

اثر سیاست‌های ارزی در جهت کاهش کسری حساب جاری (با تأکید بر بحران مالی سال ۲۰۰۸)

سمیرا نجفی استمال^۱ - سید شمس‌الدین حسینی^{۲*} - عباس معمارنژاد^۳ - فرهاد غفاری^۴

چکیده

زمینه: نوسانات نرخ ارز و انحراف آن از مسیر تعادلی یکی از مهمترین متغیرهای اقتصاد کلان است که از جنبه های گوناگون بخش‌های مختلف اقتصاد را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

هدف: این مطالعه با هدف بررسی اثر سیاست‌های ارزی در هنگام وجود کسری تجاری در شرایط بحران مالی (بحران سال ۲۰۰۸) بر شاخص کل بورس اوراق بهادار انجام شده است.

روش: پژوهش حاضر از نظر هدف، کاربردی و توسعه‌ای با استفاده از رویکرد ARDL و VCEM انجام شده است این مطالعه به بررسی رابطه بین نرخ ارز (به عنوان یک سیاست کنترلی در جهت کاهش کسری حساب جاری با توجه به بحران سال ۲۰۰۸) و شاخص کل بورس اوراق بهادار ایران را بررسی می‌کند. برای کاهش اثر متغیر احتمالی حذف شده، نرخ بهره و ذخایر خارجی نیز در این تحلیل گنجانده شده است. در این تحقیق از رهیافت خودبازگشتی با وقفه توزیعی به منظور بررسی رابطه بلند مدت بین متغیرها استفاده شده است.

یافته‌ها: از جمله اقدامات دولت‌ها در مواقع بروز بحران‌ها و کسری در تراز حساب جاری استفاده از کنترل‌های ارزی است. تبیین اثرات نرخ ارز با توجه به وابستگی صنایع بازار بورس اوراق بهادار به واردات مواد اولیه همچنین صادرات محصولات بر شاخص کل بورس اوراق بهادار برای سیاست‌گذاران و فعالان این حوزه بسیار حائز اهمیت است.

نتیجه‌گیری: نتایج حاکی از آن است که بین نرخ ارز و قیمت سهام در دوره‌های بحرانی نسبت به دوره‌های آرام، از نظر ادغام در بلندمدت و علیت کوتاه مدت، سازگاری بیشتری مشاهده می‌شود. همچنین نتایج اجرای سیاست‌های ارزی، در جهت بهبود حساب جاری تایید بر منحنی J دارد.

واژگان کلیدی: سیاست‌های ارزی، کسری حساب جاری، شاخص کل بورس اوراق بهادار، بحران مالی، ARDL

^۱ دانشجوی دکتری، گروه اقتصاد، واحد علوم تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. s.n.a.najafi@gmail.com

^۲ دانشیار، گروه اقتصاد، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول) hosseyni@srbiau.ac.ir

^۳ استادیار، گروه اقتصاد، واحد علوم تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. memarnejad@srbiau.ac.ir

^۴ دانشیار، گروه اقتصاد، واحد علوم تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. farhad.ghaffari@yahoo.com

مقدمه

گسترش فعالیت‌های دولتی و افزایش سهم دولت در اقتصاد اینگونه کشورها منجر می‌شود؛ به گونه‌ای که مخارج مصرفی و سرمایه‌گذاری دولت سهم عمده‌ای از تقاضای کل را به خود اختصاص می‌دهد. در مقابل، در سمت درآمدی، دولت منابع درآمدی کافی برای پوشش مخارج گسترده خود را ندارد. نتیجه چنین فرآیندی در این کشورها چیزی به غیر از ایجاد کسری بودجه مداوم و مستمر نخواهد بود (کاسی باتالا^۱، ۳۰۹، ۲۰۲۱).

نوسانات نرخ ارز ناشی از دو عامل مهم درآمدهای نفتی و سیاست‌های ارزی دولت است. لازم به ذکر است سیاست‌های ارزی دولت تا حد بالایی به وضعیت درآمدهای نفتی بستگی دارد. به عبارتی زمانی که درآمدهای نفتی دولت بالا است و از ذخایر ارزی انباشته شده مناسبی برخوردار است، نقش دولت به عنوان نقش مسلط است و از طریق عرضه ارز به کنترل نرخ ارز می‌پردازد. بنابراین در دوره رونق در بازار نفت نرخ واقعی ارز کاهش می‌یابد. و بالعکس در زمانی که رکود در درآمدهای ارزی وجود دارد کنترل نرخ ارز توسط دولت کاهش می‌یابد در نتیجه نرخ ارز افزایش می‌یابد. در نتیجه دولت در تلاش است با استفاده از ذخایر انباشته شده در دوران رونق درآمدهای نفتی، نرخ ارز را در دوران رکود درآمدهای ارزی کنترل نماید. برای مثال پس از بحران مالی جهانی در سال ۱۳۸۷ و کاهش شدید درآمدهای نفتی، این ذخایر ارزی انباشته شده در دوره رونق نفتی بود که قدرت مانور دولت و بانک مرکزی را برای کنترل نرخ ارز حفظ نمود، اما در دوره‌هایی مانند دهه شصت و دهه هفتاد که درآمد نفتی در سطح بالایی نبوده و ذخایر ارزی نیز از وضعیت مناسبی برخوردار نبوده‌اند، قدرت مانور دولت برای کنترل نرخ ارز بسیار پایین بوده است؛ بنابراین در مجموع، میزان درآمدهای نفتی و سیاست‌های دولت و بانک مرکزی در مدیریت ذخایر ارزی، نقش مسلط را در تعیین نرخ ارز در اقتصاد ایران

ادبیات اقتصادی وسیع و با سابقه‌ای در مورد تأثیر کسری حساب جاری تقسیم می‌شود. دیدگاه کینزی بر اساس دو فرض عدم اشتغال کامل و دید کوتاه مدت عوامل اقتصادی، بودجه بر اجزای طرف تقاضا وجود دارد. این ادبیات به سه دیدگاه کینزی، نئوکالسیکی و ریکاردویی نتیجه می‌گیرد که کسری حساب جاری موجب افزایش مصرف، افزایش سرمایه‌گذاری، کاهش خالص صادرات افزایش تقاضای کل می‌شود. بر اساس این دیدگاه، افزایش (افزایش کسری حساب جاری) و در نهایت، کسری بودجه به دو دلیل افزایش درآمد قابل تصرف (کاهش مالیات) و افزایش خالص ثروت (افزایش بدهی دولت) موجب افزایش مخارج مصرفی می‌شود (تسکوئیس^۱، ۴۵۵، ۲۰۲۱).

در مقابل، دیدگاه ریکاردویی با فرض اساسی افق زندگی نامحدود بیان می‌کند که کسری حساب، صرف نظر از روش تامین مالی بر مصرف، حساب جاری و نرخ ارز حقیقی تأثیر نمی‌گذارد. طبق دیدگاه ریکاردویی، افزایش کسری حساب جاری به مثابه افزایش مالیات‌های آینده در نظر گرفته می‌شود و به دلیل افق زندگی نامحدود خانورها موجب افزایش پس انداز خصوصی در زمان حال می‌شود (بارو^۲، ۲۳۳، ۲۰۲۲).

دیدگاه نئوکالسیک بین دو دیدگاه کینزی و ریکاردویی قرار دارد. این دیدگاه با فرض افق زندگی محدود نتیجه می‌گیرد که اگر سیاست کسری موقت تلقی شود، بدون تأثیر خواهد بود؛ اما، اگر تغییرات کسری حساب دائمی در نظر گرفته شود، می‌تواند بر متغیرهای طرف تقاضا تأثیر گذارد (گالی^۳، ۱۸، ۲۰۲۰).

یکی از مشکلات اقتصادی بیشتر کشورها در دهه‌های اخیر، کسری حساب جاری به طور همزمان است. این مشکل در کشورهای در حال توسعه به طور گسترده‌تری مشاهده می‌شود؛ زیرا این کشورها از داشتن بخش خصوصی کارا محروم‌اند. این امر به

ایفا می‌نماید (جلائلی و همکاران، ۱۳۸۵). آنچه بررسی حساب جاری را دشوار کرده مشکلات کشورهای در حال توسعه همچون ایران است. مشکلاتی نظیر کسری بودجه دولت و سیاست‌های نادرست ارزی بعلاوه تورم‌های شدید سبب شده، وقوع شوک‌های مالی و پولی مختلف (خارجی) و اثرات متقابلی که هر کدام با کسری‌های تجاری بخش خارجی دارند بررسی ترازپرداخت‌ها را دشوارتر نموده است (طهماسبی، جعفری صمیمی و امیری، ۱۳۹۱، ۱۸۴).

