فروخته می شود.

ج - فروش اوراق بهادار دولتی غالباً براساس اوراق بهاداری که انتشار مداوم دارند انجام می گیرد.

د - نرخهای بهره اوراق بهادار دولتی معمولاً بسیار پایین تر از نرخهای بازار است.

ه - بازار ثانویه (دست دوم) برای اوراق بهادار دولتی وجود ندارد.

و - نقدینگی اوراق بهادار دولتی یا وجود ندارد و یا اینکه منحصر به کمک بانک مرکزی فراهم می گردد.

مسائل دیگری نیز در خصوص وضعیت فوق وجود دارد که باید به موازات اصلاحات

مالی انجام گیرد. اهم این مسائل عبارتند از:

الف - بانک مرکزی نمی تواند از اوراق بهادار دولتی به عنوان ابزار سیاست پولی استفاده کند زیرا دولت اجازه این کار را به بانک مرکزی نمی دهد و یابندین دلیل که بازار پولی هنوز کاملاً توسعه نیافته است. در نتیجه کنترل مستقیم اعتباری می تواند بهترین ابزار سیاست پولی باشد.

ب - نرخهای بهره اوراق بهادار دولتی نمی توانند به عنوان نرخهای مرجع مسبنای سایر نرخهای بهره در اقتصاد باشند زیرا این نرخها، نرخهای شاخص نیستند.

- ج - از آنجایی که اکثر نرخهای بهره براساس بازار تعیین نگردیده‌اند، برای دولت دشوار است تا در مورد ساختار نرخهای بهره‌ای که تفاوت‌های موجود در ویژگی هر نوع برگه بهادار را به درستی تعیین کند، تصمیم بگیرد.
- د - هزینه‌های استقراض برای دولت هزینه فرصت وجوه (منابع) در اقتصاد را منعکس نمی‌کند که در نتیجه موجب تخصیص نامناسب منابع می‌گردد.
- ه - وجود بازارهای محصور (۴) برای بدهیهای دولت موجب از هم گسیختگی بازارگردیده و اختلالاتی در نرخهای بهره به وجود می‌آورد، بعلاوه بسته به اینکه الزامات سپرده قانونی و تقدینگی چگونه تعیین شده باشند، بنوبه خود به بروز نوساناتی در نرخهای بهره منجر می‌گردد.
- و - اوراق بهادار دولتی به ندرت بعنوان وثیقه انتقالات مالی مورد استفاده قرار می‌گیرند.
- دولتها باید به عنوان بخشی از برنامه‌های اصلاح مالی به استراتژی جدید بدهیهای بخش عمومی متوسل شوند. اساسا این امر به معنی انتقال به نظامی است که در آن عوامل اقتصادی داوطلبانه بدهیهای بخش عمومی را بعهدہ گیرند. بعلاوه لازم است ایزاری که در تحقق سیاستهای پولی بکار گرفته می‌شوند با شرایط جدید تطبیق داده شوند.
- البته مانع اصلی در متقاعد کردن دولت برای استفاده از ابزارهای مبتنی بر بازار در تجهیز منابع هزینه‌های بالاتر بهره است. در این زمینه بهتر است به دولت توضیح داده شود آنچه بصورت نرخهای بالای غیرقابل توجیه برای اوراق بهادار بنظر می‌رسد در واقع همان هزینه‌هایی است که دولت باید برای: الف - اعاده اعتماد بازار به اوراق بهادار دولتی پس از

سابقه طولانی عدم ایفای تعهدات خود پدیدار دارد. ب - بازار فعالی را ایجاد کند که در آن دولت مجاز باشد تا کسریهای آینده (بعدی) خود را با اضطراب کمتر و با نرخهای بهره منطقی تر تامین نماید. حداقل دو دلیل قانع کننده برای اعمال نرخهای بازار بر بدهیهای بخش عمومی وجود دارد: حصول اطمینان از اینکه سیاست گذاران از هزینه فرصت پول آگاه هستند، و همچنین از بروز زیان بانک مرکزی و شبه کسری بودجه که به اندازه کسری بودجه انبساطی هستند جلوگیری کند (۵).

