



تحلیل آثار سیاست مالی بر قیمت دارایی‌ها در اقتصاد ایران؛

کاربردی از رهیافت خودرگرسیون برداری تعمیم یافته با پارامترهای متغیر در طول زمان

مریم روحانی^۱

محمود هوشمند^۲

تاریخ دریافت مقاله: ۱۴۰۰/۰۵/۱۹ تاریخ پذیرش مقاله: ۱۴۰۰/۰۷/۱۸

محمدطاهر احمدی شادمهری^۳

چکیده

اگر بازار دارایی‌ها از نظر اطلاعات کارا عمل کرده و افراد عقلایی رفتار کنند، قیمت دارایی‌ها منعکس کننده اطلاعات موجود درباره وقایع مورد انتظار است. از سویی دیگر انتخاب سیاست مناسب در ایجاد ثبات اقتصادی اهمیت فراوان دارد. از آنجا که مدل‌های سنتی در شناسایی صحیح سیاست‌های متناسب شکست خورده‌اند، با استفاده از روش ضرایب متغیر در زمان می‌توان سیاست را با توجه به شرایط و وضعیت موجود انتخاب نمود. براساس روش میانگین‌گیری بیزین متغیر مخارج کل دولت به عنوان غیرشکننده‌ترین متغیر موثر بر قیمت دارایی‌ها تعیین گردید. بر این اساس در مدل TVP-FAVAR اقدام به بررسی تأثیر این متغیر بر قیمت هر یک از دارایی‌ها در بازه‌های زمانی مختلف در نرم‌افزار متلب شده است. طبق نتایج سیاست مالی انبساطی در روند بلندمدت خود تأثیر مثبتی بر قیمت هریک از دارایی‌ها داشته است. این تأثیر بر متغیر نرخ ارز در سال‌های اخیر به شدت تقویت شده است. لازم بذکر است براساس نتایج در سال‌های اخیر سیاست مالی بر قیمت مسکن و بازار سهام تأثیر منفی داشته و موجب کاهش قیمت این دارایی‌ها شده است. همچنین در کوتاه‌مدت شوک سیاست مالی بر بازار سهام، در میان‌مدت، بر شاخص مسکن و در بلندمدت بالاترین تأثیر را بر نرخ ارز داشته است.

کلمات کلیدی

سیاست مالی، پارامترهای متغیر در طول زمان، قیمت سهام، قیمت مسکن، نرخ ارز

۱- گروه اقتصاد، دانشکده علوم اداری و اقتصادی، واحد پردیس بین‌الملل، دانشگاه فردوسی مشهد، مشهد، ایران. Rohani.m@mporg.ir

۲- گروه اقتصاد، دانشکده علوم اداری و اقتصادی دانشگاه فردوسی مشهد، مشهد، ایران (نویسنده مسئول). m-hoshmand@um.ac.ir

۳- گروه اقتصاد، دانشکده علوم اداری و اقتصادی دانشگاه فردوسی مشهد، مشهد، ایران. shadmhri@um.ac.ir

تحلیل آثار سیاست مالی بر قیمت دارایی‌ها در اقتصاد... / روحانی، هوشمند و احمدی شادمهری

مقدمه

بحران مالی جهانی ۲۰۰۸ نشان داد که چرخه‌های رونق و سقوط قیمت دارایی‌ها می‌تواند به طور چشم‌گیری بر ثبات اقتصاد کلان، به ویژه تولید و ثبات قیمت تأثیر بگذارد. از این‌رو، اهمیت سیاست‌های پولی و مالی در تداوم رشد اقتصادی طی بحران مالی و پس از آن به یک حوزه اصلی مطالعه تبدیل شده است؛ علی‌رغم تعداد زیادی از مطالعات در مورد تجزیه و تحلیل اثرات کلان سیاست‌های مالی، اهمیت بازارهای دارایی‌ها بعد از چرخه‌های تجاری و بازخورد قیمت دارایی‌ها به سیاست‌های مالی، یک شکاف مهم در ادبیات نظری و تجربی در مورد رابطه بین سیاست مالی و تغییرات قیمتی دارایی‌ها به ویژه در اقتصادهای نوظهور و در حال توسعه وجود دارد.

نوسان‌ها و التهابات موجود در هریک از بازارهای مورد اشاره می‌تواند اثرات متفاوتی بر تصمیم‌گیری افراد بر نگهداری آن دارایی به خصوص داشته باشد، که به نوبه خود بر روابط بازار و شاخص‌های اقتصادی از جمله تولید داخلی و تورم تأثیرات بسزایی خواهد داشت. بنابراین اهمیت تغییرات و روابط بین سیاست‌های مالی دولت و قیمت دارایی‌ها در اینجا خود را نشان می‌دهد و سوالات مهمی پدید می‌آید:

قیمت دارایی‌ها در چه زمانی به سیاست‌های اتخاذ شده پاسخ می‌دهند؟ هنگامی که رونق در بازار تداوم پیدا می‌کند و کارگزاران خوش‌بین هستند، آیا قیمت‌ها مانند دوره‌های عادی به سیاست‌ها پاسخ می‌دهند؟ چگونه می‌توان واکنش قیمت دارایی‌ها را در طول زمان مقایسه کرد؟

از آنجایی که مطالعات مرتبط با اقتصاد ایران توجه بسیار به سیاست پولی داشته و نیز از رهیافت‌های خطی استفاده کرده‌اند، پاسخ مناسبی برای سؤالات فوق در ادبیات موضوع وجود ندارد.

از لحاظ نظری، رفتار سیاست‌های پولی و مالی (تغییرات عرضه پول، نرخ بهره، مخارج دولت یا مالیات‌ها) نقش معنی‌داری در تعیین قیمت دارایی‌ها ایفا می‌کند. (۲۱)

طبق نظریه‌های اقتصادی دلایل مختلفی مبنی بر تأثیر متقابل بین سیاست‌های مالی و قیمت دارایی‌ها وجود دارد.

تأثیر سیاست مالی بر بازار سهام

از آنجا که روند کلی قیمت سهام یک متغیر اقتصاد کلان محسوب می‌شود لذا تعیین تأثیر سیاست‌های پولی و مالی بر سطح نوسانات بازده سهام یک قدم مهم در تدوین و تصمیم‌گیری برای یک سیاست مؤثر خواهد بود. در برآورد اثر سیاست‌ها بر قیمت سهام با دو مشکل اصلی مواجه خواهیم بود. اول اینکه ممکن است با «تورش درونزایی» و «تورش متغیرهای حذف شده» مواجه شویم. تورش

درونزایی از تعامل همزمان، قیمت سهام و تصمیمات سیاستی ناشی می‌شود و تورش متغیرهای حذف شده به علت عواملی است که بر نرخ بهره‌های سیاستی و قیمت سهام اثرگذار بوده، ولی در تجزیه و تحلیل رگرسیون حذف شده‌اند. دو آن که اثر اجرای سیاست بر میانگین شرطی و نوسانات بازار سهام، ممکن است متفاوت باشد که به دو موضوع بستگی خواهد داشت؛ ۱- نوع شوک سیاستی: افرادی که انتظارات در مورد مسیر آینده سیاست پولی و سیاست مالی را تغییر می‌دهند (مسیر شوک) در مقابل کسانی که به زمان بندی شروع سیاست توجه دارند. (شوک زمان‌بندی) ۲- نوع اقدام سیاستی. (۱۶)

طبق نظریه‌های اقتصادی دلایل مختلفی مبنی بر تأثیرگذاری سیاست‌ها بر دارایی‌ها به ویژه قیمت سهام، وجود دارد. با توجه به اینکه قیمت سهام با نگاه به آینده و بر مبنای انتظارات تعیین می‌گردد، لذا انتظار بر این است که اجرای سیاست‌های مالی و یا پولی به طور مستقیم از طریق تأثیر بر نرخ بهره واقعی و به طور غیر مستقیم از طریق تأثیرگذاری بر نا اطمینانی و در نتیجه تأثیر بر عوامل تعیین کننده سود سهام و پاداش سهام، شاخص قیمت و بازدهی سهام را تحت تأثیر قرار دهند.

