

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

برنامه ریزی برای انتشار اوراق بدهی با استفاده از الگوی تحلیل پایداری بدهی (DSA) با استفاده از مدل DSA



مرکز پژوهش‌های توسعه و آینده‌نگری

گروه پژوهشی توسعه، تامین مالی و اقتصاد بین‌الملل

مجموعه گزارش ۳۸

شناسه گزارش

عنوان	برنامه ریزی برای انتشار اوراق بدهی با استفاده از الگوی تحلیل پایداری بدهی (DSA) با استفاده از مدل ^۱ DSA
کد شناسه	۹۷-۷-۱۰۶۹
گروه پژوهشی	توسعه، تامین مالی و اقتصاد بین الملل
پدیدآورنده	ابوالفضل گرمابی
همکاران	علیرضا کریمی، انوشیروان تقی پور، مسلم عبیری
مشاوران علمی	محمدجواد محسنی نیا، مجتبی خالصی
ناظر علمی	مژگان خانلو
ناشر	مرکز پژوهش های توسعه و آینده نگری
تاریخ انتشار	بهمن ۱۳۹۷
مطالب این گزارش لزوماً بیانگر نظر رسمی سازمان برنامه و بودجه کشور و مرکز پژوهش های توسعه و آینده نگری نمی باشد	
حقوق معنوی اثر متعلق به پدیدآورندگان و حقوق مادی آن، به مرکز پژوهش های توسعه و آینده نگری سازمان برنامه و بودجه کشور تعلق دارد و استفاده از آن با ذکر ماخذ بلامانع خواهد بود.	
آدرس: تهران - میدان بهارستان - خیابان صفی علی شاه کد پستی : ۱۱۴۹۹۴۳۱۴۱	
https://www.dfrc.ir/ Email : info@dfrc.ir	

فهرست مطالب

صفحه	عنوان
۱.....	مقدمه.....
۳.....	تحلیل پایداری بدهی‌ها.....
۶.....	عملکرد متغیرهای بدهی و نیاز به تأمین مالی ناخالص دولت.....
۷.....	اجرای مدل DSA در کشور ایران برای سال‌های برنامه ششم در شرایط تحریم.....
۸.....	برنامه زمانی انتشار اوراق.....
۱۱.....	نتایج مدل DSA تحت سناریوی پایه (Basel i ne Scenari o).....
۱۳.....	روند تغییرات حجم اوراق بر مبنای واحد پولی و سررسید.....
۱۴.....	وضعیت برخی شاخص‌های فرعی.....
۱۵.....	دور جدید تحریم‌های اقتصادی و بررسی سناریوی‌های شوک (Shock Scenario).....
۱۸.....	جمع‌بندی و راه‌کارها.....
۲۰.....	منابع.....

مقدمه

رعایت قواعد بدهی از سوی دولت به منظور حفظ توازن منابع و مصارف از موضوعات مهم در سیاست گذاری مالی دولت به شمار می رود. بنابراین تحلیل رفتارهای دولت با توجه به نقش پررنگ آن در پیشبرد فعالیت های اقتصادی و تأثیر سیاست های پولی و مالی در کلیه بخش های اقتصادی، از اهمیت بالایی برخوردار است. عدم انسجام در برنامه ریزی و بکارگیری یک استراتژی نادرست در مدیریت منابع و مصارف بودجه ای می تواند عملکرد ارکان اقتصادی کشور را دچار اختلال نماید. با توجه به توانایی اغلب دولت ها در تحمیل خواسته های خود به سیاست گذار پولی و استفاده از منابع ارزی کشور و افزایش بدهی ها به بانک مرکزی، کسری بودجه های شدید دولت در اکثر مواقع قابلیت ایجاد نوسانات ارزی و فشارهای تورمی را دارا می باشد. از سوی دیگر برنامه ریزی ضعیف در مدیریت منابع و تحلیل رفتن منابع عمرانی (تملک دارایی های سرمایه ای) می تواند ضربه مهلکی به بخش های غیردولتی درگیر در پروژه های زیربنایی کشورها وارد نماید. همچنین عدم پرداخت تعهدات دولت به پیمانکاران و به دنبال آن کارگران بخش های عمرانی و تولیدی کشور، اثرات جبران ناپذیر ماندگاری را به آنها وارد می کند که می تواند در یک افق بلند مدت با بدتر کردن وضعیت توزیع درآمد به بروز آثار منفی اجتماعی سیاسی بیانجامد. در حال حاضر دامنه تعهدات محتمل دولت فراتر از چشم انداز تأمین منابع می باشد و این موضوع نگرانی های فراوانی در بسیاری از بخش ها به وجود آورد است. برای مثال مشکلات نظام بازنشستگی در تأمین منابع، روند نگران کننده افزایش تعداد بازنشستگان و مستمری بگیران نسبت به شاغلین و برهم خوردن توازن دریافتی ها و پرداختی ها در آینده، نشان از شکل گیری بحرانی ذاتی در نظام های پرداخت حقوق بازنشستگی دارد. در این میان تغییرات در حقوق بازنشستگان در سال های اخیر بدون در نظر گرفتن توان صندوق ها، گستردگی این بحران را دو چندان کرده است.

در اغلب موارد برنامه ریزی نامناسب و ناکارآمدی موجب می گردد که دولت تعهداتی ورای توانایی مالی خود بر عهده بگیرد که به کسری بودجه دامن می زند. در گام بعدی تأمین مالی این کسری بودجه ممکن است به اختلالات بیشتری منجر گردد. در مواردی که بازار بدهی منسجمی برای تأمین این کسری بودجه وجود نداشته باشد، تشدید فشارهای تورمی در اثر رشد پایه پولی و توقف پروژه های اقتصادی و قفل شدن منابع بانکی، محتمل تر به نظر می رسد. خلاء چنین بازاری منجر به ایجاد فشار مضاعف بر منابع محدود سیستم بانکی شده و در نتیجه با ایجاد محدودیت در فرآیند تأمین مالی شرکت ها، به ناکارآمدی و عدم شفافیت فرآیند تسهیلات دهی بانک ها منجر شده و در نهایت منابع به طرزی غیربهبینه تخصیص می یابند.

در سال های گذشته، در کشور ایران نیز به دلیل نبود بازاری متشکل برای تأمین کسری های ناشی از تعهدات دولت، تأمین این کسری از کانال درآمدهای نفتی به روندی عادی تبدیل شده که این امر به افزایش واردات، سرکوب تولید و تشدید بیماری هلندی منجر گشته است. همچنین استقرار از نظام بانکی، که به کاهش سهم

بنگاه‌های تولیدی از منابع محدود بانکی انجامیده و به بالابودن نرخ سود بانکی تداوم بخشیده، از روش‌های دیگر دولت در تأمین کسری بودجه خود بوده است. از سوی دیگر باید توجه داشت که افزایش بدهی دولت و عدم التزام به پرداخت مطالبات پیمانکاران، با ایجاد اخلال در فعالیت‌های این بخش‌ها به تشدید معضل مطالبات غیرجاری و انتقال مشکلات به صورت زنجیره‌ای به سیستم بانکی می‌انجامد.

اتخاذ یک استراتژی صحیح در مدیریت بدهی‌های دولت در گام اول نیازمند شفافیت بدهی‌های دولت می‌باشد که در سالیان اخیر مورد توجه مسئولان اقتصادی کشور بوده و دفتر مدیریت بدهی‌های دولت در وزارت امور اقتصادی و دارایی متولی این امر مهم شده است. پیگیری فرایند ساماندهی و تسویه بدهی‌های دولت از راه‌های مختلفی همچون در نظر گرفتن ردیف‌های بودجه‌ای، تهاثر بدهی‌های دولت به اشخاص حقیقی و حقوقی با مطالبات دولت از آنها و مهمتر از همه انتشار اوراق بهادار دولتی به منظور افزایش درجه نقدشوندگی بدهی‌های دولت و همچنین توسعه بازار بدهی کشور، گام‌های بعدی مدیریت بدهی‌های دولت می‌باشند.

برنامه‌ریزی دقیق در پیشبرد فرایند مدیریت بدهی دولت از طریق ابزار بازار بدهی، خصوصاً برنامه‌ریزی نظام‌مند در زمان‌بندی انتشار اوراق و کنترل نرخ‌های بازدهی اوراق بهادار دولتی، زمینه استفاده صحیح از این ابزار را فراهم می‌آورد. تجربیات بسیاری از کشورها نشان می‌دهد که انتشار نامتوازن اوراق مالی دولتی می‌تواند به افزایش غیر قابل کنترل تعهدات دولت برای پرداخت اصل و سود اوراق منتشر شده، منجر گردد. این موضوع همچنین می‌تواند به کسری بودجه‌های بالاتر در سال‌های آتی بیانجامد. بنابراین دولت در امر توسعه بازار بدهی باید به شدت به مخاطرات بودجه‌ای استفاده از اوراق مالی توجه داشته باشد.

هدف گزارش حاضر، طراحی یک الگوی برنامه‌ریزی منابع و مصارف بودجه عمومی دولت تحت گزینه شرایط تحریم می‌باشد، به نحوی که در این گزینه برنامه‌ریزی، شاخص‌های پایداری بدهی در منطقه استاندارد قرار داشته باشند. در این گزارش با بکارگیری چارچوب استاندارد معرفی شده توسط صندوق بین‌المللی پول، تحلیل پایداری بدهی‌ها با استفاده از شاخص‌های فرعی نیز انجام می‌شود. تغییر در منابع حاصل از درآمدها صادرات نفت و میعانات گازی و همچنین اعمال تغییراتی در ردیف اعتبارات هزینه‌ای و درآمدهای مالیاتی، با توجه به شرایط تحریمی، از جمله مهمترین تفاوت‌های الگوهای گزارش حاضر با چارچوب منابع و مصارف بودجه درج شده در برنامه ششم توسعه می‌باشد. تحلیل پایداری بدهی دولت تحت الگوی¹ DSA که از سوی صندوق بین‌المللی پول معرفی شده است، نکات بسیار مهمی در اختیار برنامه‌ریزان اقتصادی در امر تنظیم منابع و مصارف دولت قرار می‌دهد تا بتوانند قواعد و شاخص‌های استاندارد بین‌المللی را در امر بودجه‌ریزی برای اجتناب از چالش‌های محتمل، در نظر گیرند.