همچنین باید به خاطر سپرد که بانک مرکزی غالباً ذینفع اصلی نرخهای بهره بالاتر بر اوراق دولتی است. این امر با اینکه همیشه موجب بروز بحثهای داغی بین بانک مرکزی و خزانه داری می شود، لیکن به علت ماهیت انتقالی منابع در داخل دولت به خودی خود مهم تلقی نمی شود. بطور خاص، پرداختهای بهره به بانک مرکزی مادامیکه سود بانک مرکزی به دولت باز می گردد، هزینه های واقعی دولت نیستند. البته هیچ دلیل منطقی برای آنکه بانک مرکزی نباید سود خود را سریعاً در پایان سال مالی به دولت انتقال دهد، وجود ندارد.

هدف اصلی اولین مرحله از برنامه های اصلاح مالی همانا فراهم آوردن پیش شرطهای لازم برای جریان روان، هموار و موفق آزاد سازی مالی است. این مرحله عموماً اقدامات زیر را در برمی گیرد:

الف - اقداماتی برای آغاز تعدیلات کلان اقتصادی از جمله برداشتن گامهایی در

جهت کاستن از کسری بودجه.

ب - اقداماتی برای توسعه مکانیزمهای نظارت بر امور بانکها.

ج - تشکیل "کمیته هماهنگی" با مشارکت وزارت دارائی و بانک مرکزی در جهت

هماهنگ نمودن سیاستهای پولی و مباحث مربوط به اداره بدهیها.

ترکیب کمیته هماهنگی در کشورهای مختلف متفاوت است، ولی اعضاء آن را معمولا مسئولیتی از وزارت دارائی (خزانه داری) و بانک مرکزی تشکیل می دهند. کمیته وظایف زیر را بعهده دارد:

الف - برنامه ریزی عادی بدهیها به منظور تعیین اهداف سه ماهه و سالانه برای فروش اوراق بهادار دولتی برای دوره ۱۲ ماهه بعدی، این اهداف باید منعکس کننده نیازهای گردش نقدی دولت، تقاضا برای اوراق بهادار دولتی و ملاحظات مربوط به سیاست پولی باشد.

ب - ارزیابی تقاضا برای اوراق بهادار دولتی کوتاه مدت، که بیشتر برای تامین نیازهای اداره نقدینگی موسسات مالی انجام می گیرد، و اوراق قرض بلند مدت که مشتریان اصلی آن احتمالا صندوقهای بازنشستگی، شرکتهای بیمه و سایر موسسات سرمایه گذاری هستند. در تحلیل تقاضای اوراق بهادار بلند مدت باید فرضیه احتمال ریسکهای موجود که تحت آن اینگونه موسسات به صورتی عمل می کنند تا حداقل میزان بهره ای که برای اجرا و دوام چنین طرحهایی لازم است را برآورد کنند نیز باید مد نظر قرار گیرد.

ج - مشاوره با موسسات مالی برای ارزیابی اولویتهای آنها با توجه به ویژگیهای ابزار کوتاه مدت جدیدی که باید در مزایده عرضه شود، بطور خاص تصمیماتی نیز باید در باره شرایط اینگونه ابزار اتخاذ گردد. یعنی اینکه آیا این ابزار به صورت: کوپن، حداقل ارزش اسمی هر برگه بهادار، روشهای مزایده، تعدد

عرضه اوراق ، نوع اوراق که آیا بصورت مثبت شده و یا بی نام باشد ، انتشار (فیزیکی) اوراق قرضه و بروات ، وظایف و امتیازات دلال اوراق بهادار و فراهم نمودن اطلاعات مورد نیاز شرکای بازار باشد .

د - درخواست انجام مطالعات و تصمیم گیری و ارائه پیشنهادات نهائی در مورد مباحث مرتبط ، با توجه به مسئله توسعه بازار اوراق بهادار مثل تعیین چارچوب قانونی - نظارتی بر عملیات اوراق بهادار و ترتیباتی برای تسویه اوراق بهادار دولتی .