نرخ ارز عبارت است از مقداری از واحد پولی ملی یک کشور که برای به دست آوردن واحد پول کشور دیگر باید پرداخت شود. سیاست ارزی عبارت است از تعیین نرخ ارز. لازم به ذکر است اتخاذ رژیم ارزی مناسب نیز بسیار حائز اهمیت است. هر رژیم ارزی دارای محدودیت‌هایی است و این محدودیت‌ها بر سیاست اقتصاد کلان موثر است.

عوامل مختلفی بر طراحی سیاست‌های ارزی کشورها تاثیر می‌گذارد: از جمله حجم و تنوع تجارت خارجی، عمق بازارهای مالی، ثبات اقتصاد کلان و احتمال وقوع شوک‌های خارج.

لازم به ذکر است کشورهایی که دارای اقتصادهای کوچک‌اند و بی‌ثباتی اقتصادی را تجربه کرده‌اند و اکثراً دارای سابقه تورم‌های بالا هستند، برای ثبات پولی و کنترل تورم از یک لنگر اسمی ارز استفاده می‌کنند و خود را تابع رژیم‌های ارزی "میخکوب^۵ سخت" می‌کنند. در این روش پول ملی به یک ارز مانند دلار یا سبدي از ارز خارجی و یا اصطلاحاً میخکوب می‌کنند. گروه دوم مربوط به کشورهایی می‌شود که در تولید و تجارت خارجی تنوع اندکی دارند ولی دارای ذخایر خارجی بالایی هستند مانند عربستان، امارات، کویت، قطر. این کشورها از سیاست ارزی "میخکوب متعارف" استفاده می‌کنند. چارچوب سیاست پولی در این کشورها براساس لنگر اسمی ارز می‌باشد. گروه سوم مربوط می‌شود به اقتصادهای نوظهور و در حال

توسعه‌ای مانند چین، سنگاپور و مالزی که دارای بازار مالی قوی هستند. همچنین در سیاست‌های کلان دارای انضباط هستند لذا از رژیم "میانه" برای این کشورها استفاده می‌شود. گروه چهارم اقتصادهای نوظهوری است که تنوع تولید و تجارت دارند مانند برزیل، هند، کره جنوبی، ترکیه، آرژانتین و اندونزی. در این کشورها حمایت از رژیم ارزی "شناور" می‌شود. گروه پنجم شامل اقتصادهای بزرگ و صنعتی و همچنین دارای بازارهای مالی قوی و عمیق هستند لذا از رژیم ارزی "شناور آزاد" بهره می‌برند مانند ژاپن، نروژ، سوئد، بریتانیا، آمریکا، اتریش، فرانسه، آلمان و ایتالیا.

در مورد ایران می‌توان گفت که رژیم ارزی نه میخکوب و نه شناور آزاد است بلکه یک رژیم "میانه" است. لازم به ذکر است تعیین نرخ ارز پیش‌تر مستقیماً توسط دولت انجام می‌شد. اما از ابتدای دهه ۸۰ به رژیم "شناور مدیریت شده" تغییر پیدا کرده است. عوامل تعیین‌کننده نرخ ارز در هر اقتصادی متفاوت است که می‌توان به ترازپرداخت‌ها، تفاوت تورم داخل و خارج، ذخایر خارجی، بدهی خارجی و بازده مورد انتظار در بازارهای مختلف می‌توان یاد کرد. سوالی که مطرح می‌شود آن است که چرا دولت‌ها در اقتصاد ایران پایبند به رژیم ارزی شناور نبودند و همیشه سعی کردند که نرخ ارز اسمی را تثبیت کنند؟ پاسخ آن است که در اقتصاد ایران، یک سیاست پولی کارآمدی برای کنترل تورم و ثبات پولی وجود ندارد و بانک مرکزی ناچار است با تثبیت نرخ ارز، انتظارات تورمی را کنترل کند. در واقع بانک مرکزی از لنگر اسمی نرخ ارز برای کنترل انتظارات تورمی استفاده می‌کند. در یک اقتصاد تورمی مانند ایران، تثبیت نرخ ارز اسمی به مدت طولانی منجر به کاهش نرخ ارز حقیقی، کاهش ذخایر ارزی بانک مرکزی، کاهش صادرات، افزایش واردات، افزایش قاچاق و کاهش توان رقابت‌پذیری اقتصاد ملی و تضعیف رشد اقتصادی می‌شود. مشکل بزرگ دیگر آن است که تثبیت نرخ ارز اسمی در یک اقتصاد

ارزی به صورتی پایدار قابل دوام باشد، سوم اینکه سیاست ارزی باید با توجه به توانایی‌های واقعی سیاست ارزی اعمال شود و در نهایت اینکه سیاست ارزی موجبات ایجاد عدم تعادل در اقتصاد کلان در بخش داخلی و خارجی را فراهم نکند.

۳- تفکیک نرخ ارز تعادلی و بهینه: نرخ ارز تعادلی برابر است با برابری عرضه و تقاضای ارز در بازار ارز است. به عبارتی نرخ ارز به صورت دستوری تعیین نشود.

یک نکته در مورد سیاست‌های ارزی بایستی ذکر شود که از دیرباز نرخ ارز نه تنها به عنوان ابزاری برای توازن بازرگانی خارجی یا اقتصاد ملی بلکه به عنوان ابزاری برای تعادل بودجه مورد توجه واقع شده است (عموماً سیاست‌های مالی بر سیاست‌های ارزی و پولی کشور سلطه داشته است). به عبارتی در اعمال سیاست‌های ارزی، سیاست‌های دولت بر سیاست‌های بانک مرکزی مسلط است. سیاست‌های مالی دولت برای کنترل درآمدهای دولت و مدیریت منابع صندوق ذخیره ارزی است که مشخص نماید میزان ارز ورودی به اقتصاد چقدر باید باشد. سیاست‌های ارزی بانک مرکزی در راستای سیاست‌های مالی دولت هم این گونه تعیین می‌شود که چه میزان از ارزهایی که به واسطه سیاست‌های دولت وارد اقتصاد شده است به بازار ارز و چه میزان به ذخایر ارزی بانک مرکزی اضافه شود. با توجه به حجم عظیم درآمدهای نفتی که از کانال سیاست مالی دولت به چرخه اقتصاد وارد می‌شود، قدرت مانور بانک مرکزی برای کنترل تزریق ارز به بازار ارز اندک است، چون افزایش ذخایر ارزی بانک مرکزی به معنای افزایش پایه پولی و به تبع آن حجم پول است؛ بنابراین اعمال سیاست ارزی نیازمند هماهنگی کامل دولت و بانک مرکزی جهت مدیریت ذخایر ارزی کشور است. سیاست مناسب در این راستا انباشت ذخایر ارزی در دوره رونق نفتی و تزریق ذخایر ارزی در دوره رکود بازار نفت و کاهش

تورمی، در فواصل زمانی مختلف زمینه جهش نرخ ارز و بحران سفته‌بازی را به دنبال دارد. تثبیت نرخ ارز اسمی و سرکوب نرخ ارز، بارها مورد تجربه قرار گرفته است و خسارت‌های فراوانی نیز از این محل به اقتصاد ایران تحمیل شده است. در واقع چرخه معیوب «سرکوب نرخ ارز- جهش نرخ ارز» بارها در اقتصاد ایران تکرار شده است. علت اصلی این چرخه معیوب در اقتصاد ایران را می‌توان رشد بالای نقدینگی و تورم مزمن دانست. علت رشد بالای نقدینگی و تورم مزمن هم می‌توان عمدتاً ناشی از نبود یک سیاست پولی کارآمد، عدم استقلال بانک مرکزی، کسری بودجه دولت، مشکلات ساختار نظام بانکی و نبود انضباط مالی و بودجه‌ای دولت است. لذا برای اصلاح سیاست ارزی در ایران بایستی در ابتدا مساله رشد نقدینگی و تورم مزمن حل شود. در نتیجه می‌توان گفت سیاست ارزی مناسبی است که به ثبات اقتصادی و مدیریت شوک ارزی کمک کند و رقابت‌پذیری اقتصاد ملی و رشد اقتصادی را فراهم نماید (جلالی و نادریان، ۲۳۱، ۱۳۹۵)

برای انتخاب یک سیاست ارزی مناسب می‌توان معیارهایی را نظر بگیریم شامل:

- ۱- توجه به نرخ ارز واقعی و اسمی به طور همزمان: زیرا نرخ ارز اسمی در شرایط تورمی سرعت افزایش قیمت داخلی نسبت به خارجی را بیشتر نشان می‌دهد در نتیجه موجب تورش در مدیریت نرخ ارز و عدم تعادل در بخش خارجی می‌شود.
- ۲- توجه به اهداف سیاست‌گذاران: بایستی توجه شود که سیاست‌گذاران از سیاست ارزی به عنوان ابزاری برای کنترل تورم استفاده می‌گیرند و یا بهبودتراز تجاری زیرا هر کدام جهت‌گیری متفاوتی خواهند داشت. اما مساله مهم این است که اهداف سیاست ارزی باید به نحوی تنظیم شود که اولاً سیاست ارزی را در سازگاری با سایر سیاست‌های اقتصاد کلان قرار دهد، دوم اینکه سیاست‌های

