



مرکز پژوهش‌های اتاق ایران

## توصیه‌های صندوق بین‌المللی پول برای مدیریت نقدینگی دولت‌ها در شرایط مضیقۀ مالی – بودجه‌ای



ناشر:

صندوق بین‌المللی پول (IMF)

تاریخ انتشار:

۲۹ آوریل ۲۰۲۰

ترجمه: فرناز صفدری

اردیبهشت‌ماه ۱۳۹۹

در شرایط کاهش درآمدها و محدود شدن دسترسی به بازارهای مالی در اثر شیوع کرونا، دولت‌ها با چالش تأمین منابع مالی مورد نیاز برای مخارج اضطراری مرتبط با کووید-۱۹ مواجه هستند. برای اطمینان از کافی بودن نقدینگی برای ایفای تعهدات مالی دولت، یک رویکرد چند جانبه در مدیریت وجوه نقدی مورد نیاز است. از این رو، صندوق بین‌المللی پول با هدف کمک به کشورها در پاسخگویی به ضرورت‌های برخاسته از کووید-۱۹ توصیه‌هایی را منتشر کرده است که دولت‌ها به کمک آنها می‌توانند نقدینگی خود را در شرایط بحران مدیریت کنند. در واقع، هدف از مدیریت وجوه نقد دولت، کمک به اجرای هموار بودجه حتی در شرایط بحران است. برای این منظور، در بخش نخست گزارش ۴ راهکار جهت مدرن سازی مدیریت وجوه نقد از سوی صندوق بین‌المللی پول توصیه شده است که دولت‌ها را قادر می‌سازد چالش‌های مالی و بودجه‌ای خود را در شرایط مواجهه با بحران کووید-۱۹ مدیریت کنند. این ۴ راهکار عبارتند از: ۱- تمرکز وجوه درآمدی دولت در حساب واحد خزانه، به معنای تجمیع و کاهش پراکندگی حساب‌های دولتی؛ ۲- پیش‌بینی نقدینگی دولت؛ ۳- مدیریت تراز عملیاتی دولت؛ ۴- تقویت ترتیبات نهادی و سازمانی. علاوه بر این موارد، به منظور اطمینان از دسترسی به موقع دولت به منابع تأمین مالی و کاهش ریسک تأمین مالی مجدد بدهی‌های موجود، لازم است هماهنگی بین اداره‌کنندگان وجوه نقد و بدهی‌های دولت تقویت شود که راهکارهای آن ذیل بخش دوم گزارش تشریح شده است. بنابر توصیه‌های صندوق بین‌المللی پول، دولت‌ها در کشورهای در حال توسعه می‌توانند از فرصت بحران استفاده کنند و با اصلاح مدیریت نقدینگی خود به منافع پایدار در میان مدت دست یابند.

### نخست) چالش‌های اصلی مدیریت نقدینگی دولت و راهکارهای صندوق بین‌المللی پول

نقش مدیریت نقدینگی دولت، کمک به هموارسازی اجرای بودجه دولت حتی در شرایط بحران است. در شرایط بحران، دولت باید وجوه نقدی خود را به گونه‌ای مدیریت کند که بتواند به طور همزمان با افت درآمدها، مخارج اضطراری‌اش را افزایش دهد و از عهده تأمین مالی مخارج مرتبط با بحران برآید. وظیفه اصلی افرادی که مدیریت وجوه نقد دولت را بر عهده دارند، تضمین در دسترس بودن نقدینگی کافی برای پرداخت تعهدات مالی دولت در موعد مقرر است. اما اجرای این وظیفه در زمان مواجهه با بحران، با چالش‌های متعددی همراه است که برخی از آنها در زیر ذکر شده‌اند:

- شناسایی و برآورد تأثیر بحران بر عملیات جاری دولت و تأثیر پاسخ‌های سیاستی مختلف بر آن.
- تخمین روزانه وضعیت تراز عملیاتی<sup>۲</sup> و الزامات مرتبط با جریان‌های نقدی دولت.
- یافتن منابع نقدی برای پاسخگویی به افزایش نیاز به نقدینگی در شرایطی که بازارهای مالی تحت فشار هستند.