به نظر می رسد پاسخ به سؤالاتی که در بند "ج" مطرح گردید حاصل تجارب فراوان کشورهای مختلف باشد . این تجارب جملگی بر نیاز به ایجاد هماهنگی میان مدیریت بدهیهای بخش عمومی و مدیریت پولی تاکید دارند . برای مثال ، در اکثر کشورهای آنی که از بازارهای مالی توسعه یافته بی بهره اند ، فروش اوراق (بهادار) کوتاه مدت می تواند نقطه آغازی برای رشد بازار پولی باشد . در این کشورها حداقل ریسک اوراق بهادار کوتاه مدت ، بطور متوسط به میزان قابل توجهی پایین تر از اوراق بلند مدت بوده و در نتیجه جایگزین نمودن اوراق کوتاه مدت برای دولت کم هزینه تر است (۶) . سیاستهای بازار باز بصورت سنتی بر استفاده از ابزار کوتاه مدت بازار تاکید دارد زیرا احتمالاً بازار اینگونه ابزار وسیعتر و نقدینگی آن بیشتر است . بنابراین قدم اول در توسعه بازار کوتاه مدت اسناد خزانه و آزاد سازی همزمان نرخهای اوراق بهادار ، احتمالاً همان استراتژی مطلوب مدیریت بدهیها و همچنین حرکت مدبرانه‌ای در سرعت دادن به ارائه عملیات بازار آزاد است .

پیدایش کامپیوتر ، فروش اوراق بهادار با هر ارزش اسمی به عموم را برای مدیران با

کمترین هزینه امکان پذیر نموده است. تفکر سنتی این بود که اوراق بهاداری که توسط شمار متعددی از سرمایه گذاران کوچک نگهداری می شد به صورت فیزیکی باید منتشر می گردید، در حالیکه اوراقی که توسط عده معدودی از سرمایه گذاران بزرگ و موسسات مالی نگهداری می شد، انتشار آن صرفاً به صورت ثبت در دفاتر بانک انجام می گرفت. با این حال، مادامیکه شرکای بازار نتوانند اوراق بهادار را به صورت سریع و مطمئن به جای پول انتقال دهند، سیاستهای بازار باز عملی نخواهد شد. خوشبختانه از نظر مدیران سیاستهای پولی، مقاومت مردم در برابر نظام جدید کامپیوتری اوراق بهادار دولتی به سرعت از بین رفته است. نتیجه این است که مدیران بدهیها باید تا آنجا که امکان دارد از روش ثبت کامپیوتری در دفاتر بانک (۷) استفاده کنند زیرا این شیوه چرخش اوراق بهادار دولتی که برای سیاستهای بازار باز ضروری به حساب می آید را تسهیل می کند. همچنین روش ثبت در دفاتر بانک (۸) نظام پرداختها را نیز ساده می کند که در استفاده موثر از اوراق بهادار دولتی در سیاستهای پولی عامل مهمی به حساب می آید.

در نهایت اکثر کشورهایی که اوراق بهادار دولتی را به مزایده می گذارند به این نتیجه رسیده اند که داشتن برنامه ای منظم برای مزایده ها مفید است زیرا این امر کمک می کند تا شرکای بازار مدیریت نقدینگی خود را بهبود بخشند. در تصمیم گیری پیرامون تکرار مزایده ها توجه باید به این نکات معطوف گردد که لازم است انگیزه ای برای معاملات در بازارهای ثانوی در خلال مزایده ها فراهم شود و همچنین فرصت کافی برای تدارک مزایده بعدی وجود داشته باشد. در این تصمیم گیریها باید عوامل فصلی همچون انتخاب زمان مناسب برای مزایده (۹) در تدارک ذخیره و نقدینگی را نیز مد نظر قرار داد. معمولاً تکرار مزایده ها طی زمان منجر به

افزایش تجربه و توسعه بازارهای ثانوی می گردد.

۳ - مدیریت بدهیهای بخش عمومی و مدیریت پولی در خلال مرحله گذار :

مرحله گذار برنامه های اصلاح مالی عموماً تنظیم نرخهای بهره به صورتی که جساسیت بیشتری به تحولات بازار داشته باشند را در برمی گیرد. اقداماتی که معمولاً در خلال این مرحله از برنامه انجام می گیرد عبارتند از : الف - آزاد نمودن و یا حداقل اداره نرخها به صورتی قابل انعطاف تر، ب - عرضه اولیه اوراق بهادار دولتی براساس روش مزایده به نحوی که بازار پولی را توسعه دهد و به بانک مرکزی اجازه دهد تا بعداً در بازار مداخله نماید و ج - ایجاد پرتفویی از اوراق بهادار برای بانک مرکزی (در صورت نیاز). معمولاً در طی این مرحله کنترلهای مستقیم اعتباری حفظ می شوند. لیکن ابزارهای غیرمستقیم سیاست پولی توسعه می یابند و مسئولین فعالانه به ارزیابی ظرفیت خود در اتخاذ سیاست پولی بدون استفاده از کنترلهای مستقیم اعتباری مبادرت می نمایند.