می‌پردازیم. سیاست پولی به عنوان یکی از انواع سیاست‌های اقتصادی، شامل فرایندهایی است که بانک مرکزی و یا مقام پولی کشور به کنترل عرضه پول و سایر متغیرهای پولی می‌پردازند (بهرامی و قریشی، ۱۸، ۱۳۹۰). سیاست‌های پولی همراه با مجموعه‌ای از تغییرات از بازارهای مالی شروع به کل سیستم اقتصادی تسری می‌یابد. اهداف اصلی سیاست‌های اقتصاد کلان شامل رشد اقتصادی و ثبات سطح عمومی قیمت‌ها است و سیاست‌های پولی می‌تواند ابزاری برای دستیابی به این اهداف باشد. ابزار سیاست‌های پولی را در دو دسته کلی شامل ابزار کمی و کیفی تقسیم‌بندی می‌کنیم:

الف: نسبت سپرده قانونی: شامل نرخ ذخیره قانونی ضرب در سپرده‌ها می‌باشد و به عبارتی شامل ذخایر مازادی است که بانک‌ها به اختیار خود نگه می‌دارند. این نرخ ضریب فزاینده را متاثر می‌سازد.

ب: نرخ تنزیل مجدد: تغییر در ذخایر قرض گرفته شده می‌باشد که سبب می‌شود پایه پولی تحت تاثیر قرار گیرد.

ج: عملیات بازار باز: سبب تغییر کمیت ذخایر، عرضه پول و پایه پولی می‌شود. خرید از بازار باز مقدار ذخایر عرضه‌شده را افزایش و فروش در بازار باز موجب افزایش نرخ بهره می‌شود.

چ: بهره پرداختی به ذخایر: با تغییر در بهره پرداختی به ذخایر نرخ وجوه تغییر می‌کند به طور مثال افزایش در نرخ پرداختی به ذخایر سبب افزایش تقاضا برای ذخایر و از طرف دیگر منجر به کاهش عرضه می‌شود زیرا همان مقدار از ذخایر از مقدار کمتری سپرده پشتیبانی می‌کند و با توجه به رجحان نقدینگی کاهش عرضه پول منجر به افزایش نرخ بهره می‌شود.

الف: کنترل مستقیم: تعیین سقف اعتبارات کلی و بخشی، ترجیحی کردن نرخ بهره اعتبارات بخشی
ب: ترغیب اخلاقی: در اقتصادهای تک‌محصولی وابستگی اقتصادی کشور به درآمدهای حاصل از

درآمدهای نفتی است (شهبازی، روحانی و عزیزنژاد، ۳۹، ۱۳۹۴). در تعیین نرخ ارز در ایران خطاهای بزرگی رخ داده است که می‌توان در قالب دو خطای مهم تقسیم بندی کرد: خطای اول؛ هدف‌گذاری نرخ اسمی ارز در ایران و خطای دوم تزریق درآمدهای عظیم و برون زای نفت در بازار ارز ایران (عاطفی منش، ۱۳۹۴). بنابراین بهترین سیاست ارز برای انتخاب نرخ ارز برای ایران را می‌توان نرخ ارزی که به سمت نرخ بهینه است انتخاب کرد. همانطور که قبلا اشاره شد میزان درآمدهای نفتی و سیاست‌های دولت و بانک مرکزی در مدیریت ذخایر ارزی، نقش مسلط را در تعیین نرخ ارز در اقتصاد ایران ایفا می‌کند. میزان درآمدهای نفتی به سیاست‌های داخلی بستگی ندارد، بلکه به تحولات بازار جهانی بازار نفت مربوط می‌شود؛ بنابراین تنها نحوه تخصیص درآمدهای نفتی و مدیریت ذخایر ارزی است که نقش موثری در اعمال سیاست ارزی ایفا می‌نماید.

در اعمال سیاست‌های ارزی بایستی در نظر داشت تنها بخش ارزی اقتصاد مد نظر نیست بلکه تغییرات نرخ ارز بر کل اقتصاد اثر خواهد داشت و بخش‌های پولی و مالی به صورت همزمان تحت تاثیر سیاست ارزی قرار خواهند گرفت (مصطفی‌پور و سخایی، ۳۱۴، ۱۳۹۰).

عواملی که در بلندمدت بر نرخ ارز موثر است: سطوح نسبی قیمت‌ها، محدودیت‌های تجاری (وضع تعرفه و گمرک)، اولیت دادن به کالای داخلی در برابر کالاهای خارجی. در کوتاه مدت هم می‌توان نرخ ارز را همان قیمت دارایی‌های داخلی بر حسب دارایی خارجی بیان نمود به عبارتی یک رهیافت بازار دارایی برایش در نظر گرفت.

حال برای بررسی اثرات سیاست‌های ارزی در جهت کاهش کسری تراز تجاری و اثر آن بر شاخص کل بورس اوراق بهادار به بررسی سیاست‌های پولی می‌پردازیم که سبب تغییر در عرضه پول و پایه پولی در نتیجه تغییر در نرخ ارز و اثرات آن می‌شود

بنابراین با توجه به مباحث مطرح شده و نقش تجارت خارجی برای کشورهای در حال توسعه مانند ایران که با توجه به وابسته بودن به نفت و کسری حساب جاری، اهمیت سیاست‌های اعمالی در جهت کاهش کسری حساب جاری موضوع دو چندان می‌کند.

به طور کلی دو دیدگاه کینزینی و کلاسیکی در مورد سیاست‌های پولی وجود دارد. براساس نظر کینز و طرفدارانش سیاست پولی کارایی لازم را در توسعه فعالیت‌های اقتصادی و سرمایه‌گذاری ندارد. بر اساس این نظریه هزینه‌های دولت و مالیات می‌تواند با تاثیر شدید در سطح تقاضای کل و به ویژه افزایش تقاضا، افزایش‌دهنده‌ی درآمد و تولید ملی باشد. براساس دیدگاه کلاسیک‌های جدید و طرفداران مکتب پولی بهترین راه مقابله با نوساناتی چون تورم و کساد، سیاست پولی بوده است. طرفداران سیاست پولی متقابلاً برای سیاست مالی تاثیر چندانی قائل نیستند. زیرا بنا به تحلیل آن‌ها اگر دولت هزینه‌های خود را افزایش دهد به معنای رقابت با بخش خصوصی برای تامین مالی است که با انتشار اوراق قرضه با سود بیشتر همراه است. افزایش تقاضای دولت باعث شرایط دشوارتر استفاده از تسهیلات مالی برای بخش خصوصی و اثر دفع ازدحامی می‌گردد که طرفداران سیاست پولی مقدار آن را تقریباً معادل سرمایه‌گذاری دولت دانسته‌اند و نتیجه می‌گیرند که در تقاضای کل افزایشی به وجود نمی‌آید (ثقفی، ۱۳۷۱).

با توجه به مطالعات انجام‌شده توسط اقتصاددانانی همچون میشکین^۱ (۱۹۹۵)، هوبارد^۲ (۱۹۹۵)، سچتی^۳ (۱۹۹۹) برای انتقال اثر سیاست پولی در یک اقتصاد باز و متغیرها چهار کانال اصلی نرخ بهره، نرخ ارز، تغییر قیمت دارایی‌ها و اعتبارات بانکی تقسیم‌بندی کردند.

در یک مرور کلی و اجمالی بر کانال‌های سیاست‌های پولی می‌توان کانال نرخ بهره را به عنوان یکی از متداول‌ترین روش‌ها برای اثرگذاری بر هزینه

صادرات نفت سبب می‌شود که اعمال سیاست‌های پولی گاهاً اثرات غیرمتقارن بر متغیرهای اقتصادی داشته‌باشد. اثرات غیرمتقارن در زمینه سیاست پولی به وضعیتی اشاره دارد که در آن اثرات یک سیاست معین ثابت نیست و با توجه به شرایط مختلف تغییر می‌کند. مساله اثرگذاری نامتقارن شوک‌های پولی بر روی متغیرهای اقتصادی از مباحث جدید از طرف کینزین‌ها است (کميجانی و زارعی، ۱۳۹۴). به عبارتی سیاست‌های پولی علاوه بر متغیرهای اسمی نرخ ارز، نرخ بهره، سطح عمومی قیمت‌ها، متغیرهای واقعی همچون قیمت‌های نسبی، واردات و صادرات و تولید را تحت تاثیر قرار می‌دهد (طاهری فرد و موسوی آزاد کسمایی، ۱۳۸۷). در یک نگاه کلی‌تر می‌توان دید که برون‌زایی قیمت نفت و نوسانات درآمد نفتی ناشی از آن، سبب نوسانات تراز تجاری می‌شود. تجربیات گذشته نشان داده است که در نوسانات قیمت نفت و اعمال سیاست‌های نامناسب پولی در جهت رفع کسری بوجه که غالباً روش استقراض از سیستم بانکی بوده‌است نتیجه آن افزایش میزان نقدینگی و تورم و در نهایت عدم تعادل تراز تجاری خارجی در گذشته شده است (نجارزاده و شقاقی شهری، ۱۳۸۴).