در حالی که برخی کارشناسان استدلال می‌کنند که سیاست‌های مالی هیچ تأثیری بر فعالیت بازار سهام به دلیل کارایی بازار سهام ندارند، برخی دیگر معتقدند که کسری بودجه ممکن است از طریق تغییرات در نرخ بهره که منجر به ارزش گذاری مجدد پرتفوی توسط سرمایه گذاران می‌شود، فعالیت بازار سهام را تحت تأثیر قرار دهد. (۱۳)

از لحاظ نظری، اعمال سیاست مالی مانند تغییرات در هزینه و با مالیات (در نتیجه کسری و یا مازاد بودجه) نقش مهمی در تعیین قیمت دارایی‌ها بازی می‌کند. برای مثال، با افزایش مالیات بدون تغییر در هزینه دولت بازدهی انتظاری دارایی‌ها در نتیجه کاهش انگیزه سرمایه‌گذاران نسبت به سرمایه‌گذاری در بازار سهام، کاهش می‌یابد. همچنین افزایش استقراض دولت نرخ بهره کوتاه‌مدت را افزایش می‌دهد که به نوبه خود منجر به کاهش ارزش تنزیل جریان نقدی یک دارایی می‌شود که نشانی از کاهش فعالیت بازار سهام می‌باشد (۲۲). علاوه بر این بلانچارد (۱۲) استدلال می‌کند که سیاست‌های مالی ممکن است با انگیزه‌ای سیاسی و یا ملاحظات اقتصادی دیگر گرفته شوند نه آنچه که در هم ارزی ریکاردویی مورد توجه قرار گرفته شده است. بنابراین، برخی از سیاست‌های مالی ممکن است توسط عوامل اقتصادی پیش بینی نشوند و بنابراین می‌توانند به عنوان یک شوک سیاست مالی که ممکن است بازده بازار سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهند، در نظر گرفته شوند. حتی اگر سیاست مالی به صورت کامل توسط عوامل اقتصادی پیش‌بینی شود به دلیل وقفه سیاست (از قبیل وقفه تصمیم‌گیری و وقفه اجرایی) ممکن است بر فعالیت بازار سهام اثرگذار باشد.

تحلیل آثار سیاست مالی بر قیمت دارایی‌ها در اقتصاد... / روحانی، هوشمند و احمدی شادمهری

دولت به عنوان یک ناظر و سیاست‌گذار کلان نقش پررنگی در بازار سرمایه دارد و یکی از وظایف دولت، ارائه برنامه‌ای است که بتواند به بازار سرمایه رونق بخشد اما به طور کلی تکرر مراکز قدرت و تصمیم‌گیری، ابهام نقش و رابطه این مراکز با یکدیگر، تداخل قوای سه‌گانه کشور، شفاف نبودن قوانین و وجود برداشت‌های متفاوت و متناقض از آن‌ها، وجود قوانین نامناسب و دست و پا گیر، نقض آزادی‌های اقتصادی و بی‌ثباتی سیاسی دولت، موجب افزایش ریسک سیستماتیک و لذا کاهش شدید سرمایه‌گذاری می‌گردد. اقدامات و میزان دخالت دولت در اقتصاد، صنعت و بازرگانی نیز بر سرمایه‌گذاری در محصولات مالی تاثیر گذار است، به این معنی که هر چه میزان دخالت دولت در اقتصاد بیشتر باشد (کاهش مشارکت بخش خصوصی)، ریسک سیستماتیک افزایش و میزان سرمایه‌گذاری در محصولات مالی کاهش می‌یابد. برای مثال اگر دولت برای جبران کسری بودجه خود اقدام به انتشار اوراق قرضه نماید، مقدار اوراق قرضه عرضه شده در قیمت و نرخ بهره‌ای از این اوراق افزایش می‌یابد که این خود منجر به کاهش قیمت اوراق و افزایش نرخ بهره می‌گردد. (۶)

اثر جانبی افزایش هزینه‌های دولت آن است که با ثابت ماندن مالیات‌ها، کسری بودجه دولت افزایش می‌یابد. کسری بودجه، دولت را وادار می‌کند که برای تامین کسری بودجه یا به فروش اوراق قرضه و اوراق مشارکت به مردم اقدام کند یا اینکه از بانک مرکزی قرض کند و پول جدید منتشر کند که در حالت دو نمی‌توان گفت که تنها سیاست مالی اجرا شده است. در این حالت استدلال می‌شود که دولت با فروش اوراق قرضه در بازار باعث کاهش قیمت اوراق قرضه می‌شود. از آن جا که مطابق با ادبیات نظری قیمت اوراق قرضه با نرخ بهره رابطه معکوس دارد لذا با کاهش قیمت اوراق قرضه، نرخ بهره افزایش می‌یابد. به عبارت دیگر می‌توان بیان کرد که دولت برای فروش اوراق قرضه ناچار است نرخ بهره‌ای بالاتر از نرخ بهره موجود پیشنهاد کند که این وضعیت منجر می‌شود به این که سرمایه‌گذاران به سمت اوراق قرضه دولتی گرایش پیدا کنند و تقاضا برای اوراق بهادار شرکت‌ها کاهش یابد و در نتیجه قیمت و بازدهی سهام آن‌ها کاهش یابد. (۳ و ۵)

تأثیر سیاست مالی بر مسکن

آثار سیاست‌های مالی بر قیمت مسکن عمدتاً از طریق اثرگذاری آن بر درآمد حقیقی قابل تحلیل است، در ایران عمده‌ترین مسیر اثرگذاری سیاست مالی از طریق نوسان‌های درآمدهای نفتی رخ می‌دهد. به عبارت روشن‌تر، با ایجاد شوک نفتی و ورود این درآمدها در بودجه عمومی، تقاضای کل و درآمد حقیقی افزایش می‌یابد. به این ترتیب، شوک‌های نفتی مثبت از طریق اثر درآمدی و در کنار آن فشار در

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / شماره پنجاه / بهار ۱۴۰۱

جهت افزایش قیمت کالاهای غیر مبادله‌ای می‌تواند باعث افزایش قیمت مسکن (۴) و در نهایت حباب قیمت گردد.

در کشورهایی که از مواهب طبیعی (نفت، گاز، معادن و ...) برخوردار هستند، درآمد حاصل از این منابع جزء بزرگی از درآمدهای دولت را تشکیل می‌دهد. اگرچه درآمدهای حاصل از فروش دارایی بر سطح اقتصاد اثر مثبت دارد، اما اگر با مدیریت صحیح از این درآمد استفاده نشود در بلند مدت آثار نامطلوبی خواهند داشت. این درآمدها بر ساختار و کارایی تصمیم‌گیری عمومی تأثیر بسزایی دارند. دولت در کشورهای فاقد منابع طبیعی، به کمک مالیات جمع‌آوری شده اداره می‌شود، در حالی که در کشورهای برخوردار از این منابع، وابستگی کمتری به درآمدهای مالیاتی جمع‌آوری شده از آحاد جامعه وجود دارد. همچنین وجود این درآمدها سبب می‌شود که عدم تعادل‌ها در سطوح مختلف اقتصادی دیرتر نمایان شوند و ناکارایی‌ها دوام بیشتری یابند (۲).