<sup>۱</sup> - با توجه به ناهم‌زمانی و عدم توزیع یکنواخت یا هموار (Smooth) درآمدها و مخارج دولت در طول یک سال مالی، اجرای بودجه حتی در شرایط عدم وجود ناترازی، به صورت هموار صورت نمی‌گیرد و این امر به کسری یا مازاد موقت نقدینگی دولت می‌انجامد. لذا، مدیریت نقدینگی دولت می‌تواند امکان هموارسازی منابع و مصارف دولت و اجرای بودجه را فراهم کند.

<sup>۲</sup> - وضعیت تراز عملیاتی دولت (Cash Balance Position)، معیاری از ثبات عملیات جاری دولت است که از تفاضل پرداخت‌های هزینه‌ای از درآمدهای دولت به دست می‌آید.

در ادامه، ۴ راهکار مدیریت مدرن نقدینگی برای پاسخگویی به چالش‌های فوق تشریح شده است که دولت‌ها می‌توانند از آنها در راستای مدیریت وجوه نقد خود استفاده کنند: ۱- تمرکز وجوه درآمدی دولت در حساب واحد خزانه، به معنای جمع و کاهش پراکندگی حساب‌های دولتی؛ ۲- پیش‌بینی نقدینگی دولت؛ ۳- مدیریت تراز عملیاتی دولت؛ ۴- تقویت ترتیبات نهادی و سازمانی.

هدف دولت در این زمینه باید بهره‌برداری از تمام منابع موجود نقدینگی به بهترین وجه باشد. البته، بدیهی است که کشورها باید با توجه به ظرفیت و شرایط داخلی خود، از میان راهکارهای پیشنهادی بر مواردی متمرکز شوند که برای آنها عملیاتی‌تر است. کشورهایی که در مراحل اولیه توسعه قرار دارند نیز می‌توانند گام‌هایی در راستای بهبود مدیریت وجوه نقد در شرایط بحران بردارند. بحران این فرصت را برای کشورها فراهم می‌کند تا با انجام اصلاحات ساختاری، منافع پایداری را در میان مدت به دست آورند.

### ۱) جمع‌آوری درآمدهای دولت در حساب واحد خزانه:

جمع‌آوری درآمدهای دولت یا استقرار حساب تمرکز وجوه درآمدی دولت<sup>۲</sup>، به معنای جمع‌آوری کلیه وجوه واریزی به حساب‌های دولت در حساب واحد خزانه<sup>۳</sup> است. این امر کمک می‌کند منابع مالی دولت به طور متمرکز در اختیار خزانه‌داری قرار بگیرد تا در شرایط مضیق مالی و بودجه‌ای به بهترین شکل مصرف شود. متمرکز کردن حساب‌های دولت و ایجاد یک ساختار حساب واحد خزانه، امر نظارت و کنترل جریان‌ات و مانده‌های نقدی را برای دولت‌ها در مقاطع بحرانی تسهیل می‌کند و کشورهایی که اقدام به گسترش دامنه پوشش حساب واحد خزانه و کاهش حساب‌های مازاد خود می‌کنند، در واقع کمک می‌کنند جریان نقدی با سرعت بیشتری در سیستم گردش پیدا کند. با این حال، بسیاری از دولت‌ها از حساب‌های بانکی متعددی برای وزارتخانه‌ها، دستگاه‌های اجرایی و نهادهای فرابودجه‌ای استفاده می‌کنند که خارج از کنترل خزانه‌داری هستند.

### اقدامات پیشنهادی در راستای جمع‌آوری درآمدهای دولت در کوتاه‌مدت:

- به خزانه‌داری باید این اختیار داده شود تا اقدامات لازم برای جمع‌آوری وجوه درآمدی و وصول شده توسط وزارتخانه‌ها، دستگاه‌های اجرایی دولت و نهادهای فرابودجه‌ای را در حساب واحد خزانه یا حساب تمرکز وجوه درآمدی دولت انجام دهد.
- شناسایی مانده حساب‌های عمده دولت که خارج از حساب واحد خزانه یا حساب تمرکز وجوه درآمدی دولت نگهداری می‌شوند. در ادامه این امر، ارسال بخشنامه از طرف خزانه‌داری به بانک‌ها در راستای آگاهی‌سازی در خصوص مانده چنین حساب‌هایی که باید به حساب اصلی دولت منتقل شوند.