بررسی کارایی کانال‌های سیاست پولی در اقتصاد ایران نشان‌دهنده آن است که نرخ ذخیره قانونی و نرخ سود تسهیلات در اقتصاد ایران بخصوص در سال‌های بعد از انقلاب بسیار مورد استفاده قرار گرفته است (طاهری فرد و موسوی آزاد کسمایی، ۱۳۸۷) و عملیات بازار باز و نرخ تنزیل مورد استقبال سیاست‌گذاران نبوده است. از سوی دیگر نرخ سود سپرده قانونی در جهت کنترل حجم پول از سوی بانک مرکزی بارها مورد استفاده قرار گرفته است و در کنترل حجم نقدینگی نقش اندکی داشته است. ولی این ابزار کارایی چندانی نداشته‌است زیرا همواره در بیشتر سال‌های پس از انقلاب بانک‌های تجاری دارای مازاد منابع بوده‌اند.

استفاده از سرمایه و از طریق آن تغییر در مخارج سرمایه‌گذاری بنگاه‌ها و خانوار یاد کرد (کمپجانی و علی نژاد مهربانی، ۱۳۹۱). طرفداران کینزین‌ها نرخ بهره را در انتقال سیاست پولی موثر دانسته به نحوی که آن را عامل ارتباط و انتقال سیاست پولی به بخش واقعی می‌دانستند. کینزین‌ها با استفاده از منحنی IS-LM اثرات نرخ بهره بر تقاضای سرمایه‌گذاری با استفاده از تغییر مخارج سرمایه‌گذاری، مخارج مصرفی کالای بادوام و حساب سرمایه مورد بررسی قرار دادند. با اعمال سیاست پولی نرخ بهره واقعی کاهش می‌یابد و در نتیجه هزینه سرمایه کاهش و افزایش میزان سرمایه‌گذاری و در نتیجه تقاضای کل افزایش می‌یابد. بعلاوه با تغییر نرخ بهره علاوه بر مخارج سرمایه‌گذاری، تقاضای مخارج مصرفی کالای بادوام تغییر می‌کند. در فرآیند انتقال از طریق حساب سرمایه می‌توان گفت تغییر نرخ بهره جریانات سرمایه را نیز تحت تاثیر قرار می‌دهد (طاهری فرد و موسوی آزاد کسمایی، ۱۳۸۷).

در ارتباط با نرخ ارز ۲ تحلیل وجود دارد زمانی که نرخ بهره کاهش می‌یابد ارزش دارایی‌های داخلی نسبت به دارایی‌ها با پول‌های دیگر کاهش می‌یابد. کاهش ارزش پول داخلی سبب ارزان‌تر شدن کالای داخلی نسبت به کالای خارجی می‌شود. که از این طریق، منجر به انتقال مخارج مصرفی به سوی اقتصاد داخلی می‌شود و خالص صادرات افزایش و تقاضای کل اضافه می‌شود. در یک تحلیل دیگر با اعمال سیاست پولی انقباضی و افزایش نرخ بهره داخلی، تعادل دوباره در بازار ارز خارجی، مستلزم این است که پول داخلی به تدریج با نرخ‌ی که باعث برابری بازدهی‌های تعدیل شده انواع مختلف ابزارهای بدهی می‌شود، تضعیف گردد. این همان شرایط برابری نرخ‌های غیرپوششی است. نظریه دورنبوش ماندل فلمینگ (مدل کینزین‌های سنتی) و در مدل‌های جدید کینزین‌ها کاهش ارزش آتی پیش‌بینی شده با توجه به

تعدیل آهسته قیمت‌ها، مستلزم افزایش ارزش اولیه پول داخلی است که کالاهای تولید داخل را نسبت به کالاهای خارجی گرانتر می‌کند. خالص صادرات کالا، افت می‌کند و به تبع آن، تولید داخلی و اشتغال کاهش می‌یابد. از طرفی، تغییرات نرخ ارز به طور مستقیم بر سطح قیمت کالاهای وارداتی تأثیر دارد. البته میزان اثرگذاری نرخ ارز بر قیمت محصولات وارداتی، به کشش واردات به نرخ ارز وابسته است. به هر حال، تغییرات قیمت کالاهای وارداتی با توجه به اینکه از نوع کالاهای مصرفی یا سرمایه‌ای باشد، نقش زیادی در تعیین میزان تغییرات سطح عمومی قیمت‌های داخلی دارد و از این رو، بر تورم داخلی تأثیر می‌گذارد. بنابراین، کانال نرخ ارز نقش مهمی در چگونگی تأثیرگذاری سیاست پولی بر اقتصاد دارد. در این خصوص، دو عامل مهم است: اول حساسیت نرخ ارز به تغییرات نرخ بهره و دوم درجه باز بودن. هر چه اقتصادها بازتر باشد، عملکرد و نقش این کانال بیشتر است (کمپجانی و علی نژاد مهربانی، ۱۳۹۱). لازم به ذکر است نرخ ارز برای یک اقتصاد کوچک باز از مهم‌ترین کانال‌های انتقال به حساب می‌آید زیرا هم تقاضا و هم عرضه را تحت تاثیر قرار می‌دهد (Lin, 2012).

کانال قیمت دارایی‌ها (دارایی‌های مالی (سهام) و دارایی‌های فیزیکی (مسکن)) مکانیزیم مورد توجه پولیون بوده، سیاست پولی بر قیمت نسبی دارایی‌ها و ثروت حقیقی تأثیر می‌گذارد. با اجرای سیاست پولی، قیمت دیگر دارایی‌ها متناسب با درجه‌ی شوک پولی نوسان پیدا می‌کند و ممکن است بر تولید و سطح عمومی قیمت‌ها و تراز پرداخت‌ها تأثیر گذارد. تیلور بیان می‌کند که شواهد تجربی قوی دال بر وجود اثرات اساسی نرخ بهره بر تقاضای سرمایه‌گذاری و مخارج مصرف کننده وجود دارد. میشکین کانال قیمت دیگر دارایی‌ها را براساس تئوری^۹ q توبین (۱۹۶۹) و اثر ثروت مودیگلیانی^{۱۰} (۱۹۷۱) معرفی می‌کند. وی معتقد

تامین منابع سرمایه ای هستند اثر کمتری از سیاست پولی انقباض می‌بینند (ترکی و همکاران، ۱۳۸۹).

نقش سیاست‌های پولی در کشورهای توسعه‌یافته و در حال توسعه می‌تواند متفاوت باشد، به طوری که در کشورهای توسعه‌یافته، نقش سیاست‌های پولی و مالی به منظور ملایم کردن چرخه‌های اقتصادی است. در حالی که در کشورهای در حال توسعه نقش سیاست‌های پولی و مالی با رشد و توسعه اقتصادی پیوند خورده است (اصغرپور و همکاران، ۱۳۹۰).

دو حالت کلی برای اثر سیاست‌های پولی بر تراز تجاری می‌توان در نظر گرفت شامل سوئیچینگ هزینه (تغییر مخارج) و جذب درآمد (کانال درآمد). به طور مثال نرخ ارز با توجه به سیاست پولی سختگیرانه، تراز تجاری را از طریق دو اثر مخالف سوئیچینگ هزینه و جذب درآمد تحت تأثیر قرار می‌دهد. مطابق با اثر سوئیچینگ هزینه، افزایش در نرخ ارز باعث ارزان‌تر شدن کالاهای خارجی و افزایش واردات به کشور و بدتر شدن تراز تجاری می‌شود. در مقابل این اثر، اثر جذب درآمد نیز به شکل کاهش تولید ناخالص و افت فعالیت‌های اقتصادی و در نهایت منجر به پیدایش رکود می‌شود. بسیاری از اقتصاددانان را به نتیجه‌گیری در خصوص بی‌ثمر بودن سیاست‌های پولی انبساطی نسبت به سیاست‌های پولی انقباضی رهنمون می‌سازد. در نتیجه سیاست پولی انقباضی صورت خواهد گرفت که باعث پایین آمدن تقاضای واردات می‌شود و تراز تجاری کشور را بهبود می‌بخشد. تراز تجاری هر کشور بر اساس برآیند این دو اثر مخالف تعیین خواهد شد. اگر اثر درآمدی قویتر از سوئیچینگ هزینه باشد، تراز تجاری بهبود خواهد یافت و بالعکس (یزدانی و نورافروز، ۱۳۹۴).