قیمت نفت و درآمدهای نفتی کشور ارتباط بسیار نزدیکی با هم دارند (درآمد نفت حاصل ضرب قیمت در صادرات نفت می‌باشد. با توجه به این مسئله، تغییر قیمت نفت با فرض ثابت بودن صادرات آن) و در نتیجه تغییر درآمدهای نفتی بر قیمت مسکن چند اثر مهم خواهد داشت. نخست اثر گذاری بر قدرت خرید مسکن از آنجا که درآمد نفت سهم بالایی در دریافتی‌های دولت دارد و همچنین سهم دریافتی ناشی از فروش نفت قابل توجه می‌باشد، افزایش قیمت نفت موجب افزایش قدرت خرید مسکن می‌شود و کاهش آن تقلیل قدرت خرید مسکن را به دنبال خواهد داشت که خود موجب افزایش و یا کاهش قیمت مسکن خواهد شد. افزایش قیمت نفت در دو مرحله می‌تواند بر قدرت خرید مسکن مؤثر واقع شود؛ (۱) مرحله تولید و بهره برداری: افزایش قیمت نفت موجب می‌شود که کلیه بنگاه‌های فعال در زمینه تولید و بهره برداری نفت با افزایش درآمد و سود مواجه شوند، لذا قدرت خرید مسکن آن‌ها افزایش خواهد یافت، (۲) مرحله خرج درآمدهای نفت: دولت دریافت‌کننده اصلی درآمد نفت است. این که در مرحله افزایش قیمت نفت، درآمد حاصله چگونه توزیع شود و چه اشخاص حقیقی و یا حقوقی دریافت‌کننده اصلی و عمده باشند از اهمیت زیادی برخوردار است و کمیت و کیفیت تقاضای مسکن را تحت تأثیر قرار می‌دهد. فرض کنید که دولت در صورت افزایش قیمت نفت، مازاد درآمد حاصله را سرمایه‌گذاری می‌کند، در اینصورت اشخاص حقیقی و حقوقی طرف قرارداد با دولت با افزایش درآمد مواجه شده و ممکن است تقاضای مسکن آن‌ها افزایش یابد. تغییر در قیمت مسکن به عوامل متعدد و به ویژه به این عامل وابسته است که افزایش تقاضای مسکن بیشتر انگیزه دارایی و بورس بازی دارد یا سرپناه؟ و یا اینکه میزان افزایش تقاضای حاصله چه سهمی از تقاضا را به خود اختصاص می‌دهد و اصولاً در چه دوره زمانی

تحلیل آثار سیاست مالی بر قیمت دارایی‌ها در اقتصاد... / روحانی، هوشمند و احمدی شادمهری

اتفاق می‌افتد؟ از این رو نحوه توزیع درآمد نفت در میان اقشار و گروه‌های اجتماعی اثر تعیین کننده خواهد داشت (۴).

تغییرات سیاست مالی دولت، تقاضای کل (GNP) را به صورت مستقیم و غیرمستقیم تحت تاثیر قرار می‌دهد. تغییرات GNP نیز به نوبه خود ممکن است درآمد قابل تصرف، توزیع درآمد، اشتغال، سطح قیمت‌ها و ... را تحت تاثیر قرار دهد. متغیرهای بازار مسکن نیز تحت تاثیر تغییرات هر یک از متغیرهای فوق می‌باشند. همان‌گونه که پیش‌تر بیان شد، دو نوع متفاوت از ابزارهای سیاست مالی برای دولت وجود دارد (سیاست‌های درآمدی و سیاست‌های مخارجی). طبق نظریه‌های اقتصاد کلان، با ثابت بودن مخارج دولت، افزایش (کاهش) نرخ مالیات منجر به کاهش (افزایش) GNP می‌شود. کاهش (افزایش) GNP، متغیرهای بازار مسکن را به طور غیرمستقیم از طرق تغییر متغیرهای اقتصادی واسطه‌ای فوق (درآمد قابل تصرف، اشتغال، سطح قیمت‌ها و...) تحت تاثیر قرار خواهد داد. از لحاظ نظری، افزایش درآمد ناشی از اجرای سیاست‌های مالی انبساطی بر عرضه (ساختمان‌های مسکونی شروع به ساخت و سرمایه گذاری مسکونی) و تقاضای مسکن اثر می‌گذارد که تغییر عرضه و تقاضای مسکن نیز قیمت تعادلی مسکن را تغییر خواهد داد. همچنین، سیاست‌گذاران دولتی ممکن است با افزایش یا کاهش مخارج دولت از طریق پرداخت‌های انتقالی یا خرید کالاها و خدمات بر روی GNP تاثیر بگذارند. با فرض ثابت بودن نرخ‌های مالیات، افزایش (کاهش) مخارج دولت منجر به افزایش (کاهش) GNP خواهد شد. همان‌گونه که قبلاً اشاره شد، تغییر GNP ممکن است به تغییر ساختمان‌های مسکونی شروع به کار منجر شود. بدین صورت که با افزایش درآمد انتظار بر این است که سرمایه‌گذاری مسکونی و تعداد واحدهای مسکونی شروع به کار و در نتیجه عرضه مسکن افزایش یابد. همچنین، با افزایش درآمد تقاضای مسکن نیز افزایش می‌یابد، لذا با افزایش عرضه و تقاضای مسکن به دنبال رشد درآمد ملی، قیمت مسکن ممکن است افزایش یابد، کاهش یابد یا اینکه ثابت باقی بماند (۲۳).

از سوی دیگر، سیاست‌های مالی انبساطی یا انقباضی می‌توانند با تاثیر بر سطح عمومی قیمت‌ها موجب تغییر متغیرهای بازار مسکن گردند. افزایش سطح عمومی قیمت‌ها بر تقاضای مؤثر مسکن آثار مختلفی دارد. تاثیر منفی آن به صورت کاهش قدرت خرید مردم ظاهر می‌شود و اثر مثبت آن بدین ترتیب است که خانوارها به هنگام مشاهده جریان رشد قیمت‌ها به منظور حفظ و تثبیت ارزش دارایی‌های خود، در صورتی که میزان ریسک و نرخ بازگشت سرمایه در سایر فعالیت‌های اقتصادی در حد مطلوب نباشد به سمت احداث و خرید واحدهای مسکونی حرکت می‌کنند، اما تاثیر این افزایش در سطح عمومی قیمت‌ها بر قیمت مسکن بستگی به نوع تورم در سال‌های مختلف دارد. بدین صورت که افزایش یکباره در سطح

عمومی قیمت‌ها با افزایش در هزینه تولید مسکن باعث کاهش سرمایه‌گذاری در مسکن و افزایش قیمت مسکن می‌شود، اما یک تورم مزمن و طولانی مدت باعث می‌گردد این اثر کمتر و کمتر گردد (۱۷).

تأثیر سیاست مالی بر نرخ ارز

تأثیر تغییر سیاست مالی بر نرخ ارز، که با سیاست‌های پولی مطابقت ندارد، از نظر تئوری نامشخص و یک سوال تجربی است که پاسخ آن به اندازه نسبی چندین پارامتر اصلی بستگی دارد. به عنوان مثال، انتظار می‌رود افزایش کسری بودجه دولت پیش از آن باعث افزایش سطح فعالیت، تقاضای پول و نرخ بهره در کوتاه‌مدت شود. میزان تأثیر آن بر نرخ بهره به اندازه ضریب هزینه، کشش درآمد و بهره تقاضای پول و عرضه بستگی خواهد داشت. افزایش نرخ بهره باعث جریان سرمایه اولیه می‌شود و فشار رو به بالا بر نرخ ارز وارد می‌کند (دامنه این حرکات بستگی به کشش بهره جریان‌های سرمایه دارد). در عین حال، فعالیت اقتصادی قوی‌تر، حساب جاری را بدتر خواهد کرد (میزان وخیم شدن به میزان کشش تقاضا در تجارت و اندازه ضریب داخلی) و به احتمال زیاد نرخ تورم را افزایش می‌دهد، که بر عملکرد قیمت کشور نسبت به رقبا تأثیر مخرب گذاشته و این امر به نوبه خود حساب جاری را بدتر می‌کند (بسته به کشش قیمت تجارت) و همچنین می‌تواند منجر به فشار نزولی بر نرخ ارز شود، تا حدی که بر انتظارات تأثیر منفی بگذارد. تأثیر نرخ ارز در وخیم‌تر شدن حساب جاری به خودی خود بستگی به این دارد که دارایی‌های داخلی جانشین ناقصی برای دارایی‌های خارجی باشند (کشش جریان‌های سرمایه) و میزان انعطاف‌پذیری دستمزدها و قیمت‌ها چه مقدار باشد.