¹ -Debt Sustainability Analysis

تحلیل پایداری بدهی‌ها

اتخاذ یک استراتژی بلندمدت برای جلوگیری از انحرافات بدهی‌ها از یک روند متوازن به گونه‌ای که دولت همواره قادر به ایفای تعهدات خود باشد، ضرورت تدوین یک چارچوب منسجم برای ارزیابی پایداری بدهی‌ها را بیش از پیش روشن می‌کند. براساس چارچوب کلی صندوق بین‌المللی پول (IMF) تحلیل پایداری بدهی (DSA) بدین منظور انجام می‌گیرد تا میزان بدهی‌های سالانه دولت، به نحوی که دولت در بازپرداخت بدهی‌هایش در افق زمانی مورد نظر مجبور به نکول و یا مذاکره دوباره با طلبکاران نگردد، مشخص گردد^۱. همچنین باید مشخص گردد که روند کنونی ایجاد بدهی در چارچوب یک استراتژی بلندمدت است یا اینکه دولت تأمین منافع کوتاه‌مدت خود را به قیمت خلق بدهی‌های بزرگ در آینده انجام می‌دهد. بی‌شک فقدان برنامه‌ریزی در ایجاد بدهی موجب می‌شود که دولت برای تسویه بدهی‌های خود مجبور به اتخاذ سیاست‌های تعدیلی ناموجه اقتصادی و سیاسی گردد.

پایداری بدهی‌ها بر اساس استانداردهای IMF به صورت نظری به معنای برقراری شرط "قدرت تسویه بین دوره‌ای"^۲ می‌باشد. این شرط بدین معناست که جریان تنزیل شده درآمدها در زمان حال قدرت تسویه بدهی‌ها و مخارج تنزیل شده را داشته باشد. به بیان ریاضی چنانچه PB_j را تفاضل درآمد و هزینه‌های غیر بهره‌ای دولت در سال j بدانیم و D_j مقدار بدهی دولت در سال j را نشان دهد، برای حفظ پایداری بدهی‌ها باید رابطه (۱) برقرار باشد:

$$\sum_{j=1}^n \frac{1}{(1+i)^j} D_j = \sum_{j=1}^n \frac{1}{(1+i)^j} PB_j \quad (1)$$

بر این اساس و برای تحلیل تئوریک تغییرات بدهی‌های می‌توان پویایی بدهی‌ها را به طور خلاصه به شرح زیر نشان داد:

چنانچه کل بدهی‌های D_t از بدهی‌های داخلی D_t^h و بدهی‌های خارجی D_t^f تشکیل شده باشد و ε_t نرخ ارز باشد، داریم:

$$D_t = D_t^h + (\varepsilon_t D_t^f) \quad (2)$$

بدهی دوره قبل D_{t-1} با نرخ بهره میانگین i_t^* و کسری بودجه PB_t و استقراض دولت از بانک مرکزی ΔM_t بر بدهی دوره جاری به شرح زیر مؤثر هستند:

$$D_t = (1 + i_t^*)D_{t-1} - (PB_t + \Delta M_t) \quad (3)$$

با توجه به اینکه نرخ بهره میانگین وزنی نرخ بهره داخلی i_t^h و خارجی i_t^f است، داریم:

$$i_t^* = i^w + \alpha \varepsilon_t (1 + i_t^f) \\ D_t = \left(1 + i^w + \alpha \varepsilon_t (1 + i_t^f)\right) D_{t-1} - (PB_t + \Delta M_t) \quad (4)$$

¹ - "Financial Programming and Policies", IMF, Volume 1

² - Inter-temporal Solvency Condition

$$i_t^* = \left((1 - \alpha)i_t^h + \alpha i_t^f \right) + \alpha \varepsilon_t (1 + i_t^f) \quad (5)$$

چنانچه متغیرهای کلان اسمی معادله (۴) را تبدیل به متغیرهای سرانه واقعی نمائیم، داریم:

$$D_t = (1 + i^w)D_{t-1} + \left(\alpha \varepsilon_t (1 + i_t^f) \right) D_{t-1} - (PB_t + \Delta M_t) \quad (6)$$

$$pb_t = \frac{PB_t}{P_t Y_t} \quad \Delta m_t = \frac{\Delta M_t}{P_t Y_t} \quad d_t = \frac{D_t}{P_t Y_t}$$

$$d_t = \frac{(1+i^w)}{(1+\pi_t)(1+g)} d_{t-1} + \frac{(\alpha \varepsilon_t (1+i_t^f))}{(1+\pi_t)(1+g)} d_{t-1} - (pb_t + \Delta m_t) \quad (7)$$

$$d_t - d_{t-1} = \frac{(i^w - \pi_t(1+g))}{(1+\pi_t)(1+g)} d_{t-1} - \frac{g}{(1+\pi_t)(1+g)} d_{t-1} + \frac{(\alpha \varepsilon_t (1+i_t^f))}{(1+\pi_t)(1+g)} d_{t-1} - (pb_t + \Delta m_t) \quad (8)$$

معادله (۸) مسیر پویایی بدهی‌های و عوامل مؤثر بر آن را نشان می‌دهد. این معادله به نحوی است که به ترتیب اثر کاهش ارزش پول، اثر نرخ رشد و اثر نرخ بهره به تفکیک در آن مشخص شده است.

با وجود دقت معادله (۱) در ارزیابی پایداری بدهی دولت، این معادله به این دلیل که برای تحلیل پایداری بدهی دولت لزوماً نیازمند پیش‌بینی و محاسبه وضعیت آتی بدهی‌ها و درآمد-هزینه است، نمی‌تواند شاخص کارایی در ارزیابی مدیریت مناسب بدهی توسط دولت باشد. بدین‌منظور شاخص‌های دیگری از سوی IMF معرفی شده‌اند که قابلیت ارزیابی جریان بدهی‌ها را برای تحلیل‌گران بالا می‌برد. از سوی دیگر در این گزارش دو شاخص مهم دیگر که در جهت طراحی مدل بهینه انتشار اوراق بهادار مورد ارزیابی قرار می‌گیرد عبارت است از: (۱) رعایت نسبت منابع مورد نیاز برای بازپرداخت اصل و فرع اوراق بدهی به کل منابع بودجه سالانه حداکثر به میزان ۱۰ درصد. (۲) رعایت نسبت میزان انتشار انواع اوراق بدهی دولتی به کل منابع به میزان حداکثر ۱۰ درصد. علاوه بر این‌ها، مدل حاضر به گونه‌ای طراحی شده است که کمتر از ۶۵ درصد تملک دارایی‌های مالی به بازپرداخت اوراق اختصاص یابد. همچنین با توجه به اینکه منابع لازم برای پرداخت سود اوراق بهادار دولتی در اعتبارات هزینه‌ای منظور می‌شود، در مدل حاضر تلاش شده است در سال‌های مختلف، تنها حدود ۶ درصد اعتبارات هزینه‌ای به بازپرداخت سود اوراق منتشر شده اختصاص پیدا کند.

برنامه ریزی برای انتشار اوراق بدهی با استفاده از الگوی تحلیل پایداری بدهی (DSA) با استفاده از مدل DSA

شاخص‌های اصلی مدل به طور خلاصه به شرح زیر می‌باشد:

- شاخص نسبت بازپرداخت اصل و فرع اوراق به کل منابع حداکثر نسبت بازپرداخت اصل و فرع اوراق به کل منابع در مدل حاضر ۱۰ درصد در نظر گرفته شده است.
- شاخص نسبت میزان انتشار انواع اوراق به کل منابع حداکثر نسبت میزان انتشار انواع اوراق به کل منابع در مدل حاضر ۱۰ درصد در نظر گرفته شده است.
- شاخص نیاز به تأمین مالی ناخالص^۱ (GFN/GDP)
«نیاز تأمین مالی ناخالص» (GFN)، عبارت از مجموع کسری تراز عملیاتی و مبالغ لازم برای بازپرداخت اصل و سود بدهی‌های سررسید شده در سال مورد نظر است. در محاسبه شاخص مزبور برای سال مورد نظر باید توجه داشت که در برنامه ریزی صورت گرفته، مبالغ لازم برای بازپرداخت اصل و سود بدهی‌های سررسید شده در آن سال، به ترتیب در «اعتبارات تملک دارایی‌های مالی» و «اعتبارات هزینه‌ای» جداول بودجه درج می‌گردد. براساس استانداردهای صندوق بین‌المللی پول (IMF)، به منظور رعایت این شاخص، باید برنامه ریزی در انتشار اوراق بهادار به گونه‌ای باشد که بار مالی پرداخت اصل و فرع اوراق مورد نظر، موجب عبور شاخص مزبور از ناحیه امن ۱۰ تا ۱۵ درصد در افق زمانی پروژه مدیریت بدهی نگردد. صندوق بین‌المللی پول برای دو طبقه اصلی کشورها براساس دسترسی به بازارهای باز و توسعه اقتصادی حد آستانه متفاوتی را در نظر گرفته است. براساس دستورالعمل IMF حد آستانه شاخص مزبور برای کشورهای پیشرفته ۱۵ درصد و برای کشورهای نوظهور ۱۰ درصد می‌باشد.^۲
- شاخص بدهی انباشته^۳ (Debt/GDP)
شاخص دیگری که از سوی صندوق بین‌المللی پول (IMF) به منظور برقراری پایداری بدهی‌های دولت معرفی می‌گردد، شاخص نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی می‌باشد. باید توجه داشت که انتشار اوراق بدهی بدلیل ایجاد بار مالی برای دولت در سال‌های آینده می‌تواند به افزایش بدهی‌های دولت بیانجامد. بنابراین توصیه می‌گردد مدیریت انتشار اوراق به گونه‌ای باشد که نسبت مورد نظر در افق زمانی پروژه مدیریت بدهی برای بدهی‌های دولت و شرکت‌های دولتی از حد آستانه استاندارد بین‌المللی که توسط IMF برای کشورهای پیشرفته ۶۰ درصد و برای کشورهای نوظهور ۵۰ درصد می‌باشد تعیین شده، عبور نکنند. شایان ذکر است حد آستانه نسبت مورد نظر در برنامه ششم توسعه برای ۴۰ درصد در نظر گرفته شده است.