تأثیرات کاهش ارزش پول بر تراز تجاری در جهت کاهش و یا رفع کسری تراز تجاری را می‌توان در دو حالت کوتاه مدت و بلندمدت مطالعه کرد. حالت کوتاه مدت دربرگیرنده پدیده منحنی جی می‌باشد (با

است که سیاست‌های پولی با متأثر کردن دارایی‌ها می‌تواند بر بخش واقعی اقتصاد تأثیر گذارد که این کانال با دو تئوری یاد شده انجام می‌گیرد. تئوری q توین، تأثیر سیاست پولی بر اقتصاد را از طریق قیمت سهام می‌داند. درباره اثر ثروت، مودیگیلیانی، مصرف را تابعی از درآمد و ثروت، و پس انداز را تابعی مستقیم از درآمد و تابعی معکوس از ثروت می‌داند (شریفی رنانی و همکاران، ۱۳۹۰).

کانال اعتبارات شامل تأثیر بر وضعیت منابع مالی بانک‌ها (کانال اعتبار یا دیدگاه وام) تأثیر بر تأمین منابع مالی خارج از منابع داخلی بنگاه‌ها و تغییر وضعیت مالی بنگاه‌ها (کانال تراز موجودی) انجام می‌شود روش اول قدرت وام دهی بانک‌ها را افزایش در نتیجه تأمین مخارج افزایش و سب افزایش تقاضای کل می‌شود در روش دوم هزینه تأمین منابع مالی خارج از منابع داخلی بنگاه‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد و در روش سوم افزایش قیمت سهام انگیزه وام‌دهی را افزایش و لذا تولید افزایش می‌یابد (طاهری فرد و موسوی آزاد کسمایی، ۱۳۸۷).

اثرگذاری ابزارهای سیاست پولی در سطح اقتصادهای باز حاکی از آن است که که کانال نرخ بهره در بخش‌هایی که کالاهای بادوام تولید می‌کنند اثر گذار بیشتری دارند و از سوی دیگر کانال نرخ ارز در بخش‌های صادراتی موثر است که بخش عمده درآمد آن‌ها از بازار خارجی است و نسبت به نوسانات نرخ ارز ناشی از سیاست‌های پولی اعمال شده واکنش بیشتری دارند. لازم به ذکر است که بخش‌هایی که دارای بنگاه‌هایی با اندازه کوچک‌ترند وابستگی بیشتری به منابع و اعتبارات بانکی جهت تأمین سرمایه مورد نیاز خود هستند. زیرا اعمال یک سیاست پولی انقباضی دسترسی به منابع را دشوارتر کرده و هزینه تأمین منابع کوچک افزایش می‌یابد در مقابل بنگاه‌های بزرگتر که دسترسی اسانتر به سایر بازارها و ابزارهای مالی جهت

تنزل ارزش پول ممکن است به صورت شکل جی ترسیم شود. مطالعات بسیار زیادی در این زمینه انجام شده است که در ادامه به برخی از آنها اشاره می‌کنیم.

ارتباط نرخ ارز واقعی و تراز تجاری و سهام: به طور کلی دو دیدگاه کلی در ارتباط بین قیمت سهام و نرخ ارز وجود دارد: مدل‌های سهام گرا و مدل‌های جریان گرا

۱) روش جریانگرا که توسط دارنبوش و فیشر (۱۹۸۰) معرفی گردید تمرکزش بر تعادل حساب جاری یا تعادل تراز تجاری است. طرفداران این مدل بیان می‌کنند که تغییر در نرخ ارز بر رقابت‌پذیری در سطح بین‌المللی و بنابراین بر درآمد واقعی و تولید اثر می‌گذارد و به دلیل قیمت سهام می‌تواند (ارزش فعلی جریان نقدی آینده بنگاه‌ها تفسیر می‌شوند) نسبت به تغییرات نرخ ارز واکنش نشان می‌دهند.

۲) روش سهام گرا توسط برانسون^{۱۱} (۱۹۹۳) و فرانکل^{۱۲} (۱۹۸۳) مطرح شد. تصور کنید که نوآوری‌ها در بازار سهام بر تقاضای کل از طریق ثروت و نقدینگی تأثیر می‌گذارد، و از این طریق تقاضای پول را افزایش می‌دهد (Gavin, 1989). به طور مثال کاهش قیمت سهام باعث کاهش ثروت سرمایه‌گذاران داخلی می‌شود، تقاضای پول کاهش می‌یابد به تبع آن نرخ بهره پایین می‌آید. نرخ بهره پایین‌تر از ورود جریان سرمایه می‌کاهد و این باعث کاهش ارزش ارز می‌شود و بنابراین، پویایی نرخ ارز ممکن است تحت تأثیر حرکت قیمت سهام باشد.

در کل دلیلی مبنی بر اینکه فقط یکی از این نظریه‌ها قابل قبول باید وجود ندارد تمام مکانیسم‌های ذکر شده در بالا می‌تواند به طور همزمان وجود داشته باشد. بنابراین رابطه بین قیمت سهام و نرخ ارز وابسته به روابط و توافقات جهانی آن‌ها با یکدیگر دارد.

هالیسیوقلو (۲۰۰۷) در این مقاله نتایج حاکی از عدم تایید وجود منحنی لدر روابط خارجی ترکیه است

تضعیف ارزش پول ملی ابتدا وضعیت تراز تجاری بدتر می‌شود اما در بلندمدت بهبود می‌یابد و در بلندمدت شرط مارشال لرنر مطرح می‌گردد. از لحاظ تئوری کاهش ارزش پول در بلندمدت تأثیر مثبتی بر تراز تجاری می‌گذارد و این یکی از سیاست‌های جبران کسری تراز تجاری است، اما از لحاظ تجربی رابطه بین این دو خلاف نظریات اقتصادی و حتی مبهم است زیرا هنگامیکه ارزش پول یک کشور کاهش می‌یابد این دو اثر ذیل را می‌توان تفکیک کرد:

-اثر قیمت: صادرات بر حسب پول خارجی ارزان‌تر می‌شود و واردات بر حسب پول ملی گران‌تر می‌شود، لذا اثر قیمت موجب بدتر شدن حساب جاری کشور مورد نظر می‌شود.

-اثر مقدار: این حقیقت که صادرات ارزان‌تر می‌شود موجب تشویق صادرات و افزایش حجم صادرات می‌شود و این حقیقت که واردات گران‌تر می‌شود موجب کاهش حجم واردات می‌شود و اثر مقدار موجب بهبود حساب جاری می‌گردد. اثر خالص به اینکه اثر مقدار مسلط است یا اثر قیمت وابسته است.

تغییرات نرخ ارز از طریق مستقیم و غیر مستقیم بر موازنه تجاری اسمی موثر است. به طور مستقیم از طریق قیمت‌های صادرات، واردات به طور غیرمستقیم از طریق عکس‌العمل حجم صادرات، واردات نسبت به تغییر قیمت‌های نسبی (عاطفی منش، ۱۳۹۴). مگی در سال ۱۹۷۳ پدیده منحنی جی را معرفی کرد که عبارت است از اثر قیمت بر مقدار در کوتاه مدت. به عبارتی در کوتاه مدت حجم صادرات و حجم واردات زیاد تغییر نمی‌کند به طوری که اثر قیمت بر اثر مقدار مسلط است و این امر موجب بدتر شدن حساب جاری در کوتاه مدت می‌گردد. به هر حال، پس از یک وقفه زمانی حجم صادرات شروع به بالا رفتن می‌کند و حجم واردات کاهش می‌یابد. در نتیجه، کسری جاری بهبود یافته و سرانجام به سمت مازاد حرکت می‌کند. در نهایت تعدیلات دینامیکی در حساب تجاری متأثر از