فاکتورهای زیادی که در تحلیل اثرات نرخ ارز یک سیاست پیشین غیر منطبق در سیاست‌های مالی وارد می‌شوند، حاکی از آن است که ممکن است اثرات مختلف در کشورها متفاوت باشد. برای ایالات متحده و چند کشور بزرگ دیگر نتایج بررسی شده نشان می‌دهد که ممکن است قدرت جریان ورودی اولیه به اندازه کافی زیاد باشد تا بتواند نرخ ارز را بالا نگهدارد. اما برای سایر کشورها، به ویژه کشورهایی که حرکت سرمایه به طور قابل توجهی محدود شده است، ممکن است اثر حساب جاری غالب باشد. در این موارد سیاست مالی انبساطی ممکن است نسبتاً سریع منجر به استهلاک واقعی شود.

نتیجه دوم را می‌توان با اطمینان پیش‌بینی کرد. هرگاه سیاست‌های انبساطی مالی با گسترش پولی همراه شود، شاید به دلیل پیوستن به یک هدف نرخ ارز، اگر مقامات برای حفظ نرخ بهره به طور کلی بدون تغییر اقدام کنند، می‌توان انتظار داشت که هرگونه اثر مقدماتی بر حرکت سرمایه خصوصی به غیر از اثرات احتمالی انتظار)، جزئی باشد و تأثیر حساب جاری بر نرخ ارز غالب خواهد بود. این نتیجه در واقع

تحلیل آثار سیاست مالی بر قیمت دارایی‌ها در اقتصاد... / روحانی، هوشمند و احمدی شادمهری

در مدل‌های ملی ثبت شده است، همه نشان می‌دهد که توسعه مالی، همراه با گسترش پولی، باعث کاهش ارزش پول می‌شود.

بر خلاف پیش‌بینی‌های بیشتر مدل‌های نظری، نتایج ایالات متحده نشان می‌دهد که یک شوک انبساطی سیاست مالی یا شوک کسری بودجه دولت، حساب جاری را بهبود می‌بخشد و نرخ واقعی ارز را کاهش می‌دهد. افزایش پس‌اندازهای خصوصی و کاهش سرمایه‌گذاری به بهبود حساب جاری کمک می‌کند در حالی که کاهش ارزش اسمی ارز، در مقابل تغییر نسبی سطح قیمت، عمدتاً عامل کاهش ارزش واقعی ارز است. «واگرایی دوقلو» مانده‌های مالی و مانده حساب جاری نیز با شیوع شوک‌های تولید توضیح داده می‌شود، به عنوان مثال شوک‌های تولید-بیش از شوک‌های مالی - به نظر می‌رسد که باعث حرکت همزمان حساب‌های جاری و تراز مالی می‌شوند.

در مطالعاتی که در دهه اخیر پیرامون رابطه قیمت دارایی‌ها با متغیرهای کلان اقتصادی صورت گرفته، روش غیرخطی استفاده نشده و نیز اغلب مدل‌های خطی به بررسی سیاست پولی پرداخته‌اند. در چند سال اخیر و به ویژه بعد از بروز بحران مالی جهانی توجه به لزوم سیاست مالی در فعالیتهای اقتصادی و به ویژه در کشورهای در حال توسعه از جمله ایران که بیشتر فعالیتهای اقتصادی به درآمد نفتی و ارز حاصل از آن بستگی دارد، اهمیت ویژه‌ای یافته است.

این تحقیق یکی از اولین تحقیقات در ادبیات سیاست‌های مالی و قیمت دارایی‌ها در استفاده از مدل TVP-FAVAR است که تأثیر سیاست مالی را بر قیمت دارایی‌ها تحلیل می‌کند. در این تحقیق به بررسی تأثیر سیاست مالی در طول زمان بر قیمت دارایی‌ها (سهام، ارز، مسکن)، با استفاده از رهیافت TVP-FAVAR پرداخته، بدین ترتیب از طریق تجزیه چالسکی^۱ تابع واکنش آنی در فضای سه بعدی رسم خواهد شد.

در ادامه به بررسی نتایج تحقیقات داخلی و خارجی در راستای موضوع حاضر پرداخته شود.

استفان و همکاران (۲۰۲۰)؛ به بررسی تأثیر متقابل سیاست‌های مالی و بازده قیمت دارایی‌های ایالات متحده را در یک مدل خودرگرسیون برداری (VAR)، پارامتر با تغییر زمان مطالعه می‌کند. نتایج نشان می‌دهد که سیاست مالی، بازدهی مسکن را کاهش می‌دهد. برخلاف واکنش آنی، بازده سهام فقط در سال اول پس از شوک مالی کاهش می‌یابد؛ اما برای هشت سال بعد افزایش می‌یابد. علاوه بر این، یافته‌ها نشان می‌دهد که واکنش قیمت دارایی‌ها بر سیاست مالی تأثیر می‌گذارد، به موجب آن سیاست مالی بیش‌تر بر بازده سهام نسبت به بازده مسکن اثرگذار است. (۲۴)

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / شماره پنجاه / بهار ۱۴۰۱

گوپتا و همکاران (۲۰۱۴)؛ برای بررسی تأثیر متقابل سیاست‌های مالی و قیمت دارایی‌ها با استفاده از داده‌های آفریقای جنوبی از سال ۱۹۶۶ از مدل خودرگرسیون برداری با پارامتر متغیر زمانی (TVP-VAR)، استفاده کرده‌اند. نتایج نشان می‌دهد که از ۱۹۷۰ تا ۱۹۹۰، توسعه مالی با کاهش قیمت مسکن و افزایش اندکی قیمت سهام همراه بوده است. در بیشتر دهه اول ۲۰۰۰ قیمت دارایی‌ها افزایش یافته است. از سوی دیگر، افزایش قیمت دارایی‌ها، کسری بودجه برای اکثر دوره نمونه را کاهش داده است، در حالیکه بحران مالی ۲۰۰۸ یک تغییر مشخص در مسیری که قیمت دارایی‌ها، سیاست‌های مالی را تحت تأثیر قرار داده، نشان می‌دهد. (۱۷)

آی و همکاران (۲۰۱۲)؛ داده‌های ماهانه آفریقای جنوبی از ۱۹۶۶ تا ۲۰۱۱ نشان داده‌اند که کسری بودجه، شوک قیمت مسکن را تحت تأثیر قرار نمی‌دهد؛ اما به طور موقت تأثیر مثبت بر قیمت سهام دارد. (۱۱)

آفانسو و سوزو (۲۰۱۱)؛ با استفاده از روش سیستم همزمان در چارچوب بیزین (B-SVAR) و داده‌های فصلی مربوط به کشورهای انگلستان، امریکا، آلمان و ایتالیا به این نتیجه رسیده‌اند که شوک مخارج دولت اثری مثبت و دائمی بر قیمت مسکن و شوک درآمدهای دولت در امریکا و ایتالیا اثر منفی بر قیمت مسکن دارد، در حالی که در آلمان و انگلیس این اثر مثبت است. (۱۰)

