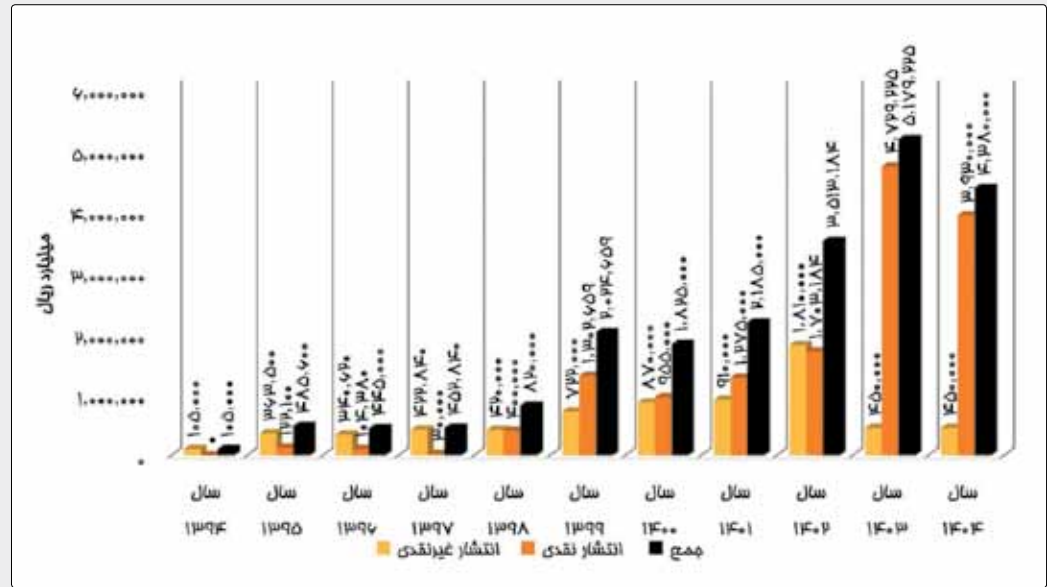
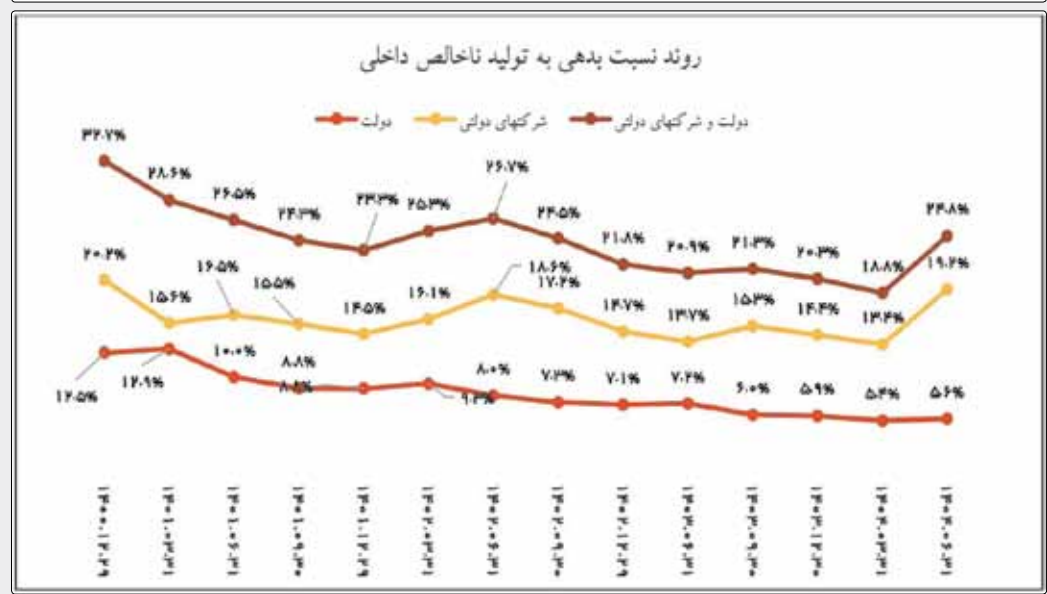
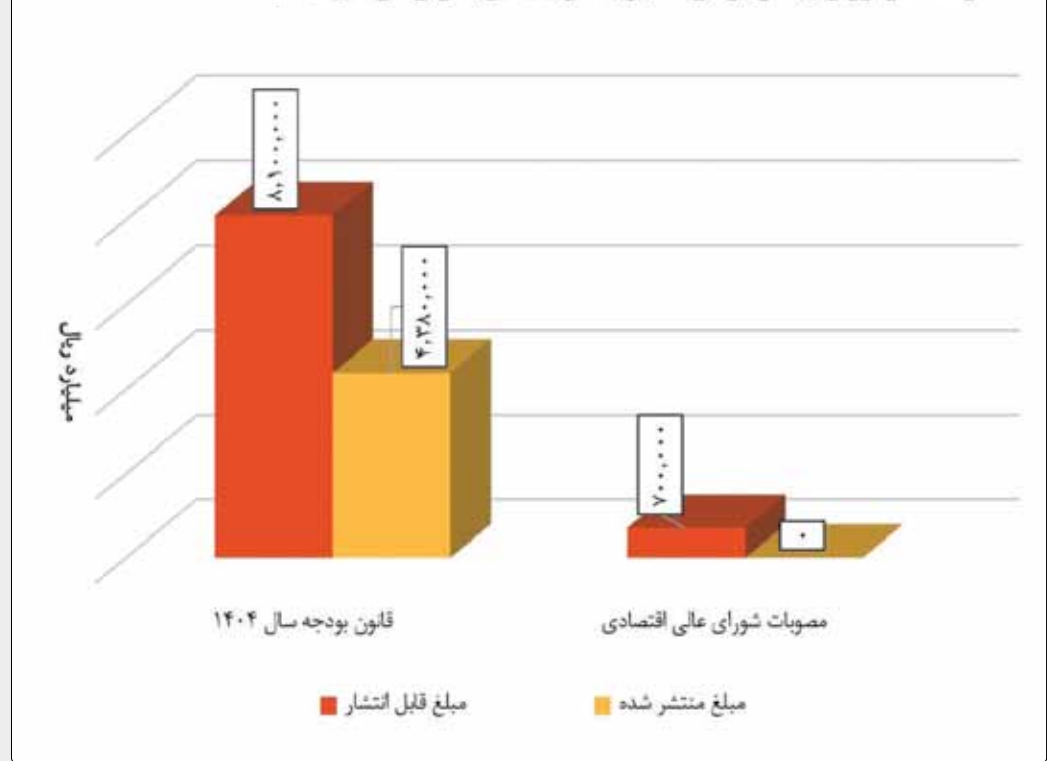




عملکرد انتشار اوراق بهادار دولتی مطابق با ظرفیت‌های قانونی در سال ۱۴۰۴



ناکارآمد به سمت هزینه‌های توسعه‌ای، اصلاح نظام حقوق و دستمزد و بازنگری در یارانه‌های پنهان، در کنار گسترش پایه مالیاتی و محدودکردن معافیت‌های غیرهفمند می‌تواند به پایداری بودجه کمک کند. تا زمانی که تصویر شفافی از بدهی‌ها، تعهدات آتی و وضعیت واقعی شرکت‌های دولتی، صندوق‌ها و بانک‌های وابسته به دولت وجود نداشته باشد، صحبت از حل ریشه‌ای ناترازی بودجه بیشتر شبیه آرزو است تا برنامه. گزارشگری مالی منظم، شفاف و قابل اتکای بخش عمومی، پیش‌نیاز هر اصلاح پایدار است. استقلال بانک مرکزی بدون پاسخگویی می‌تواند خود به کانونی برای تصمیمات غیرشفاف تبدیل شود اما بدون حدی از استقلال، توانایی این نهاد برای مقاومت در برابر فشارهای مالی و سیاسی از بین می‌رود. چارچوبی که در آن اهداف (مثلاً کنترل تورم) شفاف باشد، ابزارها در اختیار بانک مرکزی قرار گیرد و در عین حال این نهاد ملزم به گزارش‌دهی منظم، شفاف و قابل ارزیابی به افکار عمومی و نهادهای منتخب باشد، می‌تواند تا حدی توازن مناسبی ایجاد کند. نمی‌توان انتظار داشت سیاست پولی انقباضی، در کنار سیاست مالی انبساطی و کسری‌زا، به کاهش پایدار تورم منجر شود. هماهنگی واقعی، نه در جلسات رسمی، بلکه در عمل و در تنظیم تصمیمات باید به گونه‌ای باشد که پیام سیاست مالی، پیام سیاست پولی را خنثی نکند. این یعنی دولت در دوره‌هایی که بانک مرکزی برای مهار تورم سیاست انقباضی اتخاذ می‌کند، باید از تشدید کسری بودجه پرهیز کند. تورم، تنها یک متغیر اقتصادی نیست؛ آینه‌ای است که کیفیت حکمرانی مالی و پولی کشور را منعکس می‌کند. تا زمانی که ناترازی‌های عمیق بودجه‌ای حل نشود و سیاست مالی از روی دوش سیاست پولی کنار نرود، هر بحثی درباره هدف‌گذاری تورم، اصلاح نظام بانکی یا ثبات نرخ ارز، روی زمینی سست بنا می‌شود. سلطه سیاست مالی بر سیاست پولی، در نهایت خودش را در کوچک شدن سفره مردم، نااطمینانی فعالان اقتصادی، فرسایش اعتماد عمومی و تضعیف ظرفیت رشد بلندمدت اقتصاد نشان می‌دهد.