روش‌شناسی

این مطالعه به بررسی رابطه بین نرخ ارز (به عنوان یک سیاست کنترلی در جهت کاهش کسری حساب جاری با توجه به بحران سال ۲۰۰۸) و شاخص کل بورس اوراق بهادار ایران را بررسی می‌کند. این نمونه تغییرات نهادی عمده مانند آزادسازی بازار و بحران‌های مالی را در بر می‌گیرد تا بررسی کند که چگونه روابط کوتاه مدت و بلند مدت پس از چنین اتفاقاتی تغییر می‌کند. روش مورد استفاده با توجه به خصوصیات داده‌های از روش (ARDL) که توسط Pesaran, (2001) پیشنهاد شده است. برای کاهش اثر متغیر احتمالی حذف شده، نرخ بهره و ذخایر خارجی نیز در این تحلیل گنجانده شده است. دوره مورد مطالعه از دی ماه سال ۱۳۸۳ الی خرداد ماه سال ۱۳۹۵ به صورت فصلی در نظر گرفته شده است. در این تحقیق از رهیافت خودبازگشتی با وقفه توزیعی^{۱۴} (Pesaran, 2001)، به منظور بررسی رابطه بلند مدت بین متغیرها استفاده شده است. این رهیافت نسبت به سایر رویکردها دارای چندین مزیت می‌باشد: (۱) پارامترهای کوتاه مدت و بلندمدت به طور همزمان برآورد می‌شوند. (۲) برخی از تکنیک‌های همجمع بستگی به حجم نمونه حساس هستند اما برای نمونه‌های کوچک می‌توان از رهیافت ARDL بهره گرفت. (۳) رهیافت ARDL بدون در نظر گرفتن اینکه آیا متغیرها I(0) یا I(1) هستند می‌تواند برآورد را انجام دهد. در الگوی تصحیح خطا (ECM) از ترکیب اطلاعات بلند مدت با ساز و کار تعدیل کوتاه مدت استفاده می‌شود. به عبارت دیگر نوسانات کوتاه مدت یک متغیر به مقدار بلندمدت آن مرتبط می‌گردد. وجود همجمع بستگی بین مجموعه‌ای از متغیرهای اقتصادی، مبنای آماری استفاده از الگوهای تصحیح خطا را فراهم می‌کند. عمده‌ترین دلیل شهرت الگوی تصحیح خطا آن است که نوسانات کوتاه مدت متغیرها را به مقادیر تعادلی بلندمدت آن‌ها ارتباط می‌دهند (نوفروستی، ۱۳۹۱).

در صورتی که شرط مارشال لرنز در مورد مهم‌ترین شرکای تجاری این کشور با آلمان، هلند، ایتالیا، سوئیس، آمریکا و با جهان برقرار است. سینگ (۲۰۰۸) به منظور اندازه‌گیری عکس العمل تراز تجاری به شوک کاهش ارزش واقعی پول مورد بررسی قرا گرفته است. برای تعیین رابطه بلندمدت از روش همگرایی بین تراز تجاری و کاهش ارزش واقعی پول استفاده شده است، نتایج حاکی از آن است که تنها در مورد شیلی، اکوادور، اروگوئه منحنی جی صادق است، به عبارتی در اثر کاهش ارزش پول وضعیت تراز تجاری رو به زوال رفته و سپس بهبود می‌یابد و لائوپودیس^{۱۳} (۲۰۰۸) نشان داد کسری بودجه بر بازار سهام موثر است. در نهایت تصریح مدل با وجود تورم برای کسری بودجه، نرخ بهره فدرال و قیمت سهام دلالت بر وجود واکنش منفی بازار سهام به تغییرات در تورم است و می‌توان نتیجه گفت که بازار سهام قبل از قیمت گذاری دارای به اطلاعات مربوط به تورم توجه می‌نماید. رحیمی بروجردی (۱۳۷۲)، زرمهر (۱۳۷۶)، معماریان و جلالی نائینی (۱۳۸۹) رفتار تراز تجاری ایران در برابر شرکای تجاری عمده را با بهره‌گیری از یک مدل تصحیح خطا و استفاده از آمارهای سری زمانی، مورد بررسی قرار داده‌اند. نتایج به دست آمده از این تحقیق بیانگر تأثیر کاهش ارزش پول بر تراز تجاری در کوتاه مدت و تأیید فرضیه منحنی جی می‌باشد. همچنین ترابی (۱۳۸۹) به بررسی تأثیر سیاست‌های پولی بانک مرکزی بر بورس اوراق بهادار با استفاده از روش ARDL سه متغیر اوراق مشارکت منتشره، حجم نقدینگی و نرخ بهره به عنوان متغیرهای مرتبط با سیاست پولی و دو متغیر حجم معاملات و شاخص قیمت و بازده نقدی، حاکی از وجود رابطه مثبت بین حجم معاملات بازار بورس با حجم نقدینگی و نرخ بهره و رابطه معکوس با اوراق مشارکت است.

تصریح مدل

متعاقب ادبیات موجود در این زمینه فرض می‌کنیم که رابطه بین شاخص کل بورس اوراق بهادار و نرخ ارز تحت مدل ARDL به صورت ذیل است. بعلاوه برای کاهش اثر متغیر احتمالی حذف شده، نرخ بهره و ذخایر خارجی نیز در این تحلیل به صورت ذیل گنجانده شده است. این مدل یک مدل بلندمدت است و تنها اثرات بلند مدت متغیر برونزا را منعکس می‌کند

معادله ۱:

$$sp_t = \alpha + \sum_{i=1}^{k1} \delta_i sp_{t-i} + \sum_{i=1}^{k2} \varphi_i ex_{t-i} + \sum_{i=1}^{k3} \theta_i int_{t-i} + \sum_{i=1}^{k4} \lambda_i res_{t-i} + vecm_{t-1} + \varepsilon_t$$

sp_{pt} : شاخص کل بورس اوراق بهادار

ex_t : نرخ ارز

int_t : نرخ بهره

res_t : ذخایر خارجی

α, δ, φ : مقادیر ثابت هستند

برای تشخیص اثرات کوتاه مدت متغیرهای برونزا باید روند تعدیل پویای کوتاه مدت معرفی کنیم. بعد از کار (Pesaran, 2001) ARDL خطی یا رویکرد تست کرانه‌ای را انجام می‌دهیم.

معادله ۲:

$$\Delta sp_t = \alpha + \sum_{i=1}^{k1} \delta_i \Delta sp_{t-i} + \sum_{i=1}^{k2} \varphi_i \Delta ex_{t-i} + \sum_{i=1}^{k3} \theta_i \Delta int_{t-i} + \sum_{i=1}^{k4} \lambda_i \Delta res_{t-i} + vecm_{t-1} + \varepsilon_t$$

تست ریشه واحد

در ابتدا کار را با آزمون تست ریشه واحد در جهت تشخیص پایایی متغیرهای مدل مورد استفاده قرار می‌گیرد. لازم به ذکر است با توجه به خصوصیت‌های مدل ARDL آزمون ریشه واحد تنها در جهت تایید عدم وجود متغیر I(2) در مدل انجام شده است که از رایج‌ترین آن‌ها می‌توان به آزمون دیکی فولر تعمیم‌یافته با استفاده از نرم افزار EViews اشاره کرد که نشان دهنده آن است که کلیه متغیرها در I(1) مانا هستند.

آزمون خودهمبستگی: LM TEST

همچنین پرون (۱۹۸۹) نشان داد، با وجود شکست ساختاری و ایستایی متناوب عدم وجود ریشه واحد تشخیص داده می‌شود لذا برای به دست آوردن نتایج دقیق‌تر آزمایش ریشه واحد، از آزمون بر اساس ضریب LM تهیه شده توسط لی و استریچ^{۱۵} (۲۰۰۳) استفاده می‌کنم، که بسیار انعطاف‌پذیر است و با وجود وقفه ساختاری در یک دوره زمانی تحت فرضیه H_0 : فرضیه ریشه واحد اتفاق بیفتد، همچنین اجازه می‌دهد تا شکست ساختاری توسط داده‌ها بطور درون‌زا تعیین شود.

آزمون ثبات و تشخیص فروض کلاسیک

فروض کلاسیک شامل هم خطی، تصریح مدل، نرمال بودن و ناهمسانی واریانس بین اجزای اخلاص می‌باشند که برای مشخص کردن ثبات ساختاری مورد استفاده قرار می‌گیرند. کاربرد این آزمون بیشتر در مواقعی که از زمان شکست ساختاری در سریهای زمانی مورد بررسی مطمئن نیستیم (سوری، ۱۳۹۳)

یکی از فروض کلاسیک مدل رگرسیون این است که اجزاء اخلاص U_i ، که در تابع رگرسیون جامعه ظاهر می‌شوند دارای واریانس همسان هستند و در صورت رد این فرض پارامترها با وجود اینکه خطی و بدون تورش هستند دیگر کارا و دارای حداقل واریانس نیستند (Gujarati, 1995). یکی دیگر از آزمونهای ثبات، عدم وجود خودهمبستگی بین اجزاء اخلاص می‌باشد و همان نتایج ناهمسانی واریانس را خواهد داشت. این آزمون‌ها که برای تشخیص نرمالیتی (Normality)، ناهمسانی واریانس (Heteroscedasticity) و خودهمبستگی (Serial Correlation) می‌باشد را می‌توان مورد آزمون قرار داد.

یافته‌ها

نیست و کارایی ندارد اما نرخ ارز در بلند مدت بر شاخص کل بورس اوراق بهادار معنادار است.

برآورد مدل: با توجه به مزایای مدل ARDL ذکر شده در بالا از آزمون دیکی فولر تعمیم یافته با استفاده از نرم افزار Eviews به منظور تایید عدم وجود متغیر I(2) در مدل استفاده می شود. همه متغیرها با یکبار تفاضل گیری مانا شدند.