علاوه بر شاخص‌های اصلی، شاخص‌های فرعی دیگری نیز برای سنجش پایداری بدهی دولت معرفی شده‌اند^۴ که در ادامه به طور خلاصه تشریح می‌شوند:

1 - Gross Financing Needs

2 - STAFF GUIDANCE NOTE FOR PUBLIC DEBT SUSTAINABILITY ANALYSIS IN MARKET-ACCESS COUNTRIES, INTERNATIONAL MONETARY FUND, May 9, 2013

3 - Debt Stock

4 - STAFF GUIDANCE NOTE FOR PUBLIC DEBT SUSTAINABILITY ANALYSIS IN MARKET-ACCESS COUNTRIES, INTERNATIONAL MONETARY FUND, May 9, 2013

• تغییرات تراز اولیه سه ساله (درصد GDP)

این شاخص از تفاضل کسری تراز پرداخت‌ها نسبت به تولید ناخالص داخلی در سال‌های اول و چهارم حاصل می‌شود. به منظور تضمین پایداری بدهی‌های دولت لازم است که رقم فوق از ۲ درصد تجاوز نکند.

• ضریب تغییرات (CV) نرخ رشد

این شاخص عبارت است از نسبت انحراف معیار نرخ رشد اقتصادی به میانگین نرخ مزبور. به منظور تضمین پایداری بدهی‌های دولت لازم است که رقم فوق از مقدار ۱ تجاوز نکند.

• نیاز به تأمین مالی خارجی نسبت به GDP

به منظور تضمین پایداری بدهی‌های دولت نسبت مزبور برای کشورهای پیشرفته و در حال توسعه به ترتیب نباید از ۲۵ درصد و ۱۵ درصد عبور کند.

• نسبت بدهی افراد غیر مقیم به کل بدهی

چنانچه سهم بدهی بخش خارجی در کل بدهی‌ها از مقدار خاصی فراتر رود، احتمال بروز بحران‌هایی در حفظ تعادل منابع-مخارج برای دولت به وجود می‌آید. بنابراین بهتر است که سیاست اقتصادی دولت به گونه‌ای اعمال گردد که همواره سهم بدهی‌های خارجی در کل بدهی از نسبت خاصی بیشتر نشود. براساس استانداردهای پایداری بدهی آستانه بحرانی برای نسبت مزبور رقم ۴۵ درصد می‌باشد.

• BOND Spread

این شاخص نشانگر تفاوت نرخ بازدهی اوراق با سررسید مشابه در کشور مورد نظر و کشور آمریکا (یا آلمان) می‌باشد. حد آستانه حساسیت برای این شاخص ۲ درصد و آستانه هشدار ۶ درصد است^۱.

علاوه بر شاخص‌های فرعی گفته شده، شاخص‌های دیگری همچون نسبت بدهی به افراد غیرمقیم به کل بدهی، نسبت بدهی به پول خارجی به کل بدهی و تغییرات سالانه بدهی کوتاه مدت به کل بدهی، مورد توجه صندوق بین‌المللی پول می‌باشد که در گزارش حاضر به برخی از آنها پرداخته می‌شود.

عملکرد متغیرهای بدهی و نیاز به تأمین مالی ناخالص دولت

روند شناسایی و ساماندهی بدهی‌های بخش دولتی ایران حسب نیاز کشور و بنابر مواد ۱ و ۲ قانون رفع موانع تولید رقابت پذیر و ارتقای نظام مالی کشور از سال ۱۳۹۴ و با تأسیس مرکز مدیریت بدهی‌ها و دارایی‌های مالی عمومی در وزارت امور اقتصادی و دارایی آغاز شد. روند تغییرات نیاز تأمین مالی ناخالص دولت به استناد گزارش‌های سازمان برنامه و بودجه و مرکز مدیریت بدهی‌ها و دارایی‌های مالی عمومی در جدول زیر نشان داده شده است.

¹- ibid

برنامه ریزی برای انتشار اوراق بدهی با استفاده از الگوی تحلیل پایداری بدهی (DSA) با استفاده از مدل DSA

همچنین در این جدول روند تغییرات شاخص نسبت بدهی دولت و شرکت‌های دولتی به تولید ناخالص داخلی ($Debt/GDP$) و نسبت نیاز به تأمین مالی ناخالص دولت به تولید ناخالص داخلی (GFN/GDP)، نمایش داده شده است.

جدول شماره ۱ - روند تغییرات نسبت نیاز به تأمین مالی ناخالص دولت به تولید ناخالص داخلی و شاخص‌های پایداری

بدهی در طی سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۵

۱۳۹۶	۱۳۹۵	۱۳۹۴	متغیر
۶۸۲،۶۲۹،۰۰	۴۲۱،۸۳۱،۶۰	۳۳۷،۰۷۸،۱۰	نیاز تأمین مالی ناخالص دولت (میلیارد ریال)
۱۵،۳۱۷،۰۰۰	۱۳،۱۵۱،۰۰۰	۱۱،۴۱۴،۰۰۰	تولید ناخالص داخلی به قیمت بازار (جاری) (میلیارد ریال)
۳۷	۴۵	۳۹	نسبت بدهی بخش دولتی به تولید ناخالص داخلی (درصد)
۴،۵	۳،۲	۳	نسبت نیاز به تأمین مالی ناخالص دولت به تولید ناخالص داخلی (درصد)

ماخذ: مرکز مدیریت بدهی‌ها و دارایی‌های مالی عمومی - وزارت امور اقتصادی و دارایی

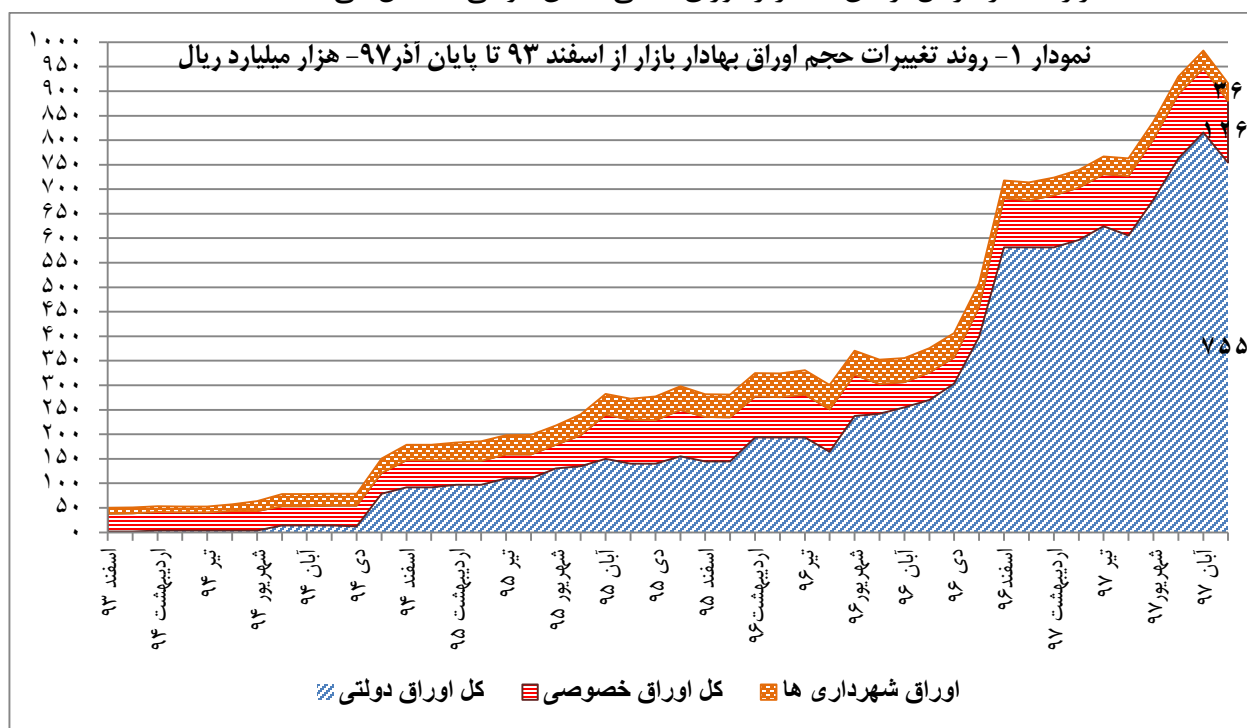
اجرای مدل DSA در کشور ایران برای سال‌های برنامه ششم در شرایط تحریم اقتصادی

در اجرای مدل DSA ، پیش‌بینی متغیرهای کلان اقتصادی در جدول منابع و مصارف بودجه از اولویت بالایی برخوردار است. این پیش‌بینی باید گزینه شرایط تحریمی در طول برنامه ششم توسعه را نیز شامل شود. این امر به گونه‌ای باید صورت گیرد که علاوه بر حفظ پایداری بدهی‌های دولت براساس الگوی استاندارد DSA در سال‌های آینده، میزان بازپرداخت بابت اصل و فرع اوراق به کل منابع از ۱۰ درصد فراتر نرود. با این وجود با توجه به شرایط تحریمی و برآورد حداکثر ۱۲۰۰ هزار بشکه صادرات نفت در روز به طور متوسط برای سال ۱۳۹۷ و ۱۰۰۰ هزار بشکه در روز تا سال ۱۴۰۲، عبور شاخص‌های پایداری بدهی از حدود آستانه اجتناب ناپذیر خواهد بود. در چنین شرایطی باید تمرکز برنامه‌ریزی در امر تدوین چارچوب منابع و مصارف و به طور خاص برنامه‌ریزی در واگذاری و تملک اوراق مالی دولتی، به گونه‌ای باشد که در یک افق چند ساله به تدریج شاخص‌های پایداری بدهی در حدود استاندارد قرار بگیرند.

در ادامه طراحی الگویی برای زمان‌بندی انتشار اوراق بهادار دولتی و برنامه‌ریزی در خصوص نرخ‌های سود مربوط به هر نوع از اوراق، با در نظر گرفتن شاخص‌های پایداری بدهی دولت، مورد توجه قرار گرفته است. ارائه نتایج مدل DSA تحت سناریوهای پایه و سناریوهای شوک بخش بعدی گزارش می‌باشد.