<sup>۲</sup> Cash Consolidation

<sup>۳</sup> Treasury Single Account (TSA)

- کشورهای فاقد ساختار حساب واحد خزانه هم باید بر سطح کلی مانده حساب‌های تجمیع شده دولت نظارت داشته باشند. این امر به شناسایی منابع و نیازهای دستگاه‌های دولتی کمک می‌کند. نهادهایی که در حساب‌های بانکی خود منابع نقدی کافی دارند می‌توانند در وهله نخست به استفاده از منابع خود هدایت شوند.
- کشورهای فاقد ساختار حساب واحد خزانه باید در صورت امکان، طی مشورت با بانک مرکزی نسبت به تجمیع و تمرکز مانده حساب‌های دولت نزد بانک‌های تجاری، در حساب اصلی دولت اقدام نمایند. برای نمونه، کشورها می‌توانند تمهیداتی را در ارتباط با انتقال اصطلاحاً شبانه‌مانده حساب‌های دولت در بانک‌های تجاری به حساب اصلی خزانه‌داری نزد بانک مرکزی انجام دهند. البته، فرآیند انتقال حساب‌ها مستلزم بسته شدن حساب‌های بانکی مستقل که کماکان در نقل و انتقالات مالی کاربرد دارند نیست. از طرف دیگر، بانک مرکزی باید تأثیر چنین تمهیداتی را بر وضعیت نقدینگی نظام بانکی در نظر بگیرد.
- کشورهایی که از نظام بانکی مدرنی برخوردار نیستند و به دلیل عدم وجود فناوری‌های پیشرفته بانکی، نمی‌توانند مدیریت وجوه نقد را به طور متمرکز و تجمیع‌شده انجام دهند، می‌توانند از طریق ایجاد خطوط اعتباری با سایر بانک‌ها به ارائه خدمات عمومی اساسی، بدون وقفه و اختلال بپردازند.
- خزانه‌داری باید ضمن مشورت با شرکت‌های دولتی، صندوق‌های بازنشستگی و نهادهای فرابودجه‌ای که دارای حجم بالای سپرده‌های راكد هستند، نسبت به ایجاد ترتیباتی در این نهادها برای اعطای وام‌های کوتاه‌مدت به متقاضیان از محل سپرده‌های راكد اقدام نماید.
- در بحران کنونی، چندین کشور (از جمله: گابن، غنا، نیجریه و کنیا) صندوق‌های پاسخ‌گویی اضطراری به بحران<sup>۵</sup> ایجاد کرده‌اند که با پذیرش کمک‌های مالی، منابع جمع‌آوری‌شده را به مخارج ضروری تخصیص می‌دهند. این صندوق‌ها به طور ایده‌آل باید به عنوان حساب فرعی حساب واحد خزانه و تحت نظارت خزانه‌داری فعالیت کنند تا خزانه‌داری بتواند بر دسترس کلی دولت به وجوه نقد نظارت داشته باشد. در هر صورت، سابداری کلیه وجوه دریافتی و هزینه‌کرد اعتبارات باید تحت قوانین و مقررات مدیریت مالی عمومی صورت بگیرد و مشمول نظارت‌های سختگیرانه و گزارش‌دهی مالی باشد.
- بهتر است از افتتاح هرگونه حساب بانکی جدید برای دریافت وجوه و کمک‌های اعطایی مرتبط با مدیریت بحران، خارج از حساب واحد خزانه اجتناب گردد. ایجاد حساب‌های متعدد به معنای جزیره‌ای کردن کارکرد مدیریت وجوه نقد دولت و مختل ساختن امر نظارت بر مانده وجوه نقدی است.
- در صورت لزوم، باید به بانک‌هایی که سپرده‌های مالیاتی و سایر درآمدهای دولت را دریافت می‌کنند دستور داده شود که این درآمدها را در اسرع وقت به حساب واحد خزانه (یا حساب اصلی تعیین شده) انتقال دهند تا برای استفاده خزانه‌داری در دسترس قرار گیرد.
- خزانه‌داری باید به دقت بر تغییرات حساب واحد خزانه (در لحظه یا نهایتاً به صورت روزانه) نظارت کند. در صورت نیاز، خزانه‌داری باید بانک مرکزی را ملزم به دسترسی آنلاین خزانه‌داری به حساب(های) خود و یا در غیر این صورت، ارائه گزارش در پایان روز نماید.