محسنی زنوزی و دیگران (۱۳۹۴)؛ در تحقیق خود به بررسی شوک‌های سیاست مالی بر روی قیمت دارایی‌ها شامل قیمت مسکن، قیمت سهام و نرخ ارز پرداخته‌اند. بدین منظور با استفاده از مدل خودرگرسیون برداری ساختاری (SVAR)، ۵ متغیره و داده‌های فصلی سال‌های ۱۳۶۹-۱۳۹۰ به بررسی تأثیر شوک‌های مالی بر متغیرهای نامبرده در ایران پرداخته می‌شود. نتایج حاکی از آن است که مخارج دولت تأثیر معنی‌داری بر قیمت هر یک از متغیرهای بازار دارایی‌ها دارد و یکی از عوامل مهم برای توضیح نوسانات این متغیرها به حساب می‌آید. برای محاسبه روابط پویای بین نااطمینانی متغیرها از رهیافت BEKK در مدل‌های GARCH استفاده شد. کواریانس‌های محاسبه شده بین متغیرها، حاکی از رابطه منفی بین قیمت سهام و نرخ ارز با مخارج دولت و رابطه مثبت قیمت مسکن با مخارج دولت می‌باشد. (۸)

روش تحقیق

در مطالعات تجربی متعدد از شاخص‌های «میزان درآمدهای مالیاتی»، «مقدار مخارج دولت» و نیز «کسری/مازاد بودجه دولت به صورت درصد از GDP، مقدار و نرخ رشد» به عنوان شاخص سیاست مالی استفاده شده است. در مطالعه حاضر مدل ارائه شده توسط شاخص‌های فوق مورد بررسی قرار گرفته و شاخص بهینه که نشان دهنده بهترین مدل برآورد شده می‌باشد، معرفی خواهد شد. شاخص قیمت سهام،

تحلیل آثار سیاست مالی بر قیمت دارایی‌ها در اقتصاد... / روحانی، هوشمند و احمدی شادمهری

شاخص قیمت مسکن و نرخ ارز به عنوان قیمت دارایی‌ها در نظر گرفته می‌شود. برای نیل به اهداف تعریف شده، تابع واکنش آنی به کار گرفته می‌شود. برای این منظور، تجزیه چالسکی به کار می‌آید. با توجه به روش تحقیق، توابع واکنش آنی تحقیق در طول زمان متغیر هستند و در فضای سه بعدی رسم می‌شوند. در این تحقیق از داده‌های فصلی کشور ایران در بازه زمانی ۱۳۷۷:۱ تا ۱۳۹۷:۴ استفاده خواهد شد.

ضرایب تخمین مدل مورد استفاده در این مقاله می‌توانند در طول زمان تغییر کنند و از این جنبه با مدل‌های استفاده شده در مطالعات تجربی ذکر شده در بخش قبل متفاوت است. مدل TVP-FAVAR مورد استفاده در این تحقیق، ضعف مدل‌های خطی در شرایط شکست‌های ساختاری و تغییرات سیکلی در سری‌های زمانی را برطرف و امکان بررسی دقیق‌تر روابط بین متغیرهای مدل را فراهم می‌کند. (۲۵) تعدادی از محققین به این نتیجه رسیدند که در مدل‌های عامل، ضرایب متغیر زمانی^۲ (TVP)، منجر به نتایج دقیق‌تری می‌شوند (۱۴ و ۱۵).

فرض کنید x_t به ازای $t=1, \dots, T$ یک بردار $n \times 1$ از متغیرها برای تخمین متغیر غیرقابل مشاهده موجود در مدل باشد. به علاوه y_t یک بردار $s \times 1$ از متغیرهای اقتصاد کلان قابل مشاهده موجود در مدل باشد. مدل TVP-FAVAR به صورت رابطه زیر است:

$$x_t = \lambda_t^y y_t + \lambda_t^f f_t + u_t \quad (1)$$

$$\begin{bmatrix} y_t \\ f_t \end{bmatrix} = c_t + B_{t,1} \begin{bmatrix} y_{t-1} \\ f_{t-1} \end{bmatrix} + \dots + B_{t,p} \begin{bmatrix} y_{t-p} \\ f_{t-p} \end{bmatrix} + \varepsilon_t$$

در رابطه فوق λ_t^y ضرایب رگرسیون، λ_t^f ضریب متغیر فاکتور و f_t متغیر فاکتور باشد. $\text{VAR}(B_{t,1}, \dots, B_{t,p})$ ضرایب VAR است. ε_t و u_t پسماندهای مدل هستند که دارای توزیع نرمال با میانگین صفر و کوواریانس Q_t و V_t می‌باشند.

ضرایب $\lambda_t = ((\lambda_t^f)', (\lambda_t^y)')$ و ضرایب مدل $\text{VAR}(\beta_t = (c_t', \text{vec}(B_{t,1})', \dots, \text{vec}(B_{t,p})'))$ بر طبق یک فرآیند گام تصادفی متغیر بر روی زمان استخراج می‌شوند:

$$\lambda_t = \lambda_{t-1} + v_t \quad (2)$$

$$\beta_t = \beta_{t-1} + \eta_t$$

که در آن $\eta_t \sim N(0, R_t)$ و $v_t \sim N(0, W_t)$ است. همه خطاها در رابطه (۲)، با یکدیگر و بر روی زمان ناهمبسته هستند؛ بنابراین ساختاری به صورت زیر دارند:

$$\begin{pmatrix} u_t \\ \varepsilon_t \\ v_t \\ \eta_t \end{pmatrix} = N \left(0, \begin{bmatrix} V_t & 0 & 0 & 0 \\ 0 & Q_t & 0 & 0 \\ 0 & 0 & W_t & 0 \\ 0 & 0 & 0 & R_t \end{bmatrix} \right)$$

روابط (۱) و (۲)، را مدل TVP-FAVAR می‌گویند. با اعمال چندین محدودیت، مدل‌های دیگری نیز از مدل فوق استخراج می‌شوند که به شرح زیر است:

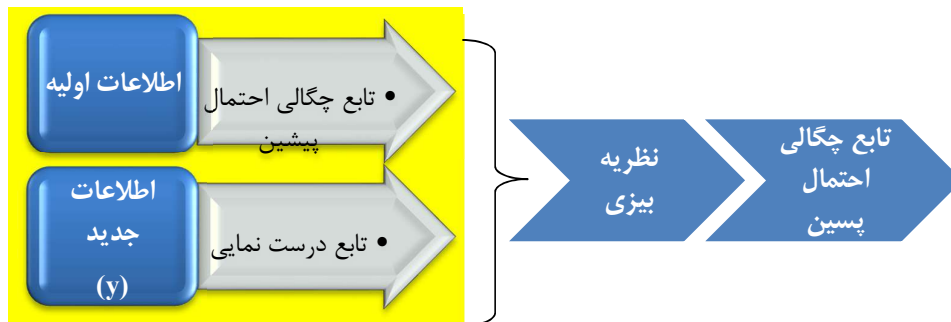
مدل VAR پارامتر متغیر زمانی عامل افزوده شده^۳ (FA-TVP-VAR): این مدل هنگامی حاصل می‌شود که ضرایب معادله اول در رابطه (۱) (λ_t) در تمامی دوره‌های زمانی ثابت باشد ($W_t = 0$) بوده که در این صورت $\lambda_0 = \lambda_t$ است.

مدل VAR عامل افزوده شده (FAVAR): این مورد هنگامی حاصل می‌شود که λ_t و β_t در طول زمان ثابت باشند ($W_t = R_t = 0$).

مدل VAR پارامترهای متغیر زمانی (TVP-VAR): این مدل هنگامی حاصل می‌شود که تعداد فاکتورهای مدل صفر باشد (یعنی $f_t = 0$).