برنامه زمانی انتشار اوراق

توسعه بازار بدهی به منظور تأمین مالی تعهدات بخش دولتی و شهرداری‌ها مهمترین برنامه سال‌های اخیر دولت بوده است. بدین منظور در قوانین بودجه سال‌های اخیر ظرفیت‌های مناسبی برای این امر در قالب انتشار اوراق اسناد خزانه اسلامی، انواع صکوک، اوراق مرابحه و اوراق منفعت اختصاص یافته است. دو چالش عمده‌ای که پس از حضور گسترده دولت در بازار بدهی رخ داده را می‌توان بالا رفتن نرخ بازدهی مورد انتظار اوراق در بازار و پایین آمدن سهم اوراق بدهی بخش خصوصی از کل اوراق تأمین مالی دانست. نمودار ۱ روند تغییرات حجم بازار اوراق بدهی را طی دوره اسفند ۱۳۹۳ تا آذر ۱۳۹۷ نشان می‌دهد. مطابق نمودار ۲ حجم بازار اوراق بدهی در پایان آذر ۱۳۹۷ بالغ بر ۹۱۷ هزار میلیارد ریال است که ۷۵۵ هزار میلیارد ریال از این مقدار را اوراق بدهی بخش دولتی تشکیل می‌دهد.

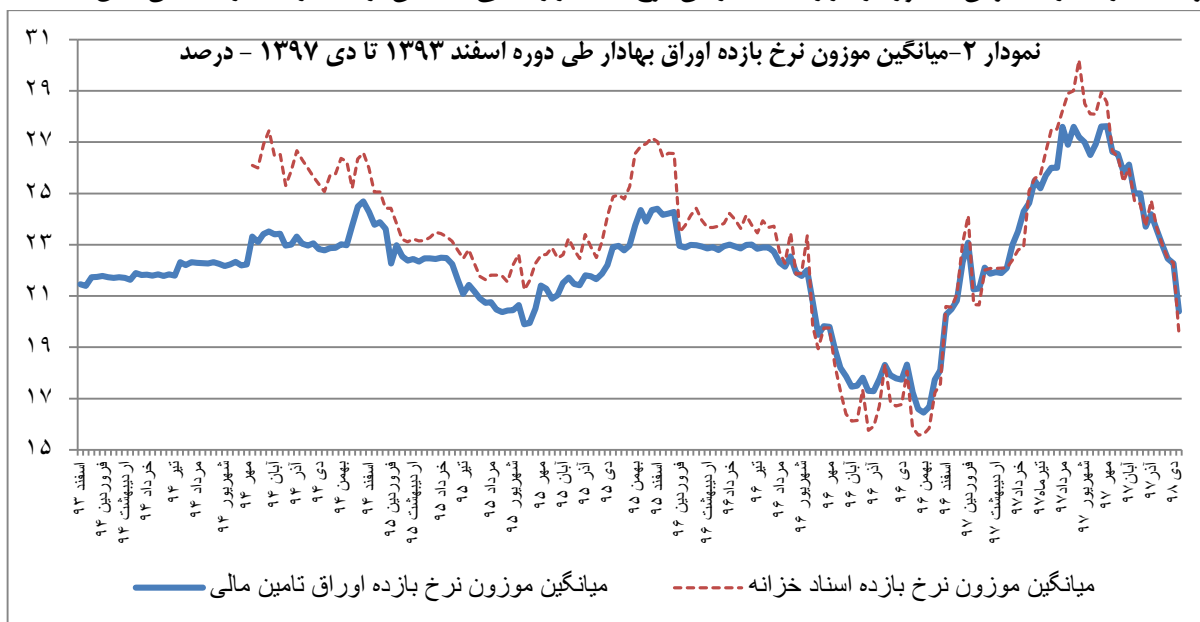


ماخذ: سازمان بورس و اوراق بهادار، شرکت فرابورس ایران و محاسبات نویسنده

تغییرات حجم بازار بدهی همواره با نوساناتی در نرخ‌های بازدهی همراه بوده است. در نمودار (۲) روند تغییرات میانگین موزون نرخ بازدهی اوراق بدهی نشان داده شده است. همانطور که در نمودار مشخص است، عرضه بالای اوراق بخش دولتی در بازار بدهی در سال ۱۳۹۴ موجب افزایش نرخ‌های بازدهی بازار از زیر ۲۰ درصد به بالای ۲۴ درصد شد. این اتفاق در حالی رخ داد که نرخ میانگین بازدهی اسناد خزانه دولتی تا ۲۷ درصد نیز بالا آمد. در ادامه اتخاذ برنامه منسجم از سوی وزارت امور اقتصادی و دارایی و سازمان برنامه و بودجه و بهبود توزیع زمانی انتشار اوراق در طی سال و همراهی سازمان بورس و اوراق بهادار و بانک مرکزی از طریق فعال شدن بازار بین‌بانکی و صندوق‌های سرمایه‌گذاری، موجب کاهش نرخ‌های بازدهی در اواسط سال ۱۳۹۶ گردید. با این حال

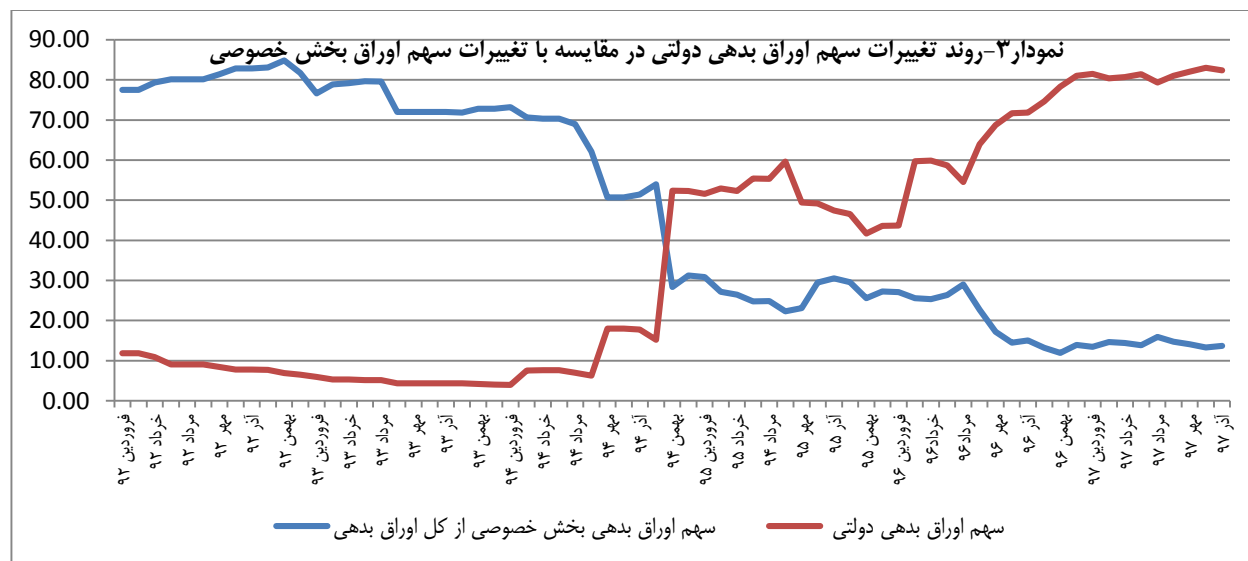
برنامه ریزی برای انتشار اوراق بدهی با استفاده از الگوی تحلیل پایداری بدهی (DSA) با استفاده از مدل DSA

ورود حجم بالایی از اوراق اسناد خزانه دولتی به بازار بدهی، بالا رفتن نرخ بازدهی سایر بازارهای رقیب و ناتوانی صندوق‌های سرمایه‌گذاری در گسترش حضور در بازار، به بالا رفتن نرخ‌های بازار بدهی به بیش از ۳۰ درصد در تابستان سال ۱۳۹۷ انجامید.



ماخذ: سازمان بورس و اوراق بهادار، شرکت فرابورس ایران و محاسبات نویسنده

بالارفتن سهم اوراق بدهی دولتی به جای اوراق بخش خصوصی و ناتوانی بخش خصوصی از انتشار اوراق بدهی با نرخ‌های بالا از دیگر آسیب‌های حضور گسترده دولت در بازار بدهی بوده است. همانگونه که در نمودار ۳ نشان داده شده، سهم اوراق بدهی بخش خصوصی از حدود ۸۰ درصد در فروردین ۱۳۹۲ به حدود ۱۳ درصد در آذر ۱۳۹۷ کاهش یافته است. این امر به گونه‌ای بوده که از مجموع ۹۱,۷ هزار میلیارد تومان کل اوراق تأمین مالی بازار در آذر ۱۳۹۷، تنها حدود ۱۲,۶ هزار میلیارد تومان به اوراق بخش خصوصی و ۳,۶ هزار میلیارد تومان به اوراق شهرداری‌ها اختصاص داشته است.



بالا بودن نرخ بازدهی اوراق بدهی بخش دولتی یکی از عوامل اصلی کاهش نقش بخش خصوصی در بازار بدهی بوده که باید در برنامه ریزی انتشار اوراق برای سال‌های بعد مورد توجه دولت باشد. علاوه بر این کاهش نرخ‌های بازار اوراق بدهی موجب کاسته شدن از فشار بازپرداخت سود اوراق در طبقه اعتبارات هزینه‌ای بودجه سالانه سال‌های بعد خواهد شد. این مهم از مواردی است که در مدل حاضر به آن توجه شده است و کاهش تدریجی نرخ بازدهی اوراق بدهی به منظور رعایت شاخص‌های پایداری بدهی در مدل گنجانده شده است.