<sup>۵</sup> overnight

<sup>۶</sup> - emergency response fund

## ۲) پیش‌بینی نقدینگی دولت<sup>۷</sup>

پیش‌بینی‌های قابل اطمینان و به‌موقع از وجوه نقدی دولت، اهمیت کلیدی در مدیریت جریانات نقدی دولت دارد. با توجه به افزایش نوسانات در درآمدها و مخارج دولت (به‌واسطه شیوع ویروس کووید-۱۹) و نااطمینانی در خصوص پرداخت مخارج اضطراری، پیش‌بینی مطمئن وجوه نقدی دولت امر چالش برانگیزی خواهد بود. از میان دو روش پیش‌بینی رایج، پیش‌بینی‌های از بالا به پایین<sup>۸</sup> فاقد فرضیات معتبر هستند. به عبارتی، الگوهای پیشین هزینه و درآمد دولت ممکن است معیار خوبی برای پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی نباشند. استراتژی دولت باید جمع‌آوری اطلاعات از پایین به بالا<sup>۹</sup> به صورت روزانه یا هفتگی باشد. البته، ارتباطات رسمی دستگاه‌های اجرایی و تأخیرهای احتمالی، بر کارایی این فرآیند اثرگذار خواهد بود.

### اقدامات پیشنهادی در راستای پیش‌بینی نقدینگی دولت در کوتاه‌مدت:

- تمرکز بر تأثیر سیاست مالی بر جریان نقدی کوتاه‌مدت و تحولات کلان اقتصادی، البته، در هماهنگی با بودجه وزارت امور اقتصادی و دارایی، واحدهای تحلیل کلان مالی و نهاد وصول درآمدهای دولت.
- شناسایی نهادهای اصلی همکار (مانند: وزارت امور اقتصادی و دارایی، دفتر ریاست جمهوری یا نخست وزیر) به منظور کسب اطلاعات به‌موقع از این نهادها در خصوص هر گونه تأمین مالی اضطراری (برای نمونه، از طرف شرکای توسعه‌ای) و/یا تسهیل بدهی، در راستای بالا بردن دقت پیش‌بینی‌های بالا به پایین.
- ایجاد کانال‌های ارتباطی مستقیم (و در صورت نیاز، غیر رسمی) با نهادهای اصلی مرتبط با مخارج حاکمیتی دولت –تأمین‌کننده کالاهای عمومی نظیر بهداشت و سلامت) و سایر بخش‌هایی که عهده‌دار هزینه‌های اضطراری هستند- و نهادهای وصول‌کننده درآمدهای دولت که پس از استقرار چنین کانال ارتباطی باید برنامه یا پیش‌بینی‌های نقدینگی دولت را بر مبنای آن به‌سرعت به‌روزرسانی نمود. افرادی که در خزانه‌داری مسؤلیت پیش‌بینی جریان‌های نقدی دولت را به عهده دارند باید به‌طور روزانه یا هفتگی با هم‌تایان خود در نهادهای مذکور در ارتباط باشند. همچنین، توجه خاصی باید به رقم‌های بزرگ در جریان‌های نقدی شود، به‌ویژه جریانات نقدی مرتبط با موارد اضطراری که باید در محل درست خود هزینه شوند.
- در صورت لزوم، اداره‌کنندگان وجوه نقدی دولت باید افق پیش‌بینی نقدینگی را به کوتاه‌ترین زمان مورد نیاز برای فروش اسناد خزانه و استفاده از سایر ابزارهای بدهی که برای تراز کردن بخش درآمدی دولت لازم هستند، تقلیل دهند. در بیشتر موارد، افق پیش‌بینی ۴ الی ۶ هفته‌ای برای نیازهای فوری کفایت می‌کند، اما اداره‌کنندگان نقدینگی دولت باید فشارهایی را که ممکن است در بازه زمانی بلندتری رخ دهند در نظر داشته باشند.
- به‌روزرسانی پیش‌بینی مجموع نقدینگی دولت بر اساس جریانات نقدی ورودی و خروجی حساب واحد خزانه (یا مانده حساب اصلی خزانه‌داری) و اطلاعات جدید از سطح پایین به بالا، در پایان هر روز.