لازم است تاکید گردد که توسعه بازارهای اوراق بهادار دولتی نه تنها به سیاست پولی بلکه بطور کلی به سیاست مالی و توسعه بازارهای مالی کمک می کند. اساساً دولت بزرگترین و معتبرترین بدهکار است، بنابراین اوراق بهادار دولتی نسبتاً زودتر نقد شده و قابل فروش هستند. زمانی که بازار اوراق بهادار دولتی توسعه یابد بدنبال آنها بازار برای ابزاری که اعتبار کمتری دارد نیز توسعه می یابد.

اوراق بهادار دولتی در خلال دوره گذار ابتدا در راستای اهداف سیاستهای پولی مورد استفاده قرار می گیرند. معمولاً این اوراق در مزایدههایی به فروش می رسند که اهداف عمده آن عبارت است از : الف - نرخهای بهره اوراق بهادار دولتی روند بازار را نشان دهد، ب - نرخ

مرجعی را فراهم آورد که مبنای نرخهای دیگر قرار گیرد و ج - به کنترل ذخیره پولی کمک کند.

عامل کلیدی در تلاش برای استفاده از اوراق بهادار دولتی به عنوان ابزار سیاست پولی وجود پایگاه اطلاعاتی بی کم و کاست در موارد زیر است:

الف - میزان اوراق بهاداری که در هر مقطع زمانی سررسید می شوند.

ب - ویژگی مانده انواع مختلف اوراق بهادار دولتی.

ج - الزامات گردش نقدی دولت.

این اطلاعات به همراه اطلاعات مربوط به وضعیت نقدینگی سیستم بانکی و سایر سرمایه گذاران عمده به مدیران بخش بدهیهای عمومی و سیاستهای پولی اجازه می دهد تا با همکاری یکدیگر شانس دستیابی به استراتژی مناسب برای به حداقل رساندن هزینههای بدهیها، بدون اخلال در مدیریت پولی را به حداکثر برسانند.

مسئله مهم در طی این مرحله از برنامه یافتن راه چاره برای وضعیتی است که در آن نیازهای مالی دولت بیش از میزانی است که بانک مرکزی فکر می کند باید در بازار تجهیز نماید. اگر این امر به صورت مقطعی و یکبار باشد، بانک مرکزی ممکن است تفاوت را ترجیحا از طریق خرید باقیمانده اوراق بهادار بازار به نرخ بهره متوسط مزایده، جذب نماید (۱۰). در عین حال چنانچه شکاف زیادی بین ظرفیت بازار برای جذب میزان عرضه بدهی بخش عمومی و نیازهای مالی دولت باشد، لازم است دولت کسری بودجه اش را تامینانی قابل کنترل کاهش دهد. جذب مداوم اوراق بهادار دولتی توسط بانک مرکزی ذخیره پولی را افزایش داده و به بروز تورم و مشکلات مربوط به موازنه پرداختها منجر می گردد.

میزان اوراقی که در هر مزایده عرضه می شود باید دقیقا توسط کمیته هماهنگی تعیین گردد تا اطمینان حاصل گردد که اهداف سیاست پولی برآورده شده است. در این مقطع از توسعه بازار پولی، نفوذ مسئولین بر بازار پولی بدوا از فروش اولیه (بدهیهای بخش عمومی) آنها نشأت می گیرد. در این مرحله بازار ثانویه ای وجود ندارد که به بانک مرکزی اجازه دهد تا تغییرات فصلی نقدینگی را برطرف کند. بنابراین انتظار می رود میزان اوراقی که در هر مزایده عرضه می شود برحسب وضعیت نقدینگی سیستم بانکی در زمان مزایده متفاوت باشد. این امر در حالیکه از نظر توسعه بازار به سنجیدن (با معیار) میزان انتشار اوراق کمک می کند، باید در مرحله نهائی اصلاحات مورد بحث قرار گیرد.