جدول ۲: نتایج برآورد مدل بلند مدت

متغیرها	ضرایب	احتمال
STOCK(-1)	-۰/۷۷۲۲۴	۰/۰۰۰۰
RESV	۰/۰۴۹۷۲	۰/۲۴۶۴
EX	۱/۰۴۰۵۹	۰/۰۰۰۰
INT	۰/۰۶۷۴۸	۰/۱۰۵۱
C	-۳/۷۴۵۳۷	۰/۰۳۹۷

در جدول ذیل به ترتیب ضرایب کوتاه مدت و بلند مدت ARDL خطی نشان داده می شود تعداد وقفه های بهینه هم با استفاده از آماره شوارتز بین (از آنجایی که تعداد داده ها کمتر از ۱۰۰ است) تعیین می شود. تعداد وقفه بهینه و درجه مدل بصورت ARDL (1,0,0) تعیین شده است. در جدول ۱ و ۲ به ترتیب ضرایب کوتاه مدت و بلند مدت ARDL نشان داده شده است شاخص کل بورس اوراق بهادار با 1 وقفه و سایر متغیرها (متغیرهای مستقل) بدون وقفه بهینه یابی شده اند.

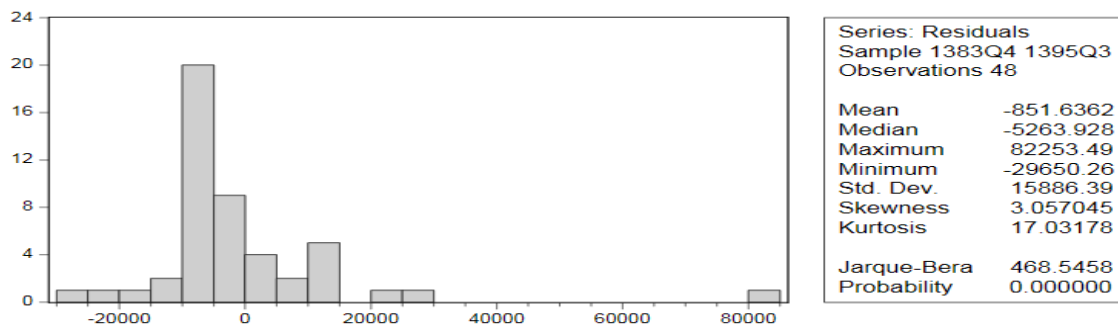
ضریب تصحیح خطا^{۱۷}: معناداری ضریب ECM(-1) نشان از حرکت به سمت تعادل بلند مدت و همجمع بستگی مدل دارد و مقدار آن -۰,۷۷ است و بیانگر آن است که در مسیر حرکت کوتاه مدت به بلند مدت در هر دوره -۰,۷۷ تعدیل صورت می پذیرد و نهایتاً به رابطه بلند مدت می رسد.

جدول ۱: نتایج برآورد مدل کوتاه مدت

متغیرها	ضرایب	احتمال
STOCK(-1)	۰/۲۲۷۷۶۰	۰/۰۱۷۹
RESV	۰/۰۴۹۷۲۶	۰/۲۴۶۴
EX	۱/۰۴۰۵۹۵	۰/۰۰۰
INT	۰/۰۶۷۴۸۹	۰/۱۰۵۱
C	-۳/۷۴۵۳۷۷	۰/۰۳۹۷

تست فروض کلاسیک: در این حالت به مقدار احتمال جاگیرا توجه می کنیم. در اینجا چون Prob تخمینی کمتر از ۵ درصد است در این صورت توزیع خطاها نرمال نیست. حال باید ببینیم چوله به راست هست یا به چپ؟ برای این موضوع به رقم Kurtosis که این رقم مثبت و بزرگتر از کشیدگی نرمال ۳ هست پس بنابراین چوله به راست است.

به منظور بررسی رابطه بلند مدت به بررسی آماره F پسران می پردازیم از آنجایی که این مقدار بزرگتر از کران ۲,۵ درصد می باشد بنابراین رابطه بلند مدت وجود دارد. چنانچه در جدول ۲ مشاهده می کنید ضریب ذخایر خارجی و نرخ بهره معنادار



شکل ۱: نتایج تست فروض کلاسیک (منبع: یافته های تحقیق)

آزمون شکست ساختاری^{۱۸}: همانطور که در شکل ۲ مشاهده می‌کنید شکست ساختاری نداریم زیرا روند در بین حدود کنترلی قرارداد و بیانگر ثبات مدل می‌باشد. همچنین همانطور که در شکل ۳ مشاهده می‌کنید بین نرخ ارز و قیمت سهام در دوره‌های بحرانی نسبت به دوره‌های آرام، از نظر هم ادغام بلندمدت و علیت کوتاه مدت، سازگاری بیشتری مشاهده می‌شود.

بحث و نتیجه‌گیری

باتوجه به بحران سال ۲۰۰۸ و کسری تاریخی حساب تجاری ایران یکی از تصمیمات اخذ شده در این زمینه می‌تواند بر مبنای سیاست‌های ارزی باشد که هم به منظور تعدیل کسری بودجه و هم رفع کسری حساب جاری بکار رود. اما سیاست‌های ارزی (کاهش ارزش پول داخلی) در حوزه مالی (بورس اوراق بهادار) نیز موثر است زیرا شرکت‌هایی هستند که هم

تست خودهمبستگی^{۱۷}: نتایج این تست در مقایسه با مقدار بحرانی کای دو همچنین با توجه به اینکه احتمال‌های بدست آمده بالای ۵ درصد است خود همبستگی نداریم. از آنجاییکه شکست ساختاری نداریم نیازی به LM Test با وجود شکست ساختاری نیست.

جدول ۳: نتایج آزمون خودهمبستگی

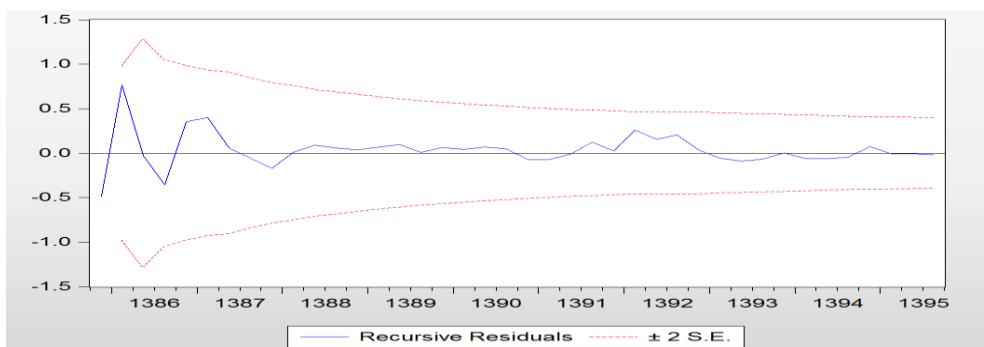
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test			
F-statistic	0.366648	Prob F(2,38)	0.6954
Obs R squared	0.846111	square(2) chi-Prob	0.6550

منبع: یافته‌های تحقیق

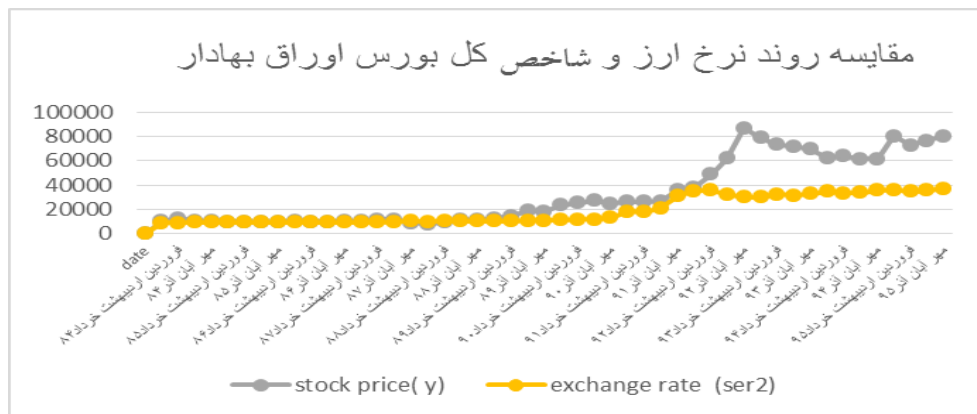
آزمون ناهمسانی واریانس: احتمال تخمینی بالاتر از ۵ درصد است بنابراین ناهمسانی واریانس نداریم.

جدول ۴: نتایج آزمون ناهمسانی واریانس

Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	0.22927	Prob Ff(2,38)	0.8803
Obs R squared	0.23934	chi-square(2)-Prob	0.8771



شکل ۲: نتایج تست شکست ساختاری



شکل ۳: روند نرخ ارز و شاخص کل بورس اوراق بهادار

(منبع: International Financial Statistics (IFS))

ترسیم شود. که در این امر به منظور جلوگیری از بروز بحران ارزی، دولت‌ها باید رشد اقتصادی و بازارهای سهام را برای جذب جریان سرمایه تحریک کنند. لازم به ذکر است اتخاذ سیاست‌های پولی همراه با اثرات غیر متقارن است. لذا اتخاذ این چنین سیاست‌هایی نیازمند بررسی همه جانبه اثرات اقتصادی و کلان است.