7- Cash Forecasting

۸ Top-down Forecasts

۹- Bottom-top Forecasts

- توسعه سناریوهای مختلف که بر مبنای آن بتوان تصمیم‌سازی کرد. در فضای نااطمینانی، علاوه بر سناریوی مبنا، سناریوی بدترین حالت باید با در نظر گرفتن تأخیر در تأمین مالی و ایجاد اختلال در وصول منابع درآمدی تدوین شود تا پیامدهای احتمالی و راهکارهای پیش رو مورد تجزیه و تحلیل قرار گیرد.
- سناریوهای پیش‌بینی جریان نقدی باید احتمال به اجرا درآمدن تعهدات مشروط و محتمل الوقوع را نیز در نظر بگیرند. افرادی که مدیریت بدهی دولت را بر عهده دارند باید در مورد برنامه زمان‌بندی پرداخت وام‌های تضمین‌شده در کوتاه‌مدت و احتمال تقاضا برای حمایت دولت از طرف مراجع ذی‌نفع را در سناریوهای خود لحاظ کنند. قراردادهای بزرگ مشارکت دولت و بخش خصوصی باید مورد بازنگری قرار گیرند تا تعهدات احتمالی و پیش‌بینی‌نشده دولت در آنها شناسایی شود. به همین ترتیب، نوسانات نرخ ارز باید در پیش‌بینی بازپرداخت بدهی‌های ارزی دولت مورد توجه قرار گیرد.
- پیش‌بینی وجوه نقدی را باید به طور روزانه (یا هفتگی) با دفتر بودجه‌ریزی، بخش مدیریت بدهی دولت و بانک مرکزی به بحث و بررسی گذاشت و در کنار آن، شرح مختصری از تغییرات اساسی رخ داده از زمان پیش‌بینی قبلی ارائه نمود.
- موجودی نقدی دولت باید به‌دقت پایش شود و دلایل بروز خطا در پیش‌بینی‌ها بررسی گردد. نتایج این بررسی‌ها باید در پیش‌بینی‌های دوره بعدی مورد توجه قرار گیرد. در صورت لزوم، باید با وزارتخانه‌های همکار مشورت شود. شناخت علل بروز انحراف (اعم از تغییر مستمر الگوی هزینه‌ها یا تغییر زمانی جریان نقدی) در شرایط مضیقۀ مالی و بودجه‌ای دولت ضروری است تا بتوان بر مبنای آن پیش‌بینی‌ها را به طور واقعی به‌روز کرد. استفاده از ارتباطات غیررسمی به هنگام دریافت مشاوره از نهادهای همکار، می‌تواند به کسب اطلاعات به‌موقع کمک کند.

### ۳) مدیریت تراز عملیاتی دولت<sup>۱۱</sup>

مدیریت تراز عملیاتی دولت باید در جهت تراز ننگه داشتن حساب واحد خزانه صورت گیرد. استراتژی دولت باید استفاده حداکثری از منابع موجود و توجه به هزینه‌ها و ریسک‌ها باشد.

#### اقدامات پیشنهادی در راستای مدیریت تراز عملیاتی دولت در کوتاه‌مدت :

- ایجاد (یا گسترش) خطوط اعتباری با بانک‌ها و امکان استفاده از تسهیلات اضافه برداشت با بانک مرکزی بررسی شود. چنین تمهیداتی می‌تواند از فشار بر اداره‌کنندگان وجوه نقد بکاهد، اما استفاده از آن باید به مدیریت کمبود موقت منابع نقدی منحصر شود و نباید به عنوان منبع تأمین مالی کسری بودجه مورد استفاده قرار گیرد. چنین تسهیلاتی باید دارای سقف استفاده و محدودیت زمانی باشند.
- سپر نقدی (یا سپر نقدینگی) دولت باید مورد ارزیابی مجدد قرار گیرد. سپر نقدی دولت، ابزاری برای ایمن ننگه داشتن دولت در برابر نوسانات جریان نقدی است. پس از بحران مالی جهانی، تعدادی از دولت‌ها به استفاده بیشتر از

<sup>۱۲</sup> Contingent Liabilities

<sup>۱۳</sup> Management of Cash Balances

<sup>۱۴</sup> Cash Buffer

سپر نقدی سوق پیدا کردند. افزایش نوسانات جریان وجوه نقدی و سخت‌تر شدن شرایط بازار، ضرورت توجه به سپر نقدی را برجسته کرده است. در بحران فعلی کووید-۱۹، مسؤولان مدیریت نقدینگی دولت باید تأثیر احتمالی این بحران را بر وضعیت نقدینگی دولت به دقت بسنجند تا بتوانند در مورد سطح مناسب سپر نقدی و میزان کسری یا مازاد آن به عنوان بخشی از سیاست مالی دولت تصمیم‌گیری کنند. تقویت استفاده از سپرهای نقدی برای دولت‌هایی که ظرفیت پیش‌بینی نقدینگی در آنها ضعیف‌تر است و دسترسی کم‌تری به بازارهای پول دارند اهمیت ویژه‌ای دارد. سپر نقدی باید بخشی از حساب واحد خزانه یا سپرده‌های دیداری خزانه‌داری نزد بانک مرکزی باشد.