همچنین ممکن است دولت در خلال مرحله گذار بخواهد تمام و یا حداقل بخشی از بدهی خود را به بانک مرکزی به صورت اوراق بهادار قابل فروش و به نرخهای بازار تبدیل کند تا موجودی ابزار قابل فروش را در بازاری که در اختیار بانک مرکزی است افزایش دهد و به بانک مرکزی اجازه دهد تا با انعطاف بیشتری به اتخاذ سیاستهای پولی مبادرت ورزد.

سوال مهم دیگر در این مرحله از اصلاحات آن است که دولت (و بانک مرکزی) تا چه میزان باید اجازه دهد نرخهای بهره و در نتیجه هزینه تامین مالی و احتمالا نرخ بهره در کل اقتصاد افزایش یابد (۱۱). صرفنظر از هدف میانی که توسط مسئولین اتخاذ می گردد، استفاده از ابزارهای غیرمستقیم سیاست پولی بدین معنی است که این هدف باید از طریق مداخله در بازار تحقق یابد و نه با پول بدون پشتوانه (۱۲). بعلاوه استفاده از مکانیزمهای بازار باید بر متغیرهای اقتصادی که در واقع نبض اصلاحات مالی هستند اثر کند.

ملاحظات دیگری که باید در استفاده از اوراق بهادار دولتی برای اثر گذاشتن بر

نرخهای بهره مورد توجه قرار گیرند به قرار زیر است :

الف - یک برنگه بهادار دولتی معمولا وسیله ای قابل نقد شدن و بدون ریسک است و در نتیجه نرخ بهره آن در مقایسه با سایر نرخهای بازار باید نسبتا کم باشد. در غیراینصورت ممکن است این امر به دلیل فقدان رفتار رقابتی در بازارهای مالی و یا به علت اختلالات دیگر باشد که باید مورد شناسائی قرار گیرد (۱۳).

ب - تغییرات ناگهانی نرخهای بهره می تواند برای کسانی که اوراق بهادار زیادی، مخصوصا اوراق بلند مدت در اختیار دارند، به از دست دادن سرمایه منجر گردد. بدین علت مسئولین ممکن است بخواهند در واقع " برخلاف جهت آب شنا کنند " تا با آزاد کردن نرخها تا جائیکه به تدریج به سطح دلخواه خود برسند، تغییرات ناگهانی و کوتاه مدت نرخهای بهره را به حداقل برسانند. در عین حال باید دقت شود که چنین تلاشهایی فقط در کوتاه مدت با موفقیت روبرو می شود و فرصتهایی نیز پیش می آید که مسئولین ترجیح می دهند به روند تعدیل در راستای دستیابی به نرخهای تعادلی سرعت بخشند.

نکته مهمی که در این مرحله باید مورد توجه قرار گیرد این است که آیا تمامی ابزارهای سیاست پولی در یک راستا (و در جهت درست) عمل می کنند. بعنوان مثال زمانیکه در مراحل اولیه توسعه بخش مالی بانک مرکزی غالبا منبع اصلی تامین این بخش است، رفع فشارهای مالی معمولا فرصتهای موجود برای بانکها و سایر موسسات مالی را گسترش می دهد تا سپرده های عموم را افزایش دهد. در نتیجه تحت این شرایط منطقی بنظر می رسد که بانک