در مدل طراحی شده گزارش حاضر، برنامه‌ریزی انتشار اوراق در افق زمانی مورد نظر به گونه‌ای است که حدود استاندارد شاخص‌های *IMF* به منظور حفظ پایداری بدهی رعایت گردد. برنامه زمانی برای انتشار اوراق بهادار دولتی مطابق جدول زیر، الگوی مناسبی است که باعث کنترل نسبی استانداردهای پایداری بدهی‌ها در پنج‌سال آینده و بازگرداندن شاخص به حدود استاندارد می‌گردد. همچنین الگوی مزبور به گونه‌ای طراحی شده است که نسبت بازپرداخت اصل و فرع اوراق بهادار نزدیک به ۱۰ درصد کل منابع سالانه باشد و در سال ۱۴۰۲ به عنوان سال پایانی افق برنامه ریزی به پایین‌تر از ۱۰ درصد برسد. شایان ذکر است مجموع اوراق منتشره در هر سال مطابق با میزان اوراق مشارکت و اسناد خزانه اسلامی در ردیف واگذاری دارایی‌های مالی می‌باشد.

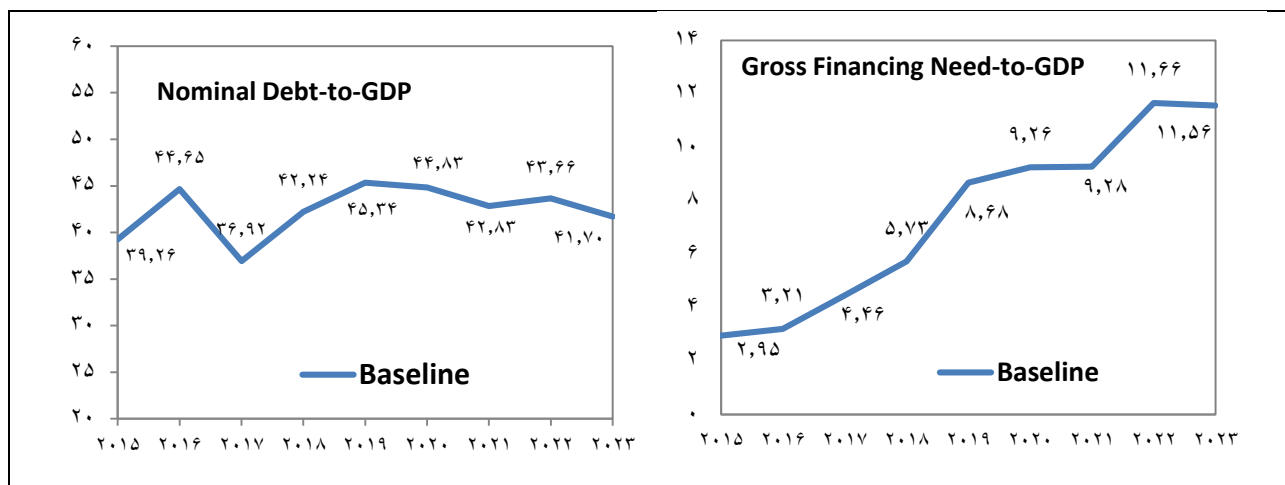
جدول ۲- برنامه زمانی انتشار اوراق بهادار با تضمین دولت از سال ۱۳۹۷ تا سال ۱۴۰۱ - میلیارد ریال

کل انتشار	سررسید	۱۳۹۷	۱۳۹۸	۱۳۹۹	۱۴۰۰	۱۴۰۱	۱۴۰۲
		نوع ۱	۱	۵,۰۰۰,۰	۱۵,۰۰۰,۰	۵۰,۰۰۰,۰	۵۰,۰۰۰,۰
		%۲۵	%۲۰	%۱۷	%۱۵	%۱۴	%۱۲
نوع ۲	۲	۸۰,۰۰۰,۰	۱۳۰,۰۰۰,۰	۱۷۸,۰۰۰,۰	۲۰,۰۰۰,۰	۱۷۰,۰۰۰,۰	۲۰۰,۰۰۰,۰
		%۲۵	%۲۰	%۱۷	%۱۵	%۱۴	%۱۲
نوع ۳	۳	۱۸۵,۰۰۰,۰	۲۱۲,۰۰۰,۰	۴۰,۰۰۰,۰	۳۰۰,۰۰۰,۰	۱۷۰,۰۰۰,۰	۲۷۰,۰۰۰,۰
		%۲۵	%۲۰	%۱۷	%۱۵	%۱۴	%۱۲
نوع ۴	۴	۵,۰۰۰,۰	۶۸,۰۰۰,۰	۳۲۵,۰۰۰,۰	۳۰۰,۰۰۰,۰	۳۵۰,۰۰۰,۰	۲۶۰,۰۰۰,۰
		%۲۵	%۲۰	%۱۷	%۱۵	%۱۴	%۱۲
ZERO-COUPON BOND	۱	۱۱۰,۰۰۰,۰	۱۵,۰۰۰,۰	۱۵,۰۰۰,۰	۵۰,۰۰۰,۰	۲۰,۰۰۰,۰	۲۵,۰۰۰,۰
		%۲۵	%۲۰	%۱۷	%۱۵	%۱۴	%۱۲
کل اوراق		۳۸۵,۰۰۰,۰	۴۴۰,۰۰۰,۰	۶۰۸,۰۰۰,۰	۷۲۰,۰۰۰,۰	۷۴۰,۰۰۰,۰	۸۲۰,۰۰۰,۰

ماخذ: برآوردهای مدل - سازمان برنامه و بودجه، امور اقتصاد کلان

نتایج مدل DSA تحت سناریوی پایه (Basel i ne Scenari o)

نمودار پایین روند تغییرات دو شاخص نسبت بدهی دولت و شرکت‌های دولتی به تولید ناخالص داخلی ($Debt/GDP$) و شاخص نسبت نیاز تأمین مالی ناخالص^۱ به تولید ناخالص داخلی (GFN/GDP) را نشان می‌دهد. همانگونه که نتایج مدل در نمودار مزبور نشان می‌دهد با وجود آن که شاخص نسبت بدهی دولت و شرکت‌های دولتی به تولید ناخالص داخلی ($Debt/GDP$) تا سال ۱۳۹۸ دارای روند صعودی بالاتر از حد آستانه حساسیت ۴۰ درصدی می‌باشد، لیکن این شاخص در سال‌های بعدی به دلیل رشد شاخص ضمنی تولید ناخالص داخلی ($GDP Deflator$) و برنامه‌ریزی مناسب اعتبارات هزینه‌ای و انتشار اوراق بهادار به محدوده استاندارد نزدیک می‌شود. همچنین برنامه‌ریزی صورت گرفته به گونه‌ای است که شاخص نسبت نیاز تأمین مالی ناخالص به تولید ناخالص داخلی (GFN/GDP) علی‌رغم افزایش نسبی در سال‌های برنامه ششم به تدریج تثبیت شده و در نهایت در حدود استاندارد ۱۰ درصدی قرار می‌گیرد.

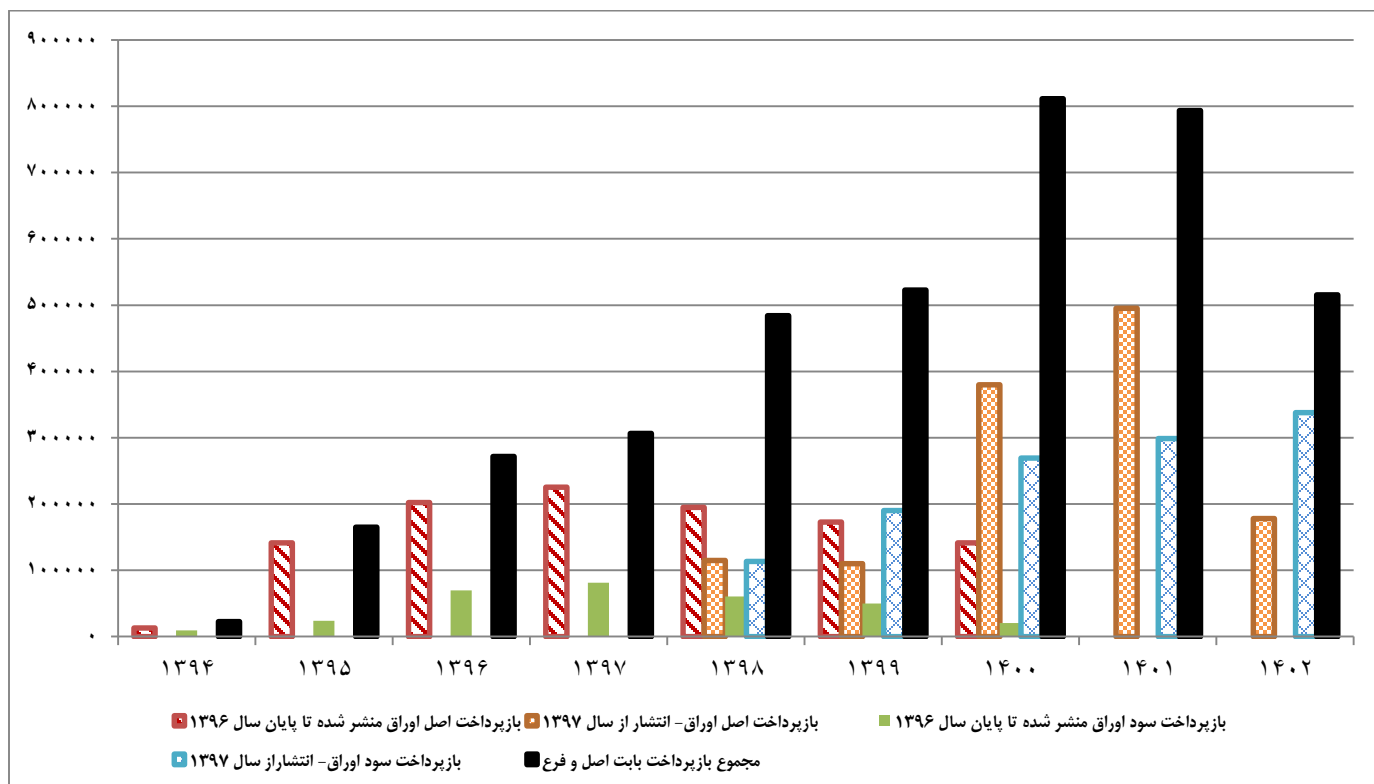


نمودار ۴ - روند تغییرات شاخص‌های ($Debt/GDP$) و (GFN/GDP) در شرایط تحریم تحت سناریوی پایه در طول سال‌های ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۲ - درصد

مآخذ: برآوردهای مدل - سازمان برنامه و بودجه ، امور اقتصاد کلان

¹-Gross Financing Needs

در نمودار زیر میزان منابع لازم برای بازپرداخت اصل و فرع اوراق بهادار با تضمین دولت مشخص شده است. همانطور که نمودار نشان می‌دهد برنامه ریزی به گونه‌ای انجام شده که کل بازپرداخت به صورت ملایم و متناسب با تورم افزایش یابد.