- کشورهایی که دارای صندوق ذخیره احتیاطی<sup>۱۳</sup> هستند می‌توانند با بررسی منابع موجود در این صندوق‌ها، نسبت به میزان برداشت و زمان استفاده دولت از آنها تصمیم‌گیری کنند. برخی از کشورها دارای صندوق‌های ذخیره ارزی هستند که در صورت لزوم و در جای مناسب از آنها بهره می‌برند. وجوه استهلاکی اوراق قرضه<sup>۱۴</sup> نیز، یکی دیگر از ابزارهای پرداخت بدهی‌های آتی است که می‌تواند برای تأمین نیازهای فوری نقدینگی مورد استفاده قرار گیرد.
- در برخی از کشورها، می‌توان مازاد نقدینگی موقت را سرمایه‌گذاری کرد. استراتژی این کشورها باید سرمایه‌گذاری در ریسک‌های اعتباری پایین و ابزارهای بدهی با تاریخ‌های سررسید کوتاه باشد تا از تغییرات کیفیت اعتباری<sup>۱۵</sup> نوسانات نقدینگی و نرخ بهره در امان باشند. دولت‌ها باید از این امکان برخوردار باشند تا با پرداخت جریمه شکست، در هر زمان بتوانند از حساب دیداری خود برداشت کنند.

#### ۴) تقویت ترتیبات نهادی و سازمانی<sup>۱۶</sup>

شرایط نهادی باید تقویت شود تا بتوان در بستر آن اقدامات لازم برای مدیریت وجوه را انجام داد. این ترتیبات باید در برنامه کلی دولت برای مدیریت بحران مالی و بودجه‌ای، به رهبری وزیر امور اقتصادی و دارایی دیده شده باشد. افزایش هماهنگی بین واحدهای مختلف وزارت امور اقتصادی و دارایی و دستگاه‌های همکار از جمله، نهادهای متولی و وصول درآمد و پرداخت مخارج دولت و بانک مرکزی، در برهه‌های فشار شدید نقدینگی بسیار مهم است.

#### اقدامات پیشنهادی در راستای تقویت ترتیبات نهادی و سازمانی در کوتاه‌مدت:

- نخست، واحد مدیریت نقدینگی باید توانمند شود. یک تیم اختصاصی کوچک به عنوان کارگروه مدیریت وجوه نقدی متشکل از اداره‌کنندگان وجوه نقد و نمایندگان سایر بخش‌های وزارت امور اقتصادی و دارایی باید تشکیل شود. این کارگروه باید مسؤولیت پیش‌بینی جریان نقدی، برقراری ارتباط با وزارتخانه‌ها و سازمان‌های همکار و ارائه مشاوره در خصوص مدیریت مانده وجوه نقدی دولت را بر عهده داشته باشد. تجارب بین‌المللی نشان می‌دهد که یک تیم

<sup>۱۳</sup> Cash Reserve Fund

<sup>۱۴</sup> - در اوراق قرضه‌ای که تحت قرارداد وجوه استهلاکی (Sinking Fund) منتشر می‌شوند، بدهکار می‌بایست مبلغی از درآمدهای خود را به طور دوره‌ای کنار بگذارد تا بتواند اوراق را قبل از سررسید بازخرید نماید. اوراق قرضه وجوه استهلاکی به عنوان دارایی‌های بلند مدت در ترازنامه طبقه‌بندی می‌شوند، زیرا به منظور بازپرداخت تعهدات بلند مدت مورد استفاده قرار می‌گیرند. وجوه استهلاکی، ریسک اوراق قرضه را کاهش می‌دهند و ریسک کم این اوراق باعث می‌شود که سرمایه‌گذاران نرخ سود کمتری را نسبت به اوراق فاقد وجوه استهلاکی انتظار داشته باشند.