مرکزی سیاست تنزیل مجدد خود را تغییر داده و آن را کاهش دهد تا در تامین نقدینگی مورد نیاز بازار به صورت آخرین وام دهنده در آید. بعلاوه بانک مرکزی ممکن است بخواهد نرخهای تنزیل مجدد خود را برای اوراق بهادار دولتی کوتاه مدت کاهش دهد. نرخ بانک مرکزی باید به صورتی باشد که فرصت کسب سود برای واسطه های مالی که تمایل به انجام معاملات در بازارهای ثانویه دارند را فراهم آورد. سیاست تنزیل مناسب برای ترغیب بانکها در استفاده از اوراق بهادار دولتی به عنوان وثیقه معاملات بین بانکی از اهمیت به سزایی برخوردار است (۱۴). ابزار دیگری که گهگاه لازم است تا با چارچوب سیاستهای جدید تعدیل شود الزامات مربوط به حفظ ذخیره نقدینگی است. سپرده های قانونی باید ترجیحا به صورتی تعیین شوند تا به نوسانات شدید نرخهای بهره در زمانهای معین که در آن لازم است سپرده قانونی پرداخت شود، منجر نگردد. بهتر است سپرده قانونی بصورت متوسط پرداخت شود تا به سیستم بانکی انعطاف بیشتری بدهد و تغییرات نرخهای بهره ناشی از این منبع را به حداقل برساند. همچنین محدود نمودن ذخایر آزاد سیستم بانکی به حداقل میزان ممکن برای تضمین قابلیت پیش بینی مکانیزم انتقال سیاستهای پولی نیز اهمیت دارد. ممکن است حذف ذخایر آزاد اولیه مستلزم انتشار اوراق قرضه ویژه ای باشد تا بتواند ذخایر مذکور را بی اثر کند.

۴ - مدیریت بدهیهای بخش عمومی و مدیریت پولی در خلال مرحله تثبیت :

در طی مرحله تثبیت، اهداف اصلی برنامه های اصلاح مالی دستیابی به بازار فعال و قوی ثانویه ابزارهای پولی است که استفاده از سیاستهای بازار باز به عنوان اصلی ترین ابزار سیاست پولی در آن مجاز باشد. از جمله اهداف مطلوب دیگر توسعه ابزارهای موجود در بازارهای مالی از طریق معرفی تدریجی ابزارهایی است که ویژگیها و سررسیدهای متفاوتی

دارند، اعم از توسعه بازارهای سرمایه و یا تلاش بیشتر برای افزایش سطح رقابت به کمک تسهیل شرایط ورود موسسات جدید به بازارهای مالی.

فروش اسناد خزانه باید از طریق مزایده انجام گیرد. هنگامی که بازار ثانویه توسعه یابد بانک مرکزی در بازار اوراق بهادار بیشتر با خرید و فروش و نه تغییر دادن میزان اسناد منتشر شده اولیه در آن بازار مداخله می کند. در واقع هدف بلند مدت باید تنظیم و سنجیدن برنامه زمانی انتشار باشد تا شرکای بازار به سادگی بتوانند استراتژی خرید خود را براساس تحلیلشان از تحولات بازار تعیین کنند. بانک مرکزی هر گاه انجام تعدیلات معکوس و کوتاه مدت را در تقدینگی بخش مالی ضروری دید باید استفاده از موافقت نامه های بازخرید و بازخرید معکوس را مورد توجه قرار دهد.

بازارهای مالی باید در این مرحله، تقدینگی مناسبی را بدون مداخله بانک مرکزی به اوراق بهادار دولتی تخصیص دهند. تقدینگی اوراق بهادار باید عمدتاً از طریق واسطه هایی که همیشه آمادگی خرید اوراق به نرخ تنزیل بازار را دارند، فراهم گردد. دستیابی به نرخ تنزیل بانک مرکزی در اکثر موارد باید صرفاً به واسطه ها محدود شود.

در این مرحله ممکن است دولت سعی در افزایش تلاشهای خود برای فروش اوراق بهادار بلند مدت تر داشته باشد. استدلالهای متعددی این استراتژی را توجیه می کند:

الف - نیاز به دخالت در تامین منابع از طریق بدهی ممکن است از نظر مسائل اداری مشکل باشد و امکان دارد به بزرگ جلوه دادن نوسانات نرخهای بهره منجر گردیده و یا اینکه موجب بروز مشکل اعتماد گردد.

ب - بهتر است پروژه هایی که انجام آنها مستلزم زمان طولانی است را از طریق

بدهیهای بلند مدت تامین مالی کرد.

ج - تقاضای قابل توجهی برای ابزارهای پس انداز بلند مدت و بدون ریسک وجود دارد که دولت به آنها دسترسی دارد.

مسئولین ممکن است در بدو امر نخواهند از روش مزایده برای فروش اوراق بهادار دولتی بخصوص اگر نوسانات نرخهای بهره شدید باشد، استفاده کنند. در عوض مسئولین ممکن است منحنی بازده که معمولا شکل نرمال دارد را لازم بدانند و از روی آن اوراق بلند مدت را نرخ گذاری کنند. وجود بازار ثانویه اوراق بهادار بلند مدت می تواند عامل مهمی در افزایش تقاضا برای این اوراق باشد زیرا هزینه های نقدینگی لازم برای نگهداری این اوراق را کم می کند.