نمودار ۵- منابع لازم برای بازپرداخت اصل و فرع اوراق بدهی با تضمین دولت طی سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۲ - میلیارد ریال

ماخذ: بر اساس آمارهای مرکز مدیریت بدهی‌ها و دارایی‌های مالی عمومی-وزارت امور اقتصادی و دارایی و مدل امور اقتصاد کلان

در جدول شماره ۷-۳ میزان منابع لازم برای بازپرداخت اصل و فرع اوراق نمایش داده شده است. همچنین مقادیر شاخص‌های مدنظر مدل که عبارت است از دو نسبت بازپرداخت اصل و فرع به کل منابع و نسبت میزان اوراق منتشره به کل منابع می‌باشد، مشخص شده‌اند. همانطور که در جدول مشخص است زمان بندی انتشار اوراق به گونه‌ای خواهد بود که نسبت‌های مورد نظر در طول دوره نزدیک به ۱۵ درصد باشد و چنانچه افزایشی در نسبت‌های مزبور رخ می‌دهد به تدریج به سطح ۱۰ درصد نزدیک شود. در این توجه به این نکته ضروری است که اعداد مندرج برای واگذاری و تملک دارایی‌های مالی در قالب یک سناریو و با مفروض گرفتن میزان درآمدهای نفتی در افق ۵ ساله (که شرح آن پیش‌تر آمد) پیشنهاد شده‌اند. مسلماً تغییر درآمدهای نفتی، رشد اقتصادی و درآمدهای مالیاتی بر نتایج مدل تأثیر گذار است.

برنامه ریزی برای انتشار اوراق بدهی با استفاده از الگوی تحلیل پایداری بدهی (DSA) با استفاده از مدل DSA

جدول ۳ - منابع لازم برای بازپرداخت اصل و فرع اوراق بهادار با تضمین دولت به همراه شاخص‌های مربوط طی سال‌های ۱۳۹۶ تا

۱۴۰۲ - میلیارد ریال

۱۴۰۲	۱۴۰۱	۱۴۰۰	۱۳۹۹	*۱۳۹۸	۱۳۹۷	۱۳۹۶	۱۳۹۵	۱۳۹۴	ارقام و نسبت‌ها
۰	۰	۱۴۱,۳۸۲	۱۷۲,۹۱۲	۱۵,۰۵۰۹	۲۹۳,۸۵۴	۲۰۲,۲۱۷	۱۴۱,۲۸۰	۱۳,۱۶۶	بازپرداخت اصل اوراق منتشر شده تا پایان سال ۱۳۹۶
۱۷۸,۰۰۰	۴۹۵,۰۰۰	۳۸۰,۰۰۰	۱۱۰,۰۰۰	۱۱۵,۰۰۰	-	-	-	-	بازپرداخت اصل اوراق - انتشار از سال ۱۳۹۷
۱۷۸,۰۰۰	۴۹۵,۰۰۰	۵۲۱,۳۸۲	۲۸۲,۹۱۲	۳۱۰,۰۵۰	۲۹۳,۸۵۴	۲۰۲,۲۱۷	۱۴۱,۲۸۰	۱۳,۱۶۶	مجموع بازپرداخت بابت اصل
۰	۰	۲۰,۲۵۳	۴۹,۶۹۳	۶۰,۶۷۱	۷۸,۷۸۸,۰۰	۶۹,۵۶۱,۰۰	۲۳,۷۹۰	۹,۳۴۲	بازپرداخت سود اوراق منتشر شده تا پایان سال ۱۳۹۶
۳۳۷,۶۶۴	۲۹۸,۶۶۵	۲۶۹,۵۲۲	۱۹۰,۳۴۸	۱۱۳,۴۳۳	-	-	-	-	بازپرداخت سود اوراق - انتشار از سال ۱۳۹۷
۳۳۷,۶۶۴	۲۹۸,۶۶۵	۲۸۹,۷۷۵	۲۴۰,۰۴۱	۱۷۴,۱۰۴	۷۸,۷۸۸,۰۰	۶۹,۵۶۱	۲۳,۷۹۰	۹,۳۴۲	مجموع بازپرداخت بابت سود اوراق
۵۱۵,۶۶۴	۷۹۳,۶۶۵	۸۱۱,۱۵۷	۵۲۲,۹۵۳	۴۸۴,۱۵۴	۳۷۱,۴۵۴	۲۷۱,۶۴۲	۱۶۵,۰۷۰	۲۲,۵۰۸	مجموع بازپرداخت بابت اصل و فرع
۰,۰۹	۰,۱۴	۰,۱۵	۰,۱۱	۰,۱۱	۰,۱۱	۰,۰۸	۰,۰۳	۰,۰۱	نسبت بازپرداخت اصل و فرع به کل منابع
۰,۱۴	۰,۱۳	۰,۱۴	۰,۱۳	۰,۱۰	۰,۱۱	۰,۱۴	۰,۱۹	۰,۰۵	نسبت میزان اوراق منتشره به کل منابع

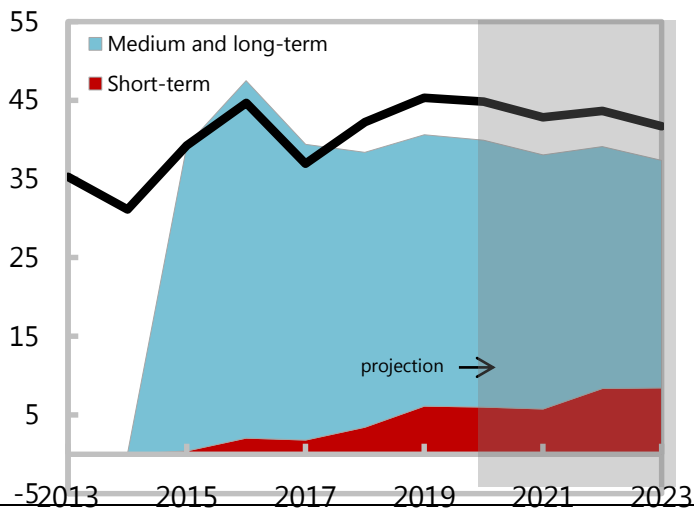
*ارقام مندرج برای بازپرداخت اصل و سود اوراق بهادار در سال‌های ۱۳۹۸ تا ۱۴۰۲ براساس سناریوی پیشنهادی می‌باشد و مقادیر واقعی می‌تواند با ارقام مزبور اختلاف داشته باشد.

روند تغییرات حجم اوراق بر مبنای واحد پولی و سررسید

در نمودار شماره ۶ وضعیت کلی حجم اوراق موجود در بازار براساس دو دسته‌بندی بر مبنای سررسید و دسته‌بندی بر مبنای واحد پولی در افق برنامه‌ریزی پروژه نشان داده شده است. همانطور که نمودار مزبور نشان می‌دهد براساس استراتژی استفاده بیشتر از اوراق با سررسیدهای بلند مدت نسبت به کوتاه مدت، در برنامه ریزی کنونی حجم بیشتری به اوراق میان مدت و بلند مدت اختصاص یافته است. همانطور که نمودار نشان می‌دهد، دسترسی محدود ایران به بازارهای تأمین مالی خارجی و کم رغبتی سرمایه‌گذاران خارجی به حضور در بازار بدهی ایران که در شرایط تحریمی اوج می‌گیرد، موجب می‌گردد که در افق برنامه‌ریزی پروژه، همواره حجم اوراق بهادار دولتی بر مبنای پول داخلی بیشتر از اوراق بهادار مبتنی بر ارز کشورهای دیگر باشد.

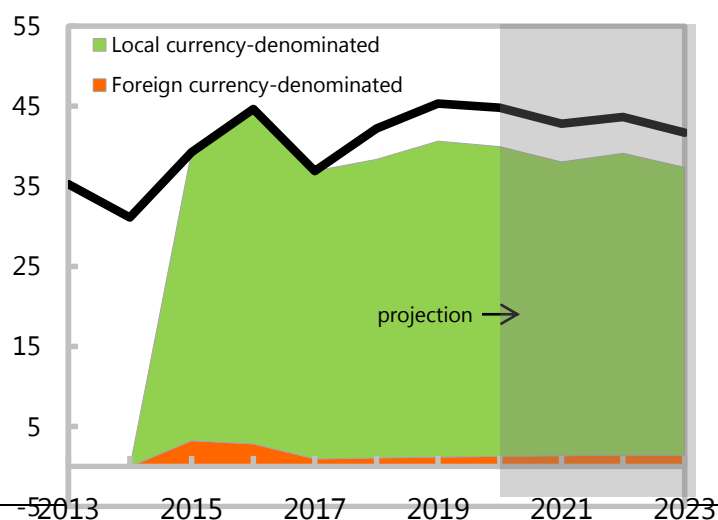
By Maturity

(in percent of GDP)



By Currency

(in percent of GDP)



نمودار ۶- روند تغییرات حجم اوراق دولتی ایران براساس دو دسته‌بندی بر مبنای سررسید و دسته‌بندی بر مبنای واحد پولی در شرایط تحریم در سال‌های ۱۳۹۶