<sup>۱۵</sup> - کیفیت اعتباری (Credit Quality) یک تعهد، به معنای توانایی عمل به تعهدات و عدم نکول بدهی است.

<sup>۱۶</sup> Institutional and Organizational Arrangements

۲-۳ نفره برای انجام این امور کفایت می‌کند. کارگروه تشکیل شده باید پیش‌بینی‌ها و اقدامات خود را با بانک مرکزی هماهنگ کند. کارگروه باید در حوزه پیش‌بینی نقدینگی، مانده وجوه نقدی دولت و زمان مداخلات بازار به طور منظم به تبادل اطلاعات با کلیه ادارات و دستگاه‌های ذی‌ربط بپردازد.

■ یک گروه ارشد مدیریت نقدینگی (خزانه‌داری) باید تشکیل گردد تا با برگزاری جلسات منظم، به عنوان نهاد تصمیم‌گیر در ارتباط با عملیات مدیریت وجوه نقد دولت عمل کند. این گروه باید به کارگروه بالاتر مدیریت بحران مالی به ریاست وزارت امور اقتصادی و دارایی که وظیفه مدیریت کلی سیاست‌های مالی را در پاسخ به بحران بر عهده دارد، پاسخگو باشد و گزارشات خود را به آن ارائه کند. البته، باید توجه داشت که واحد مدیریت نقدینگی نمی‌تواند به تنهایی سناریوهای ذکر شده را اجرا کند، زیرا این امر مستلزم بازنگری در بودجه یا تغییر استراتژی مالی باشد. گروه ارشد مدیریت نقدینگی باید سیاست‌گذاران را نسبت به در دسترس بودن منابع نقدی و گزینه‌های تأمین مالی آگاه سازد. ریاست این گروه باید در سطوح بالای سازمانی مانند معاونت وزارت امور اقتصادی و دارایی یا دفتر ریاست نهادهایی مانند واحد بودجه‌ریزی، مدیریت بدهی، واحدهای تحلیل کلان مالی و نمایندگان دستگاه‌های متولی درآمد و هزینه‌کرد دولت برگزار گردد. در صورت لزوم، این ترتیبات در شرایط بحران می‌توانند به طور غیررسمی انجام شوند و پس از بحران به روال رسمی خود بازگردند.

### دوم) هماهنگ‌سازی مدیریت وجوه نقد با مدیریت بدهی دولت

به منظور اطمینان از دسترسی به موقع دولت به منابع تأمین مالی و کاهش ریسک تأمین مالی مجدد بدهی‌های موجود، لازم است هماهنگی بین اداره‌کنندگان وجوه نقد و بدهی‌های دولت تقویت شود. در چندین کشور، چارچوب یکپارچه‌ای برای مدیریت وجوه نقد و بدهی‌های دولت وجود دارد که اتخاذ تصمیمات کارآمد را تسهیل می‌کند. در سایر موارد، بخش مدیریت بدهی دولت باید پیش‌بینی‌های جریان نقدی را در به‌روزرسانی استراتژی‌های صدور اوراق قرضه و برنامه‌های استقرار خود لحاظ کند.

### اقدامات پیشنهادی در راستای مدیریت بدهی دولت:

- امکان تأمین مالی خارجی (مشمول بر طیف گسترده‌ای از گزینه‌های تأمین مالی که توسط مؤسسات مالی بین‌المللی ارائه می‌شوند) باید بررسی گردد. در بسیاری از کشورهای در حال توسعه، بازارهای داخلی ظرفیت تأمین مالی محدودی دارند و نمی‌توانند پاسخگوی تقاضاهای بی‌شتری در حوزه تأمین مالی باشند. در اقتصادهای پیشرفته، بانک‌های مرکزی با خرید مقادیر مازاد اوراق بهادار دولتی از بازارها، به طور غیرمستقیم به تأمین مالی دولت کمک می‌کنند. این گزینه برای بازارهای نوظهور و کشورهای در حال توسعه باید با احتیاط در نظر گرفته شود، زیرا در این کشورها مازاد نقدینگی در نظام مالی می‌تواند به آثار تورمی و/یا کاهش ارزش پول ملی بیانجامد. کشورهای در حال توسعه ممکن است روش‌های تأمین مالی مبتنی بر بازار را ترجیح دهند.
- گزینه‌های تسهیل بازپرداخت بدهی باید مورد بررسی قرار گیرند. برای نمونه، صندوق بین‌المللی پول، طرحی را در خصوص مقابله با بحران و تسهیل بدهی در تعداد قابل توجهی از کشورهای واجد شرایط به اجرا درآورده است که



باعث می‌شود منابع آزاد شده از محل تسهیل بازپرداخت بدهی، به مصارف دیگری در این کشورها برسد. بسته به الگوی مخارج دولت در این کشورها، می‌توان بخشی از منابع آزاد شده را به ایجاد سپرده‌های نقدینگی برای مصارف آتی اختصاص داد.