۵ - نتیجه گیری :

نتیجه اصلی مقاله این است که بدون هماهنگی نزدیک بانک مرکزی و وزارت دارائی در مورد مسائل مربوط به بدهیهای بخش عمومی و مدیریت پولی جریان آزاد سازی مالی با مشکل روبرو می شود. وزارت دارائی مسئولیت اصلی مدیریت بدهیهای بخش عمومی را به عهده دارد و بانک مرکزی مسئول مدیریت پولی است. وجود کمیته هماهنگی در تضمین ایجاد نهادی برای انجام مباحثات میان دو سازمان مذکور در مورد موضوعات مربوط به اداره بدهیهای بخش عمومی و مدیریت پولی از اهمیت ویژه ای برخوردار است.

در اکثر کشورها بانک مرکزی به عنوان مشاور و عامل دولت عمل می کند. بدین علت، بانک مرکزی غالبا مسئولیت مسائل عملیاتی مربوط به مدیریت بدهیهای بخش عمومی اعم از حفظ روش ثبت در دفاتر بانک و پایگاه اطلاعاتی در مورد موجودی (مانده) اوراق بهادار، و

کلیه موضوعات مربوط به روشهای مزایده را به عهده دارد. مداخله در بازار و مسائل مربوط به تنظیم بازار نیز جزو وظایف اساسی بانک مرکزی است که مستقیماً به مسئولیتهای وی در رابطه با مدیریت پولی و امور نظارتی مربوط می‌گردد. وزارت دارائی معمولاً مسئولیت نهائی تصمیمات مربوط به میزان، انواع و سررسید اوراق بهادار دولتی که در بازارهای اولیه به فروش می‌رسند را به عهده دارد.

وزارت دارائی و بانک مرکزی باید هرکدام واحدهایی جداگانه برای مدیریت بدهیهای بخش عمومی داشته باشند. این واحد در وزارت دارائی می‌تواند بخشی از خزانه داری باشد. وظیفه این واحد اخذ تصمیم نهائی در مورد فروش اوراق بهادار پس از مشورت با بانک مرکزی و مسئولیت نظارت بر عملکرد بانک مرکزی به عنوان مدیر بدهیها - چنانچه این وظیفه اصولاً به این بانک محول شده باشد - است. این واحد همچنین باید اطلاعات مربوط به نیازهای مالی و گردش نقدی دولت که در ارتباط با مدیریت پولی و اداره بدهیها مورد استفاده قرار می‌گیرد را متمرکز نماید. لازم است بانک مرکزی نیز واحد ویژه‌ای برای عملیات مربوط به فروش اوراق بهادار دولتی داشته باشد. این واحد مسئول نگهداری اطلاعات مربوط به بدهیهای بخش عمومی، نظارت بر تحولات بازارهای مالی و مشاوره دادن به وزارت دارائی است. این واحد همچنین مسائل مربوط به فروش اوراق بهادار دولتی را نیز هدایت می‌کند. با این وجود عملیات بازار ثانوی مستلزم تماسهای روزانه با شرکای بازار است و این تماسها باید از طریق واحد جداگانه‌ای (در بانک مرکزی) که مسئولیت اجرای سیاستهای پولی را به عهده دارد انجام گیرد.

بدون توجه به ترتیبات سازمانی در صورتی که دولت مایل به قبول دو اصل ذیل

نباشد، امید چندانی به اعمال اصلاحات مالی نخواهد بود. این دو اصل عیارند از:

الف - پرداخت نرخ بهره بازار در رابطه با استقراض دولتی.

ب - تحمل هزینه های کوتاه مدت جهت توسعه بازارهای مالی فعال برای اوراق

بهادار دولتی به طوری که دستیابی دولت به منابع این بازارها در بلند مدت و

با نرخهای منطقی در آینده را تضمین نماید.