۱- تورم مزمن و کاهش قدرت خرید تورم‌های دورقمی و مزمن، نه محصول یک بحران کوتاه، بلکه نتیجه سال‌ها زندگی با ناترازی مالی و پولی است. این تورم، در نهایت بیشترین فشار را بر طبقات حقوق‌بگیر، پس‌اندازهای کوچک و بنگاه‌های تولیدی وارد می‌کند که توان انتقال کامل افزایش هزینه‌ها به قیمت فروش را ندارند. ۲- بی‌ثباتی فضای سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذار، چه داخلی و چه خارجی، پیش از هر چیز به ثبات و پیش‌بینی‌پذیری نیاز دارد. وقتی تورم، نرخ ارز و نرخ بهره، تحت تأثیر ناتوانی در مهار کسری بودجه دچار نوسان‌های شدید می‌شود، افق برنامه‌ریزی کوتاه و تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری بلندمدت بسیار دشوار می‌شود. ۳- عدم دسترسی به اعتبار و منابع در شرایط سلطه مالی، دسترسی به منابع ارزان‌قیمت (چه در قالب وام بانکی، چه تسهیلات تکلیفی و چه اوراق) خود به نوعی رانت تبدیل می‌شود. بنگاه‌هایی که به این منابع نزدیک‌ترند، از تورم منتفع می‌شوند و سایرین سهم بیشتری از هزینه تورم را می‌پردازند. نتیجه این روند، تشدید نابرابری و انحراف منابع از فعالیت‌های مولد به سمت فعالیت‌های غیرمولد و سفته‌بازی است. مسیر برون‌رفت از سلطه مالی برون‌رفت از وضعیت سلطه مالی، نسخه‌ای ساده و کوتاه‌مدت ندارد اما چند جهت‌گیری کلیدی را می‌توان برشمرد. بدون یک چارچوب روشن برای پایداری مالی مثل قواعد مالی که سقف کسری بودجه، نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی یا رشد هزینه‌های جاری را محدود کند، هر سال بحث اصلاحات بودجه‌ای مطرح می‌شود و هر سال هم در برابر فشارهای کوتاه‌مدت عقب‌نشینی می‌کند. یک قاعده مالی قوی، البته به شرط پایبندی واقعی، می‌تواند افق سیاست مالی را از یک‌ساله به چندساله تغییر دهد. کاهش ناترازی بودجه فقط به معنی کوچک‌کردن عدد کسری نیست؛ ترکیب هزینه‌ها و درآمدها اهمیت بیشتری دارد. جابه‌جایی تدریجی از هزینه‌های جاری