مدل VAR: این مدل هنگامی حاصل می‌شود که تعداد فاکتورها صفر بوده و λ_t و β_t در زمان ثابت باشد.

مشخصه بارز رویکرد بی‌زین برای استنتاج، نسبت دادن احتمالات عددی به درجه اعتقاد محقق می‌باشد؛ البته درجه اعتقاد محقق در مورد درستی یک فرضیه به میزان اطلاعات وی در آن لحظه بستگی دارد. به عنوان مثال در این روش محقق بر اساس تسلط بر موضوع و ارتباط مابین متغیرها، شرایط کشور مورد بررسی، π متغیر را به عنوان مهم‌ترین متغیرهای موثر بر متغیر وابسته به مدل میانگین‌گیری بی‌زین معرفی می‌کند، در صورت صحیح بودن دیدگاه محقق، نتایج خروجی موید دیدگاه وی خواهد بود، به عنوان مثال سالای مارتین، در راستای بررسی عوامل موثر بر رشد اقتصادی آمریکا ۸ متغیر را به عنوان عوامل موثر بر رشد اقتصادی معرفی نمود که نتایج خروجی مدل با دیدگاه محقق سازگار بود. در نتیجه با تغییر اطلاعات در مورد یک عبارت، می‌بایست در احتمال مربوط به درستی و یا نادرستی عبارت مورد نظر نیز تجدید نظر صورت گیرد (۱۹). فرآیند تجدیدنظر در احتمالات به وسیله اطلاعات جدید که توسط y مشخص می‌شود، در شکل زیر به طور خلاصه نشان داده شده است (۲۷).



نمودار ۱: متوسط‌گیری مدل بیزین^۴

تابع چگالی احتمال پیشینی^۵ مربوط به فرضیه H ، بر پایه اطلاعات اولیه می‌باشد. این اطلاعات معمولاً یک ترکیب از اطلاعات قبلی داده‌ای، مطالعات تجربی، مشاهدات و نظریه‌ها می‌باشد. تابع چگالی احتمال پسین برای مشاهدات جدید y به وسیله فرضیه H می‌باشد. این تابع چگالی احتمال به عنوان تابع درست‌نمایی شناخته می‌شود. برای به دست آوردن تابع چگالی احتمال پسین، می‌بایست تابع چگالی احتمال پیشین با تابع درست‌نمایی به وسیله نظریه بیز با هم ترکیب شوند. احتمال پسین به هر دوی اطلاعات پیشین I_0 و اطلاعات نمونه y بستگی دارد و با تأثیری که اطلاعات داده‌ای جدید بر تابع چگالی احتمال پیشین به وسیله نظریه بیز می‌گذارد، تابع چگالی احتمال پیشین به تابع چگالی احتمال پسین تغییر شکل می‌یابد. باید تأکید شود که احتمال پسین، شامل نظر محقق در مورد پارامتر، اطلاعات داده‌ای و اطلاعات پیشین است.

سوالات پژوهش

- مهمترین عوامل موثر بر قیمت سهام بر اساس روش میانگین‌گیری بیزین کدامند؟
- مهمترین عوامل موثر بر قیمت مسکن بر اساس روش میانگین‌گیری بیزین کدامند؟
- مهمترین عوامل موثر بر نرخ ارز بر اساس روش میانگین‌گیری بیزین کدامند؟
- نحوه اثرگذاری مهم‌ترین عوامل موثر بر قیمت سهام در طی زمان (کوتاه‌مدت، میان مدت و بلندمدت)، چگونه است؟
- نحوه اثرگذاری مهم‌ترین عوامل موثر بر قیمت مسکن در طی زمان (کوتاه‌مدت، میان مدت و بلندمدت)، چگونه است؟
- نحوه اثرگذاری مهم‌ترین عوامل موثر بر نرخ ارز در طی زمان (کوتاه‌مدت، میان مدت و بلندمدت)، چگونه است؟

یافته‌های پژوهش

قبل از برآورد مدل نیاز است مهم‌ترین شاخص سیاست مالی را با استفاده از روش میانگین‌گیری بیزین تعیین نماییم.

در جدول شماره (۱)؛ بر اساس مدل میانگین‌گیری بیزین اقدام به شناسایی مهم‌ترین سیاست مالی به ترتیب غیر شکنندگی نمودیم.

جدول ۱: نتایج متغیرهای غیرشکننده در مدل‌های مختلف

K	متغیرهای غیرشکننده
K=1	مخارج کل
K=2	مخارج کل؛ کسری بودجه
K=3	مخارج کل؛ کسری بودجه
K=4	مخارج کل؛ کسری بودجه؛ مخارج جاری
K=5	مخارج کل؛ کسری بودجه؛ مخارج جاری؛ مالیات بر ارزش افزوده
K=6	مخارج کل؛ کسری بودجه؛ مخارج جاری؛ مالیات بر ارزش افزوده؛ بدهی دولت به بانک مرکزی
K=7	مخارج کل؛ کسری بودجه؛ مخارج جاری؛ مالیات بر ارزش افزوده؛ بدهی دولت به بانک مرکزی؛ کل مالیات‌ها
K=8	مخارج کل؛ کسری بودجه؛ مخارج جاری؛ مالیات بر ارزش افزوده؛ بدهی دولت به بانک مرکزی؛ کل مالیات‌ها؛ بدهی دولت به بانک‌ها
K=9	مخارج کل؛ کسری بودجه؛ مخارج جاری؛ مالیات بر ارزش افزوده؛ بدهی دولت به بانک مرکزی؛ کل مالیات‌ها؛ بدهی دولت به بانک‌ها؛ کل مالیات مستقیم
K=10	مخارج کل؛ کسری بودجه؛ مخارج جاری؛ مالیات بر ارزش افزوده؛ بدهی دولت به بانک مرکزی؛ کل مالیات‌ها؛ بدهی دولت به بانک‌ها؛ کل مالیات مستقیم؛ کل مالیات غیر مستقیم
K=11	مخارج کل؛ کسری بودجه؛ مخارج جاری؛ مالیات بر ارزش افزوده؛ بدهی دولت به بانک مرکزی؛ کل مالیات‌ها؛ بدهی دولت به بانک‌ها؛ کل مالیات مستقیم؛ کل مالیات غیر مستقیم؛ مخارج عمرانی
K=12	مخارج کل؛ کسری بودجه؛ مخارج جاری؛ مالیات بر ارزش افزوده؛ بدهی دولت به بانک مرکزی؛ کل مالیات‌ها؛ بدهی دولت به بانک‌ها؛ کل مالیات مستقیم؛ کل مالیات غیر مستقیم؛ مخارج عمرانی؛ مالیات بر درآمد
K=13	مخارج کل؛ کسری بودجه؛ مخارج جاری؛ مالیات بر ارزش افزوده؛ بدهی دولت به بانک مرکزی؛ کل مالیات‌ها؛ بدهی دولت به بانک‌ها؛ کل مالیات مستقیم؛ کل مالیات غیر مستقیم؛ مخارج عمرانی؛ مالیات بر درآمد؛ یارانه پرداختی

(۲۷).