در این رابطه استقلال بانک مرکزی همواره مورد توجه بوده است. اگر چه می توان در

این ارتباط بر "استقلال خزانه داری" نیز تاکید ورزید. استقلال خزانه داری به معنی استقلال از

دولت نیست بلکه استقلال آن از بانک مرکزی است. استقلال خزانه داری زمانی تحقق می یابد

که خزانه بتواند بدون توسل به منابع بانک مرکزی و یا به کمک مقرراتی که عوامل اقتصادی را

مجبور به خرید اوراق بهادار نماید، دولت را تامین مالی کند (۱۵). شواهد کافی در دست است

که در نتیجه استقلال خزانه داری هماهنگی بین مدیریت بدهیهای بخش عمومی و مدیریت پولی

آسانتر می شود. در عین حال، استقلال خزانه داری زمانی عملی می شود که دولت مصمم به

کاستن از کسری بودجه به میزانی قابل اداره باشد.

کلام آخر آنکه، باید مجددا یادآوری گردد که تنها کسری بودجه نیست که بار سنگینی

بر مدیریت پولی تحمیل می کند، بلکه عکس آن نیز صادق است. استفاده ناصحیح از ابزارهای

پولی همانند سپرده قانونی و سیاست تنزیل مجدد، توسعه بازار فعال و قوی اوراق بهادار دولتی

را بی نهایت دشوار می کند.

(۱) - این مقاله برگردان مقاله ای است تحت عنوان :

Coordinating Public Debt and Monetary Management During Financial Reforms

که توسط Sergio Pereira Leite نوشته شده و بصورت Working Paper از سوی صندوق بین المللی پول در اکتبر ۱۹۹۲ منتشر گردیده است .

(2) - Captive buyers

(۳) - مطالبات معوق و غیر فعال معادل (Nonperforming loans) انتخاب شده است .م.

(4) - Captive market

(۵) - زیانهای بانک مرکزی غالباً از آنجا نشاءت می گیرد که بدهی دولت جزو دارائیهای اصلی بانک مرکزی است اما بازده آن در مقایسه با دارائیهای جایگزین آن پایین تر است .

(۶) - در این مرحله از بازار حاشیه ریسک برای اوراق بهادار بلند مدت نسبت به کوتاه مدت نسبتاً بیشتر است زیرا مهارتهای (تخصصهای) مالی هنوز کاملاً توسعه پیدا نکرده و عدم اطمینان سیاسی و اقتصادی نیز زیاد است . توجه داشته باشید نکته مورد نظر من این نیست که منحنی بازده جهت صعودی دارد ، بلکه جهت منحنی در این وضعیت از وضعیت عادی شیب بیشتری دارد .

(۷) - روش ثبت کامپیوتری در دفاتر بانک . Computer based Book entry System .

(۸) - این روش در مورد اوراقی بکار می رود که به صورت برگه منتشر نمی شوند و فقط

به صورت رقمی در دفاتر بانک ثبت می شود

(Book - entry Security)

(9) - Test dates

(۱۰) - این امر همچنین به بانک مرکزی کمک می کند تا پرتفوی اوراق بهادار خود را تشکیل دهد.

(۱۱) - باید متذکر گردید ، در حالیکه اکثر کشورها از اقلام پولی به عنوان اهداف واسطه‌ای استفاده می کنند ، در این مقاله نیز خلاف آن گفته نشده است و اقلام پولی همان هدف واسطه‌ای سیاست پولی هستند . آنچه که مطمئناً حاصل نمی گردد کنترل همزمان نرخهای بهره و اقلام پولی است ، به همان اندازه که مسئولین نرخهای بهره را هدف قرار دهند از کنترل ذخیره پولی دور می مانند .

(12) - Fiat

(۱۳) - این امر همچنین می تواند حاکی از عدم اطمینان سرمایه گذاران به دولت و ترس از عدم مشارکت آن باشد .

(۱۴) - وجود وثیقه مناسب برای عملیات بین بانکی در بعضی کشورها که در آن بانکهای عمده نمی توانند در معاملات آشکار با بانکهای کوچکتر و ضعیفتر مداخله کنند می تواند پیش شرطی برای توسعه بازار فعال بین بانکی باشد .

(۱۵) - مدیریت نقدی روزانه خزانه داری مستلزم استفاده از تسهیلات اضافه برداشت در کوتاه مدت از بانک مرکزی است . دستیابی به این تسهیلات باید کاملاً محدود باشد .