- برنامه‌های استقراض باید بر اساس پیش‌بینی جریان نقدی بازنگری شوند. کشورهایی که به طور فعالانه از بازار بدهی داخلی استفاده می‌کنند، از جمله بسیاری از بازارهای نوظهور و کشورهای در حال توسعه، باید برنامه‌های تأمین مالی خود را به صورت سالانه و/یا فصلی مورد تجدید نظر قرار دهند تا فعالان بازار را در جریان الزامات افزایش وام‌دهی و هرگونه تغییر در ابزارهای بدهی قرار دهند. ایجاد چنین ارتباطاتی به منظور فراهم کردن زمان کافی برای وام‌دهندگان بالقوه جهت مدیریت پرتفوی مالی‌شان ضروری است. چندین کشور (از جمله بلژیک، فرانسه، مجارستان، هلند و انگلستان) در گذشته این اقدام را انجام داده‌اند.
- لازم است رویکردی انعطاف‌پذیر به مدیریت بدهی اتخاذ شود. تجربه بحران مالی جهانی نشان می‌دهد که کاهش ریسک‌های تأمین مالی نیازمند انعطاف‌پذیری است. تکنیک‌های انتشار و قیمت‌گذاری اوراق بدهی نیز نیازمند انطباق با شرایط بازار هستند (برای نمونه، بازارگردانی مبتنی بر حراج<sup>۱</sup> با فاصله‌های زمانی کوتاه‌تر و حراج تک‌قیمتی سهام<sup>۲</sup>). مجموعه ابزارهای مذکور را می‌توان با انجام اصلاحاتی، به عنوان گزینه‌های تأمین مالی در بازارهای غیرسنتی در نظر گرفت.
- مدیریت تعهدات باید مورد بررسی قرار گیرد. مبادله اوراق قرضه در شرف سرسید با اوراق بهاداری که سرسید دیرتری دارند بدون تحرک نقدینگی می‌تواند به کاهش ریسک استقراض مجدد کمک کند.
- نهادهای دولتی نباید وارد رقابت در صندوق‌های بازار شوند. چنانچه شرکت‌های دولتی و نهادهای فرابودجه‌ای با مشکلات تأمین مالی مواجه شوند، دولت می‌تواند با اقداماتی از قبیل اعطای وام مستقیم یا تأمین نقدینگی مورد نیاز این نهادها از فشار مالی آنها بکاهد. افزایش هماهنگی با واحد مدیریت بدهی‌ها موجب می‌شود عملیات مدیریت بدهی به صورت هموار و بدون هم‌پوشانی در تقویم زمانی استقراض‌ها انجام شود.
- در میان مدت باید ریسک‌های مرتبط با ارزش‌های خارجی، بدهی‌های کوتاه‌مدت و تعهدات احتمالی پیش‌بینی‌نشده را در نظر گرفت و تأثیر بلندمدت آنها را بر فضای مالی و پایداری بدهی سنجید.

## منبع:

Government Cash Management under Fiscal Stress. 29 April 2020.

[www.imf.org](http://www.imf.org) › Publications › covid19-special-notes ›

<sup>۱</sup>- روش حراج (Auction) اوراق بهادار در بورس، یکی از روش‌های بازارگردانی است که طی آن بازارگردان کف قیمتی را تضمین نمی‌کند و تلاش برای افزایش نقدشوندگی اوراق و تحدید دامنه نوسان صورت می‌گیرد.

<sup>۲</sup>- یکی از شیوه‌های معامله در بازار پایه، شیوه حراج تک‌قیمتی (Uniform Price Auctions) است. این روش به طور عمده در مورد سهام شرکت‌های سهامی عامی که از نقدشوندگی کمی برخوردارند یا تعداد سهامداران آنها اندک است اجرا می‌گردد.