بودجه تکرار می‌شود و هر سال هم نهایتاً بخشی از آن با ابزارهای پولی پوشش داده می‌شود، بتدریج باور می‌کنند تورم بالا یک واقعیت پایدار است. در این فضا حتی اگر بانک مرکزی اعلام کند قصد کنترل تورم را دارد، کسی این وعده را جدی نمی‌گیرد، چرا که می‌داند در نخستین پیچ سخت مالی، باز هم سیاست پولی زیر سایه سیاست مالی قرار خواهد گرفت. این بی‌اعتباری، خودش به تقویت انتظارات تورمی دامن می‌زند. وقتی تورم ناشی از ناترازی بودجه بالا می‌رود و سیاست پولی هم در مهار آن موفق نیست، نرخ بهره حقیقی (نرخ سود اسمی منهای تورم) منفی می‌شود. در چنین شرایطی، نگه داشتن پول در قالب سپرده بانکی به معنای از دست دادن قدرت خرید است. طبیعی است مردم و بنگاه‌ها برای حفظ ارزش دارایی‌های خود به بازارهای موزای مثل ارز، طلا، مسکن و سهام هجوم می‌برند. پیامد این وضعیت، جهش‌های دوره‌ای قیمت دارایی‌ها، بی‌ثباتی بازارها و تعمیق احساس نااطمینانی در جامعه است. ■ بانک مرکزی زیر سایه بودجه یکی از نتایج مهم سلطه مالی این است که استقلال بانک مرکزی از معنای واقعی خود تهی می‌شود. استقلال بانک مرکزی فقط یک عبارت در قانون نیست؛ یعنی این نهاد بتواند در مقابل فشارهای مالی کوتاه‌مدت مقاومت کند و سیاست پولی را بر اساس اهداف میان‌مدت و بلندمدت طراحی کند اما وقتی هر تصمیم سخت پولی از افزایش نرخ بهره بهره گرفته تا محدودکردن رشد ترازنامه بانک‌ها - بلافاصله با این سوال مواجه می‌شود که «آثارش بر هزینه‌های تأمین مالی دولت چیست؟»، عملاً بانک مرکزی در تنگنایی میان ثبات قیمت‌ها و تأمین مالی دولت گرفتار می‌شود. در نهایت هم در بسیاری موارد، کفه دوم سنگین‌تر می‌شود، چرا که هزینه کوتاه‌مدت ناتوانی در تأمین مالی بودجه، برای سیاست‌گذار قابل لمس‌تر از هزینه بلندمدت تورم است. ■ پیامدهای ماندگاری سلطه مالی اگر سلطه سیاست مالی بر پولی به یک وضعیت پایدار تبدیل شود، چند پیامد مهم و ماندگار به دنبال دارد:

وقتی کنترل تورم قربانی تأمین مالی دولت می‌شود

مالیاتی محدود، فرار مالیاتی بالا و وابستگی درآمدها به منابع ناپایدار، فضای زیادی برای افزایش درآمدها باقی نگذاشته است. در چنین وضعیتی، دولت عملاً ۳ راه بیشتر ندارد: ۱- استقراض از مردم و بازار سرمایه ۲- فروش دارایی و خصوصی‌سازی (بویژه در سال‌های فشار مالی) ۳- در نهایت، استقراض مستقیم و غیرمستقیم از بانک‌ها و بانک مرکزی وقتی راه اول و دوم به دلایل مختلف سیاسی، اجتماعی یا ساختاری محدود باشد، فشار بر راه سوم زیاد می‌شود و اینجاست که سیاست مالی، سکان سیاست پولی را هم در دست می‌گیرد. این ناترازی‌ها در عمل دولت را به بزرگ‌ترین وام‌گیرنده اقتصاد تبدیل می‌کند. وقتی دولت نتواند این کسری را از طریق مالیات‌گیری عادلانه، صرفه‌جویی در هزینه‌ها یا اصلاح ساختار درآمدی جبران کند، فشار به شبکه بانکی و بانک مرکزی منتقل می‌شود؛ یعنی چیزی که در ظاهر عملیات پولی است اما در باطن تأمین مالی کسری بودجه است. وقتی دولت یا شرکت‌های وابسته به آن، به شکل مستقیم یا از طریق شبکه بانکی، از بانک مرکزی تأمین مالی می‌شوند، پایه پولی افزایش می‌یابد. افزایش پایه پولی، اگر با رشد تولید و بهره‌وری همراه نباشد، دیر یا زود به تورم بالاتر منجر می‌شود. سلطه مالی فقط به معنای برداشت مستقیم از بانک مرکزی نیست. گاهی دولت از بانک‌ها می‌خواهد اوراقش را بخرند، مطالباتش را تحمل کنند یا منابع خود را به طرح‌های تکلیفی اختصاص دهند. نتیجه این است که بانک‌ها برای جبران ناترازی خود یا دست به اضافه‌برداشت می‌زنند، یا به خلق بی‌ضابطه اعتبار، ترازنامه‌شان را بزرگ می‌کنند. این فرایند، به صورت پنهان، همان اثری را دارد که تأمین مستقیم کسری بودجه از بانک مرکزی دارد: رشد نقدینگی و تورم. ■ افزایش انتظارات تورمی و بی‌اعتبار شدن سیاست پولی وقتی فعالان اقتصادی می‌بینند هر سال بحث کسری