تا ۱۴۰۱- درصد

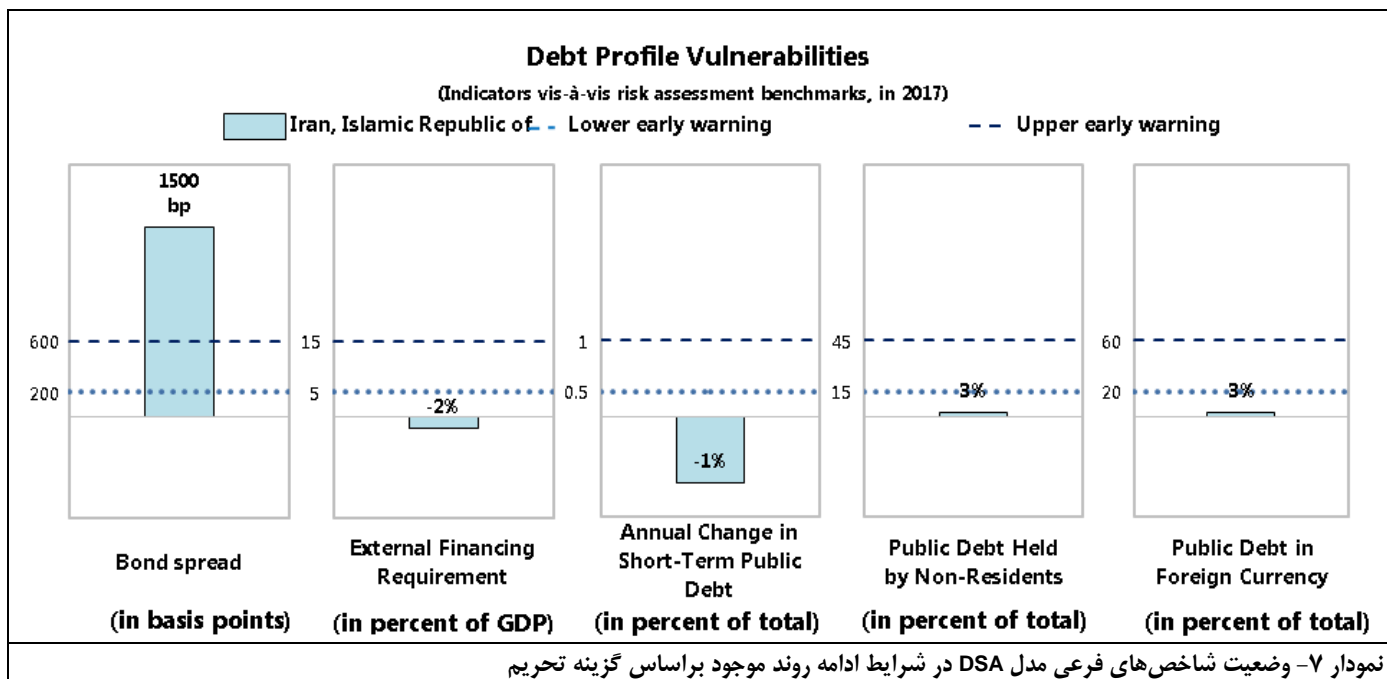
وضعیت برخی شاخص‌های فرعی

در نمودار ۷ چند شاخص فرعی مورد نظر IMF در مورد کشور ایران نشان داده شده است. در این نمودار آسیب‌پذیری کشور ایران را در خصوص چندین متغیر مانند میزان بدهی به افراد غیرمقیم به کل بدهی، بدهی به پول خارجی به کل بدهی، تغییرات سالانه بدهی کوتاه مدت به کل بدهی، Bond Spread (گسترش باند) و نیاز به تأمین مالی خارجی نسبت به GDP، نشان داده شده است. به غیر از شاخص Bond Spread که از سطح آسیب‌پذیری عبور می‌کند، وضعیت شاخص‌های مورد اشاره در افق برنامه‌ریزی در محدوده استاندارد قرار دارد و حتی به سطح آستانه حساسیت نیز نمی‌رسند. لازم به ذکر است براساس دستورالعمل IMF شاخص Bond Spread براساس اختلاف بازدهی اوراق بدهی با سررسید ۵ ساله ایران و آمریکا اندازه‌گیری شده است که رقم ۱۵ درصد هم تا حدی خوش‌بینانه به نظر می‌رسد^۱. با وجود آنکه عدم آسیب‌پذیری کشور در مقابل این شاخص‌های فرعی

^۱-براساس داده‌های سایت Bloomberg نرخ بازدهی اوراق خزانه آمریکا با سررسید ۵ ساله در سپتامبر ۲۰۱۷ کمتر از ۳ درصد می‌باشد. این درحالی‌است که نرخ‌های بازدهی انواع اوراق دولتی با سررسیدهای بالاتر از ۳ سال در ایران گاهی به ۲۰ درصد هم می‌رسد.

برنامه ریزی برای انتشار اوراق بدهی با استفاده از الگوی تحلیل پایداری بدهی (DSA) با استفاده از مدل DSA

امری مثبت تلقی می‌شود، لیکن دلیل اصلی پایین بودن حساسیت کشور ایران در مقابل بدهی به پول خارجی و یا بدهی به افراد غیرمقیم، ناتوانی در حضور در بازارهای سرمایه بین‌المللی می‌باشد.



دور جدید تحریم‌های اقتصادی و بررسی سناریوی‌های شوک (Shock Scenario)

پیش‌بینی شوک‌های وارد به متغیرهای کلیدی مدل DSA و تحلیل پایداری بدهی دولت با در نظر گرفتن این شوک‌ها از ارکان دیگر مدل DSA می‌باشد که تصویر روشنی از وضعیت شاخص‌های پایداری بدهی دولت در افق زمانی مورد نظر ارائه می‌دهد. کاهش درآمدهای نفتی و افزایش نرخ‌های بهره به دلیل تمایل دولت به افزایش جذابیت اوراق بهادار دولتی دو چالش اصلی این حوزه در شرایط تحریمی خواهند بود. رصد تغییرات شاخص‌های پایداری بدهی با فرض وارد شدن شوک‌های محتمل تصویر مناسبی را برای انجام پیش‌بینی‌های لازم در اختیار می‌گذارد. مهم‌ترین شوک‌هایی که در مدل مورد بررسی قرار می‌گیرد به این شرح هستند:

۱- شوک رشد تولید ناخالص داخلی (Real GDP Growth Shock): کاهش نرخ رشد به اندازه ۵۰ درصد انحراف معیار در دو سال اول پروژه

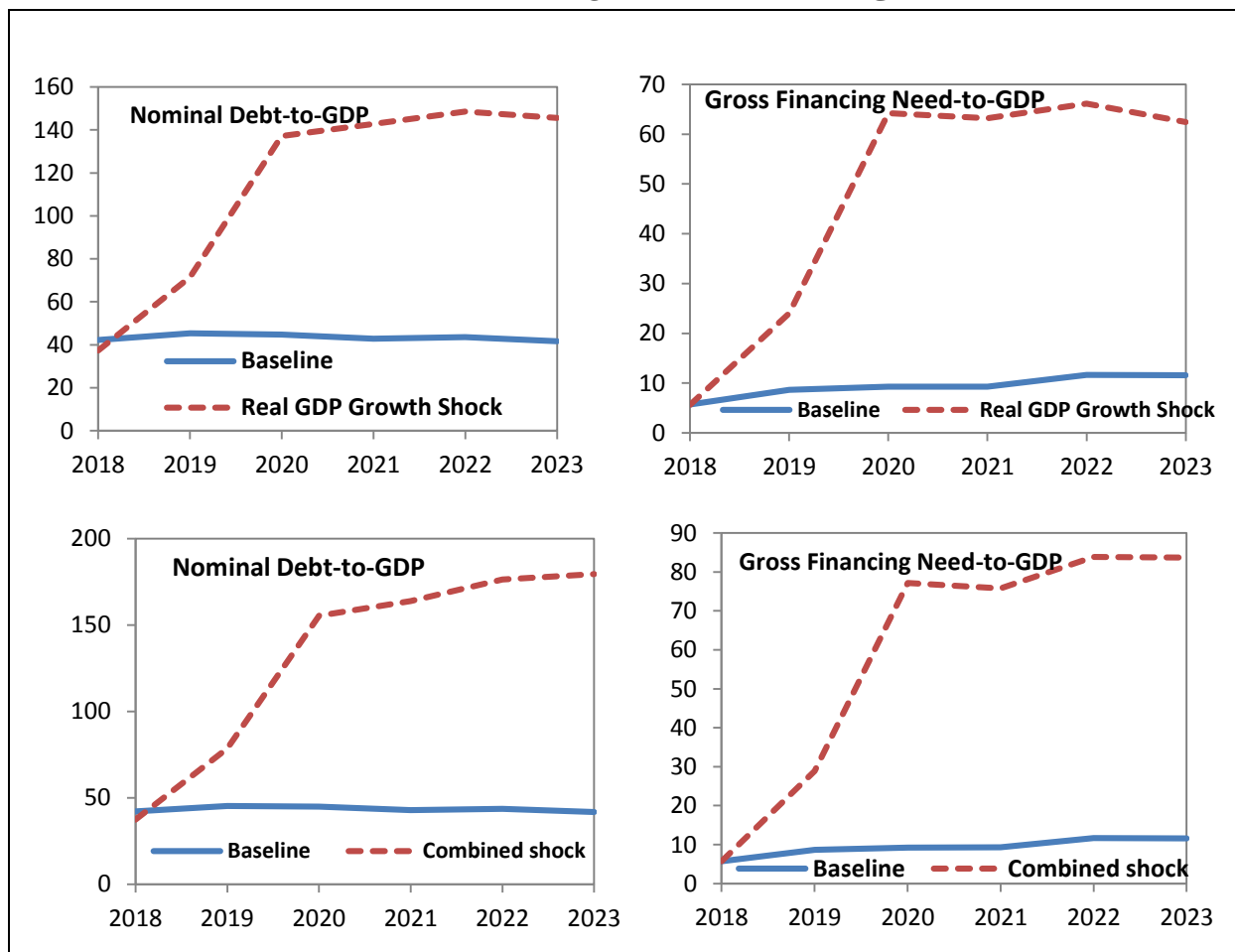
۲- شوک نرخ بهره (Interest Rate Shock): اختلاف میان میانگین نرخ بهره حقیقی در دوره پروژه با ماکزیمم نرخ بهره ۱۰ سال دوره تاریخی