با توجه به اینکه مهم‌ترین متغیر موثر بر میانگین وزنی سه متغیر مسکن، ارز و سهام (شاخص بر اساس روش PCA ایجاد گردید)؛ متغیر مخارج کل دولت تعیین گردید. در ادامه در مدل

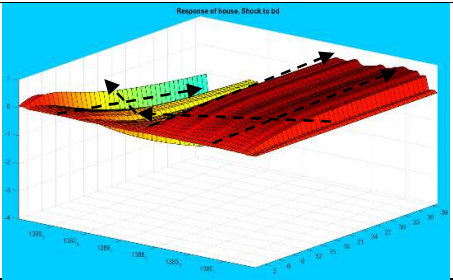
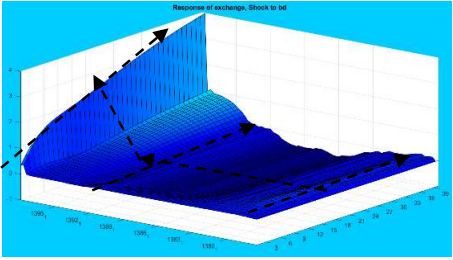
تحلیل آثار سیاست مالی بر قیمت دارایی‌ها در اقتصاد... / روحانی، هوشمند و احمدی شادمهری

TVP-FAVAR اقدام به بررسی تأثیر این متغیر بر قیمت هر یک از دارایی‌ها در بازه‌های زمانی مختلف نمودیم.

در ادامه پس از تخمین مدل TVP-FAVAR با استفاده از نرم‌افزار متلب و استفاده از دو وقفه متغیرهای درون‌زای مدل، نتایج آنالیز واکنش آنی متغیرهای مدل روی قیمت دارایی‌های بورس، مسکن و ارز تا ۴۰ دوره ارائه شده است. با توجه به اینکه تابع واکنش آنی تحقیق حاضر در طول زمان متغیر است، در نمودارهای ذیل طول متغیر زمان، ارتفاع تغییرات متغیر قیمت دارایی و عرض عامل سیاست مالی است که تغییرات آن می‌تواند بر قیمت دارایی موثر باشد.

در ادامه پس از شناسایی اقدام به بررسی نحوه اثرگذاری شوک آنی و بلند مدت سیاست مالی بر هر یک از متغیرهای قیمت دارایی‌ها خواهیم نمود. جهت دست یافتن به این نتیجه از روش TVP-FAVAR بهره خواهیم برد.^۶

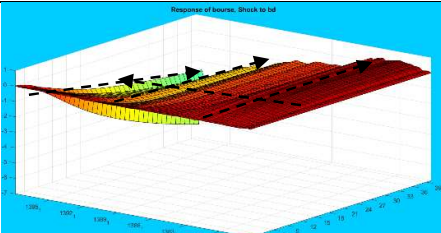
جدول ۱: شوک آنی تأثیر سیاست مالی بر قیمت دارایی‌ها

نام متغیر	نمودار	نتیجه
مسکن		با توجه به نمودار تغییرات یک انحراف معیار در سیاست مالی در طی زمان همانند حرف U ابتدا باعث کاهش سپس افزایش (حرکت بر روی محور افقی) بازدهی قیمت مسکن شده است. با توجه به نمودار نقش سیاست مالی بر قیمت مسکن منفی بوده است. تغییرات یک انحراف معیار در سیاست مالی در هر دوره (با حرکت بر روی محور عرضی)، در ابتدا و اواسط دوره تأثیر مثبت و در اواخر دوره تأثیر منفی بر قیمت مسکن داشته است.
ارز		با توجه به نمودار تغییرات یک انحراف معیار در سیاست مالی در طی زمان همانند حرف U ابتدا باعث کاهش سپس افزایش (حرکت بر روی محور افقی) قیمت ارز شده است. با توجه به نمودار نقش سیاست مالی بر نرخ ارز شدیداً مثبت بوده است. تغییرات یک انحراف معیار در سیاست مالی در هر دوره (با حرکت بر روی محور عرضی)، در ابتدا و اواسط دوره تأثیر مثبت و اندک و در اواخر دوره تأثیر مثبتی بر نرخ ارز داشته است.

منبع: یافته‌های پژوهشگر

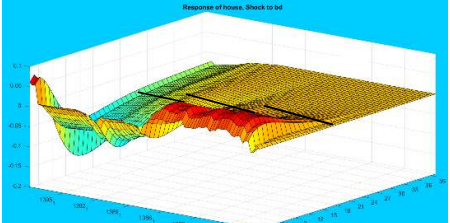
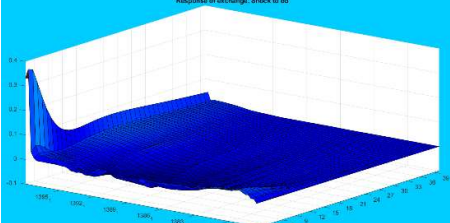
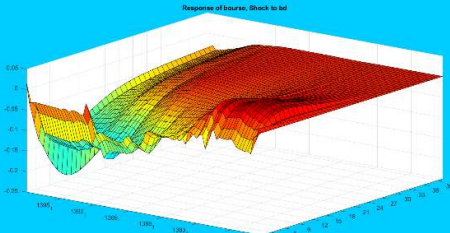
در ادامه اقدام به بررسی اثر کوتاه مدت، میان مدت و بلند مدت شوک سیاست مالی بر قیمت دارایی‌ها خواهیم نمود. مقیاس بازه زمانی کوتاه، میان و بلند مدت این بخش صرفاً به بررسی طول دوره مورد بررسی در تحقیق مرتبط است. به صورت عرف ۰/۳ اول هر دوره زمانی را کوتاه مدت، ۰/۴ وسط را میان

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / شماره پنجاه / بهار ۱۴۰۱

<p>با توجه به نمودار تغییرات یک انحراف معیار در سیاست مالی در طی زمان باعث کاهش (حرکت بر روی محور افقی) قیمت سهام شده است. تغییرات یک انحراف معیار در سیاست مالی در هر دوره (با حرکت بر روی محور عرضی)، در ابتدا و اواسط دوره تأثیر مثبت و اندک و در اواخر دوره تأثیر منفی بر قیمت سهام داشته است.</p>		<p align="center">بورس</p>
--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------	----------------------------

مدت و ۰/۳ اخر بازه زمانی را نماد بلند مدت ارائه می کنند. در جدول شماره (۷)، خروجی این نتایج ارائه شده است.

جدول ۲: طول دوره اثرگذاری (شوک بلند مدت) سیاست مالی بر قیمت دارایی‌های منتخب

نام متغیر	نمودار	اثرگذاری در کوتاه مدت	اثرگذاری در میان مدت	اثرگذاری در بلندمدت
مسکن		۲۱ دوره	۱۸ دوره	۱۵ دوره
ارز		۱۲ دوره	۶ دوره	۴۰ دوره
بورس		۲۷ دوره	۱۵ دوره	۳۳ دوره

منبع: یافته‌های پژوهشگر

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

مطالعاتی که در دهه اخیر پیرامون رابطه قیمت‌ها با متغیرهای کلان اقتصادی صورت گرفته دارای است، بیش‌تر به تأثیر سیاست پولی پرداخت شده است؛ ولی در چند سال اخیر و به ویژه بعد از بروز بحران مالی جهانی توجه به لزوم سیاست ملی در فعالیتهای اقتصادی و به ویژه در کشورهای در حال توسعه از جمله ایران که بیش‌تر فعالیتهای اقتصادی به درآمد نفتی و ارز حاصل از آن بستگی دارد از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است.

بر اساس نتایج سیاست مالی در روند بلند مدت خود تأثیر مثبتی بر قیمت هر یکی از دارایی‌ها داشته است. این تأثیر بر متغیر نرخ ارز در سال‌های اخیر به شدت تقویت شده است. لازم بذکر است بر اساس نتایج در سال‌های اخیر سیاست مالی انبساطی بر قیمت مسکن و بازار سهام تأثیر منفی و بر نرخ ارز تأثیر مثبت داشته است، بنابراین پیشنهاد می‌شود دولت مخارج خود را کنترل نماید و با بهبود ترکیب از افزایش مخارج عمرانی نسبت به مخارج جاری می‌توان موجب بهبود وضعیت بازار مسکن و سهام شده و موجبات کنترل افزایش بی‌رویه ارز گردد. بر اساس نتایج (نمودارهای جدول ۲)، در کوتاه مدت شوک سیاست مالی بر بازار سهام، در میان مدت، بر شاخص مسکن و در بلندمدت بالاترین تأثیر را بر نرخ ارز داشته است. در نتیجه سرمایه‌گذاران با توجه به بازه زمانی و چشم‌انداز سرمایه‌گذاری خود می‌توانند اقدام به انتخاب بازار مناسب نمایند و سیاست‌گذاران نیز جهت ایجاد ثبات در بازارهای مذکور توانایی انتخاب سیاست بهینه را دارند.