سال‌هاست در ادبیات اقتصادی کشور، واژه‌هایی مثل «کسری بودجه»، «چاپ پول» و «تورم مزمن» تکرار می‌شود اما شاید یکی از مفاهیم کلیدی که زیر پوست این واقعیت‌ها پنهان است و کمتر به زبان ساده دربارش گفت‌وگو شده، مفهوم «سلطه سیاست مالی بر سیاست پولی» باشد. در نظریه اقتصادی، سیاست مالی و سیاست پولی ۲ بازوی متفاوت حکمرانی اقتصادی‌اند. دولت از طریق سیاست مالی یعنی بودجه، مالیات، هزینه‌ها و یارانه‌ها سعی می‌کند رشد اقتصادی، اشتغال و توزیع درآمد را مدیریت کند. بانک مرکزی هم از طریق سیاست پولی یعنی کنترل پایه پولی، نرخ بهره، مدیریت نقدینگی و نظارت بر شبکه بانکی، مسؤول حفظ ثبات قیمت‌ها و پایداری نظام مالی است. روی کاغذ، این ۲ حوزه باید از یکدیگر مستقل باشند؛ به این معنا که دولت نتواند هر زمان که خواست برای جبران کسری بودجه، بانک مرکزی را وادار به خلق پول کند و بانک مرکزی نیز نتواند با نگاه تخصصی و غیرسیاسی، هدف کنترل تورم و ثبات مالی را دنبال کند اما در بسیاری از اقتصادهای در حال توسعه، از جمله کشور ما، این تفکیک تنها در متن قانون باقی می‌ماند و در عمل، بودجه دولت چنان بر تصمیمات پولی سایه می‌اندازد که عملاً بانک مرکزی به «حسابدار کسری بودجه» تقلیل می‌یابد. این همان چیزی است که آن را «سلطه مالی» می‌نامند. ■ سلطه مالی یعنی چه؟ به زبان ساده، سلطه سیاست مالی بر سیاست پولی یعنی اینکه اولویت اصلی سیاست‌گذار، تأمین مالی بودجه دولت است، نه کنترل تورم و ثبات پولی. در چنین شرایطی، بانک مرکزی ولسو اینکه روی کاغذ مستقل باشد، در عمل مجبور است سیاست پولی خود را با نیازهای مالی دولت هماهنگ کند. تصور کنید دولت سال‌هاست با کسری ساختاری بودجه روبه‌رو است؛ هزینه‌های جاری کاهش‌ناپذیر، تعهدات بازنشستگی، یارانه‌های پنهان و آشکار، زبان انباشته برخی شرکت‌های دولتی و تکالیف مختلفی که روی دوش بودجه گذاشته شده است. از آن طرف، پایه