۳- شوک نرخ ارز (Exchange Rate Shock): رشد نرخ ارز به اندازه بیشترین رشد تاریخی

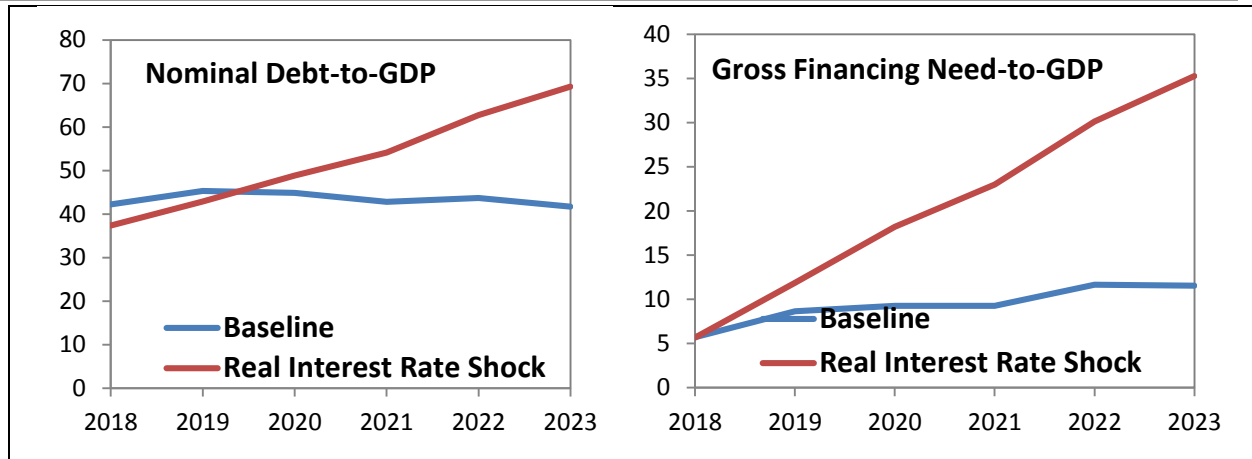
۴- شوک ترکیبی (Combined Macro-Fiscal Shock): اثرات همه شوک‌های بالا را در بر می‌گیرد.

در نمودار زیر نتایج مدل DSA تحت سناریوی‌های شوک رشد تولید ناخالص داخلی و شوک ترکیبی ارائه شده است. همانگونه که نتایج مدل نشان می‌دهد در شوک نرخ رشد تولید ناخالص داخلی، که در آن کاهش نرخ رشد به اندازه

۵۰ درصد انحراف معیار نرخ رشد در تاریخچه متغیر (۱۳۸۶-۱۳۹۶) در دو سال ابتدایی پروژه، اعمال می‌شود، وضعیت هر دو شاخص ($Debt/GDP$)، (GFN/GDP) در افق برنامه‌ریزی از آستانه هشدار عبور می‌کند و به ترتیب به سطوح بالای ۱۵۰ درصد و ۷۰ درصد می‌رسد. همچنین تحت سناریوی شوک ترکیبی نتایج مشابهی رخ می‌دهد و هر دو شاخص مزبور از آستانه هشدار عبور می‌کنند. حساسیت بالای نتایج مدل به رشد تولید ناخالص داخلی موجب می‌گردد که کاهش رشد تولید ناخالص داخلی واقعی باعث افزایش شدید شاخص‌های پایداری بدهی دولت گردیده و در سال‌های آینده به بروز چالش‌هایی در بازپرداخت اصل و فرع اوراق منجر شود.



برنامه ریزی برای انتشار اوراق بدهی با استفاده از الگوی تحلیل پایداری بدهی (DSA) با استفاده از مدل DSA



نمودار ۴- روند تغییرات شاخص‌های (Debt/GDP) و (GFN/GDP) در شرایط تحریم تحت سناریوی‌های شوک در طول سال‌های ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۲- درصد

ماخذ: بر اساس محاسبات مدل - امور اقتصاد کلان

جمع‌بندی و راه‌کارها

همانگونه که پیش‌از این گفته شد به‌رغم کنترل نسبی شاخص‌های استاندارد مدل *DSA* تحت سناریوی پایه (*Baseline*)، اجرای مدل در گزینه شرایط تحریمی، نشان می‌دهد که پایداری بدهی‌های دولت، از ناحیه شوک‌های مختلف - که در زمان وقوع دور جدید تحریم‌های اقتصادی محتمل هستند - به شدت آسیب پذیر است. این موضوع لزوم حساسیت هر چه بیشتر در خصوص عملکرد منابع و مصارف بودجه‌ای کشور را نشان می‌دهد. از طرف دیگر بالا بودن بیش از حد شاخص *Bond Spread* مدل *DSA* می‌باشد، مسبب بروز اختلالات زیادی در حفظ پایداری بدهی دولت می‌باشد. این امر نشانگر بالا بودن هزینه تأمین مالی از طریق اوراق بهادار برای دولت می‌باشد. بی‌شک این امر در بی‌نظمی‌های حاصل از اثرگذاری شوک‌های مختلف بر شاخص‌های پایداری بدهی دولت ایران مؤثر است. راهکارهای ذیل می‌تواند به بهبود روند پایداری بدهی دولت کمک نماید:

➤ شناسایی و متوقف نمودن موتورهای ایجاد بدهی دولت

در حال حاضر انبارهای از بدهی‌ها و معوقات دولت به صورت انباشته وجود دارد که به دلیل ایجاد تعهدات جدید، سالانه به مقدار آن اضافه می‌شود. در این میان تداوم روند انباشت بدهی به دلیل سود مطالبات از دولت می‌تواند به خطر بزرگی تبدیل شود. طراحی سامانه کنترل تعهدات دولت موضوع ماده (۵) آیین نامه اجرایی بند (ت) ماده (۸) قانون برنامه ششم توسعه، به منظور الزام به اخذ تأییدیه و رعایت سقف مجاز در ایجاد هرگونه تعهد جدید توسط دستگاه‌های اجرایی، راهکار مناسبی برای متوقف نمودن جریان ایجاد بدهی می‌باشد.

➤ اصلاح رابطه مالی دولت با بانک‌ها و صندوق‌های بازنشستگی

در حال حاضر بیش از ۱۲ درصد بدهی‌های دولت مربوط به بدهی به سازمان تأمین اجتماعی می‌باشد. این امر به عدم ایفای تعهدات دولت به سازمان تأمین اجتماعی مربوط می‌شود. لازم است در این خصوص میزان تعهدات مالی سالانه دولت به صندوق تأمین اجتماعی به صورت شفاف در لایحه بودجه سالانه ذکر شود. کاهش پلکانی سهم مشارکتی دولت در حق بیمه تأمین اجتماعی افراد، متناسب با افزایش حقوق آنها و نظارت دقیق بر کارگاه‌ها و صورت حساب‌های مالیاتی آنها در کاهش بار تعهدات دولت مؤثر است. کاهش سلطه مالی دولت بر سیستم بانکی در قالب حذف تدریجی تسهیلات تبصره‌ای و تکلیفی در قوانین بودجه سنواری و استفاده از ظرفیت عملیات بازار باز، می‌تواند به کاهش بدهی‌های دولت به شبکه بانکی

- این شاخص نشانگر تفاوت نرخ بازدهی اوراق با سررسید مشابه در کشور مورد نظر و کشور آمریکا (یا آلمان) می‌باشد. حد آستانه حساسیت برای این شاخص ۲ درصد و آستانه هشدار ۶ درصد است. به نقل از ماخذ زیر:

برنامه ریزی برای انتشار اوراق بدهی با استفاده از الگوی تحلیل پایداری بدهی (DSA) با استفاده از مدل DSA

بیانجامد. این امر مستلزم اوراق بهادار سازی بخشی از مطالبات بانکها و همچنین صندوقهای بازنشستگی از دولت می باشد.

- مدیریت بازار بدهی و بازار سرمایه در راستای کاهش تدریجی نرخهای بازدهی اوراق و حرکت به سمت انتشار اوراق بلندمدت به جای کوتاه مدت
- استفاده از ظرفیت اوراق ارزی
- استفاده از ظرفیت قانون رفع موانع تولید در تهاثر بدهی های دولت و همچنین بهره گیری مناسب از اوراق تسویه خزانه در چارچوب تهاثر چهارجانبه اوراق بند (و) تبصره (۵) قانون بودجه سال ۱۳۹۷ و ۱۳۹۸
- ورود بانک مرکزی به عنوان بازارگردان بازار بدهی و استفاده از اوراق بدهی به عنوان ابزار سیاست پولی
- افزایش تدریجی سهم صندوقهای سرمایه گذاری در اوراق بازار بدهی
- تسهیل ورود سرمایه گذاران خارجی در خرید اوراق ریالی
- استفاده از منابع صندوق توسعه ملی به منظور توسعه بازار بدهی خرید اوراق
- بکارگیری روشهای نوین و کارآمد در اخذ مالیات و جلوگیری از فرار مالیاتی، صرفه جویی در هزینهها و رعایت بودجه ریزی مبتنی بر عملکرد

منابع

Ramos , Alberto, M. (1998) Government expendityre arrears: securitization and other souloutions, IMF working papers WP/70/98

Wyplosz, Charles (2011) Debt Sustainability Assessment: Mission Impossible. Review of Economics and Institutions 2(3)

بررسی لایحه بودجه سال ۱۳۹۵ کل کشور، تحلیل انتشار اوراق بهادار توسط دولت. (۱۳۹۴). دفتر مطالعات اقتصادی مرکز پژوهش‌های مجلس.

قضاوی، حسین و بازمحمدی، حسین (۱۳۸۹) عملیات بازار باز در چارچوب بانکداری بدون ربا، مطالعه موردی اسناد خزانه اسلامی. پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی.

گرمایی، ابوالفضل (۱۳۹۷) برنامه ریزی برای انتشار اوراق بدهی دولت در طول سال‌های برنامه ششم توسعه با استفاده از مدل DSA. امور اقتصاد کلان سازمان برنامه و بودجه کشور.

مصطفی پور، منوچهر (۱۳۹۵) نگاهی به روش‌ها و ابزارهای تأمین مالی با تاکید بر بازار بدهی. مجله اقتصادی. شماره ۷ و ۸، صفحات ۳۲-۱۷.

- وحدانیان، مجتبی (۱۳۹۵) بررسی بازار بدهی در ایران و جهان. امور اقتصاد کلان سازمان برنامه و بودجه کشور

<https://www.mporg.ir>

- سایت سازمان برنامه و بودجه کشور

<https://www.seo.ir>

- سایت سازمان بورس و اوراق بهادار

<https://www.ifb.ir>

- سایت شرکت فرابورس ایران