منابع

- (۱) اسماعیلی، حسین و سید کمیل، طیبی. (۱۳۹۲)، بررسی عوامل تأثیرگذار بر نرخ واقعی مؤثر ارز در اقتصاد ایران با استفاده از رهیافت خود توضیح با وقفه گسترده، فصلنامه سیاست‌گذاری پیشرفت اقتصادی. سال دوم. شماره دوم.
- (۲) بزمحمدی، حسین و چشمی، اکبر (۱۳۸۵). اندازه دولت در اقتصاد ایران. مجموعه پژوهش‌های اقتصادی. بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
- (۳) پدرام، مهدی و حرّی، عبدالرحمن (۱۳۹۳). بررسی رابطه بین اندازه دولت و عملکرد بورس اوراق بهادار تهران. فصل نامه دانش مالی تحلیل اوراق بهادار. سال هفتم شماره ۲۳. ۲۸-۱۳
- (۴) خلیلی عراقی، سید منصور، مهرآرا، محسن و عظیمی، سید رضا. (۱۳۹۱)، بررسی عوامل مؤثر بر قیمت مسکن در ایران با استفاده از داده‌های ترکیبی. فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی. سال بیستم. شماره ۶۳. ۳۳-۵۰.
- (۵) رحمانی، عبدالصمد، صمدی، سعید و بخشی دستجردی، رسول (۱۳۹۸). تحلیلی از اثر تکانه‌های سیاست‌های مالی بر بازار سهام: رهیافت تعادل عمومی پویای تصادفی. فصلنامه راهبرد اقتصادی، سال هشتم، شماره بیست و نهم، تابستان ۱۳۹۸، صص ۱۱۰-۸.
- (۶) صمدی، سعید، شیرانی فخر، زهره و داور زاده، مهتاب (۱۳۸۶). بررسی میزان اثر پذیری شاخص قیمت سهام بورس اوراق بهادار تهران از قیمت جهانی نفت و طلا (مدل سازی و پیش بینی). فصلنامه بررسی‌های اقتصادی. دوره ۴، شماره ۲: ۵۱-۲۵.
- (۷) قربان‌زاده، جهانگیر؛ رحمان سعادت؛ تیمور محمدی و اسمعیل ابونوری. (۱۳۹۹). بررسی اثرات سرریز شوک ناشی از سیاست مالی دولت آمریکا بر متغیرهای کلان اقتصاد ایران: رهیافت GVAR. فصلنامه اقتصاد مالی، سال چهاردهم، شماره ۵۰. صص ۹۱-۱۱۴
- (۸) محسنی زنوزی، سید جمال‌الدین؛ حسن حیدری و فرزانه طالبی. (۱۳۹۴). تأثیر سیاست مالی بر قیمت دارایی‌ها و نااطمینانی آن در ایران. فصلنامه علمی-پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۳(۱)، ۱۳۰-۱۰۷.
- (۹) مهرآرا، محسن؛ علی معینی؛ مهدی احراری و امیر هامونی. (۱۳۸۸)، الگوسازی پیش‌بینی شاخص بورس اوراق بهادار تهران و تعیین متغیرهای مؤثر بر آن. فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی، ۱۷، (۵۰)، ۳۱-۵۱.
- 10) Afonso, A. & R. M. Sousa. (2009). The Macroeconomic Effects of Fiscal Policy, Working Paper, No. 991 Available at www.ecb.europa.eu.
- 11) Aye, G. C., Balciilar, M., Gupta, R., Jooste, C., Miller, S. M., & Ozdemir, Z. A. (2014). Fiscal policy shocks and the dynamics of asset prices: The South African experience. *Public Finance Review*, 42(4), 511-531.

- 12) Blanchard, o. (1981). Output, the Stock Market, and Interest Rates. American Economic Review, 1981, vol. 71, issue 1, 132-43
- 13) Chatziantoniou, I, Duffy. D, Filis, G. (2013). Stock Market Response to Monetary and Fiscal Policy Shocks: Multi-country evidence. Economic Modelling, 30, 454–769.
- 14) Del Negro, M., & Otrok, C. (2008). Dynamic factor models with time-varying parameters: measuring changes in international business cycles.
- 15) Eickmeier, S., Lemke, W., & Marcellino, M. G. (2011). The changing international transmission of financial shocks: evidence from a classical time-varying FAVAR.
- 16) Farka, M. (2009). The effect of monetary policy shocks on stock prices accounting for endogeneity and omitted variable biases”. Review of Financial Economics, 18: pp 47–55
- 17) Gupta, Rangan; Jooste, Charl; Matlou, Kanyane (2014), A time-varying approach to analysing fiscal policy and asset prices in South Africa, Journal of Financial Economic Policy, 6(1), 46-63(18).
- 18) Habermeier, K. F. Mesquta, M. (1999). Long-Run Exchange Rate Dynamics: A Panel Data Study. IMF Working Paper. No. 99/90.
- 19) Koop, G, Bayesian Econometrics, (2003), (Wiley).
- 20) Korobilis, D. & Koop, G. (2014). A new index of financial conditions. European Economic Review, 71, 101-116.
- 21) Laopodis, N., 2010. "Dynamic linkages between monetary policy and the stock market". Review of Quantitative Finance and Accounting 35: pp 271–293.
- 22) Laopodis, N (2013)." Monetary policy and stock market dynamics across monetary regimesq”. Journal of International Money and Finance 33 (2013): pp 381–406.
- 23) Naylor, H. T. (1967), "The Impact of Fiscal and Monetary Policy on the Housing Market", Law and Contemporary Problems, Vol. 32, No. 3, Housing. Part 2: The Federal Role (Summer, 1967), PP. 384-396.
- 24) Stephen M. Miller, Rangan Gupta, Chi Keung Marco Lau and Mark E. Wohar. (2020). Us Fiscal Policy and Asset Prices: The Role of Partisan Conflict. International Review of Finance, Vol. 19, Issue 4, pp. 851-862
- 25) Stock, J. and M.Watson (2008), “Phillips Curve Inflation Forecasts”, NBER Working Paper, No. 14322, 2008.
- 26) Tagkalakis, Athanasios. (2011). Fiscal policy and financial market movement, Journal of banking & finance, 35,231-251.

27) Zellner, Arnold. (1971), Applications of Bayesian Analysis in Econometrics, (1971). Journal of the Royal Statistical Society. Series D (The Statistician) Vol. 32, No. 1/2,

یادداشت‌ها

1 Choleski

2 Time-Variation Coefficient

3 Factor-Augmented Time-Varying Parameter VAR

۴ با توجه به اینکه روش میانگین‌گیری بیزین بر اساس رویکرد احتمال شرطی است، منظور از اطلاعات اولیه تعداد داده‌هایی است که بر اساس آن توزیع پیشین داده‌ها استخراج می‌گردد و منظور از مشاهدات جدید تعداد داده‌هایی است که پس از برآورد توزیع پیشین به مدل اضافه می‌گردد که بر اساس اطلاعات توزیع پیشین (بحث احتمال شرطی)، اقدام به استخراج توزیع پسین می‌نماید.

5 Prior Probability Density Function

۶ در روش TVP-VAR نیاز به مانا بودن (پایایی) متغیرها نیست.