منابع و ماخذ

اصغری‌پور، حسین، فلاحی، فیروز و تلسچی، الناز. (۱۳۹۰). «بررسی اثرات نامتقارن شوک‌های پولی بر قیمت در ادوار تجاری ایران با استفاده از تکنیک مارکوف سوئیچینگ»، *فصلنامه اقتصاد و الگوسازی*، ۲(۷-۸)، ۱۸۳-۲۲۲.

بهرامی، جاوید و قریشی، نیره سادات. (۱۳۹۰). «تحلیل سیاست پولی در اقتصاد ایران با استفاده از یک مدل تعادل عمومی پویای تصادفی»، *مجله مدل‌سازی اقتصادی*، ۱(۱)، ۱-۲۲.

ترکی، لیلا، طیبی، سید کمال و شریفی، سجاد. (زمستان ۱۳۸۹). «تاثیر اصلاحات مالی در رشد اقتصادی و ایجاد همگرایی بین کشورهای برگزیده اسلامی»، *تحقیقات مدل‌سازی اقتصادی*، ۲(۲)، ۶۵-۸۶.

ثقفی، علی. (۱۳۷۱). «مبانی نظری استانداردهای حسابداری برای واحدهای انتفاعی»، *فصلنامه بررسی حسابداری*، ۲۲-۲۵.

جلالی نائینی، سید احمدرضا و نادریان، محمدمین. (۱۳۹۵). «سیاست‌های پولی و ارزی در یک اقتصاد صادرکننده نفت»، *فصلنامه پژوهش‌های پولی-بانکی*، ۹(۲۹)، ۳۲۷-۳۷۲.

جلانی، عبدالمجید، حری، حمیدرضا و کرمانی ایرانی، فاطمه. (پاییز ۱۳۸۵)، «برآورد رفتار نرخ ارز واقعی در ایران»، *پژوهشنامه اقتصادی*، ۶(۲۲)، ۲۲۹-۲۵۵.

سوری، علی. (۱۳۹۳). *کتاب اقتصاد سنجی (پیشرفته)*، جلد ۲، انتشارات فرهنگ‌شناسی.

واردکننده تجهیزات و مواد اولیه هستند و هم صادر کننده. در این مقاله به بررسی رابطه نرخ ارز و شاخص کل بورس اوراق بهادار با استفاده از داده‌های فصلی از دی ماه سال ۱۳۸۳ الی خرداد ماه سال ۱۳۹۵ پرداخته شده است. در این مطالعه نشان دادیم که با وجود بحران‌های مالی در این نمونه مورد بررسی، چگونه روابط کوتاه مدت و بلند مدت تغییر می‌کند. برای این امر، از مدل ARDL به علاوه از VCEM برای تعدیل از سمت کوتاه مدت به سمت بلند مدت استفاده می‌شود. دو متغیر اضافی، نرخ بهره و ذخایر خارجی در زمینه کاهش اثرات متغیرهای احتمالی حذف شده مورد استفاده قرار گرفت. نتایج حاکی از آن است که بین نرخ ارز و قیمت سهام در دوره‌های بحرانی نسبت به دوره‌های آرام، از نظر ادغام بلندمدت و رابطه علیت کوتاه مدت، سازگاری بیشتری مشاهده می‌شود. با این استدلال که کند شدن اقتصاد بر قیمت سهام تأثیر می‌گذارد، متعاقباً باعث می‌شود سرمایه‌گذاران بین المللی سرمایه خود را پس بگیرند و بدین ترتیب فشار نزولی بر واحد پول خواهیم داشت. این امر سبب می‌شود پول داخل نسبت به خارج ارزانتر شود و زمینه را برای صادرات بیشتر مهیا می‌سازد اما همانطور که پیشتر اشاره شد تغییرات نرخ ارز از طریق مستقیم و غیر مستقیم بر موازنه تجاری اسمی موثر است. مگی در سال ۱۹۷۳ پدیده منحنی جی را معرفی کرد که عبارت است از اثر قیمت بر مقدار در کوتاه مدت. به عبارتی در کوتاه مدت حجم صادرات و حجم واردات زیاد تغییر نمی‌کند به طوری که اثر قیمت بر اثر مقدار مسلط است و این امر موجب بدتر شدن حساب جاری در کوتاه مدت می‌گردد. به هر حال، پس از یک وقفه زمانی حجم صادرات شروع به بالا رفتن می‌کند و حجم واردات کاهش می‌یابد. در نتیجه، کسری جاری بهبود یافته و سرانجام به سمت مازاد حرکت می‌کند. در نهایت تعدیلات دینامیکی در حساب تجاری متأثر از تنزل ارزش پول ممکن است به صورت شکل جی

نوفروستی، محمد. (۱۳۹۱). ریشه واحد و هم جمع بستگی در اقتصادسنجی، مؤسسه خدمات فرهنگی رسا.

یزدانی، مهدی، نورافروز. (۱۳۹۴). «ارزیابی اثرنوسان های قیمت نفت و شکاف تولید بر تراز تجاری اقتصاد ایران»، فصلنامه اقتصاد مالی، ۹(۳۱)، ۲۲-۴۰.

Barro, R.J. (2022) The Ricardian approach to budget deficits; *Journal of Economic Perspectives*, 45(26): 225-238

Gulley, O.D. (2020) An empirical test of the effects of government deficits on money demand; *Applied economics*, 26(3): 15-31.

Gavin, M. (1989). "The Stock Market and Exchange Rate Dynamics", *Journal of International Money and Finance*, 8(2), 181-200

Gujarati, D. N. (1995). *Fundamental Econometrics*, Translated by Hamid Abrishami (2000), second edition

Lin, C. H. (2012). "The comovement between exchange rates and stock prices in the Asian emerging markets". *International Review of Economics & Finance*, 22(1), 161-172.

Kasibhatla, K. (2021); "Twin Deficits Revisited", *Journal of Business & Economic Studies*, vol.7, pp.305-322.

Pesaran, M. H., Shin, Y. and Smith R. I. (2001). "Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships", *Journal of Applied Econometrics*, 16, 289-326.

Tsoukis, C. (2021) Price Rigidities, Inflationary Finance and Long-Run Growth; *Bulletin of Economic Research*, 52(1): 450-467

شریفی، رنانی و همکاران. (۱۳۹۸). «تحلیل اثر سیاست های پولی و مالی بر کسری حساب جاری در کشورهای منتخب صادرکننده نفت: رهیافت خود رگرسیون برداری تابلویی»، فصلنامه برنامه‌ریزی و بودجه، ۲۴(۲).

شهبازی غیائی، موسی، روحانی و عزیزنژاد، سیدعلی (۱۳۹۴). «صمد تحلیل سلطه مالی بر سیاست پولی در اقتصاد ایران»، فصلنامه سیاست های مالی و اقتصادی، ۳(۱۲)، ۷-۲۸.

طاهری فرد، احسان و موسوی آزاد کسمایی، افسانه. (۱۳۸۷). «اثربخشی سیاست پولی بر متغیرهای کلان اقتصادی در ایران»، مجله تحقیقات اقتصادی، ۴۳(۲).

طهماسبی، بهمن، جعفری صمیمی، احمد و امیری حنیفه. (۱۳۹۱). «تاثیر کسری بودجه بر نرخ ارز حقیقی در اقتصاد ایران»، نشریه دانش حسابرسی، ۱۲(۴۹).

عاطفی منش، رویا. (۱۳۹۴) «نگاهی به طبقه بندی رژیم های نرخ ارز در کشورهای عضو سازمان همکاری اسلامی و توصیه هایی برای رژیم ارزی ایران»، فصلنامه سیاست های مالی و اقتصادی، ۳(۱۰)، ۷-۳۲.

کميجانی، اکبر و زارعی، ژاله. (۱۳۹۴). «شناسایی و پیش بینی بحران های بانکی در ایران»، مجله مدل‌سازی اقتصادی، ۹(۲۹)، ۱-۲۳.

کميجانی، اکبر، علی نژاد مهربانی، فرهاد. (۱۳۹۱). «ارزیابی اثربخشی کانالهای انتقال پولی بر تولید و تورم و تحلیل اهمیت نسبی آنها در اقتصاد ایران»، فصلنامه برنامه‌ریزی و بودجه، ۱۷(۲).

مصطفی پور، منوچهر و سخایی، عمادالدین. (۱۳۹۰). «نگاهی به سیاست های ارزی کشور و چارچوب مناسب تعیین نرخ ارز»، مجله اقتصادی، ۱۱(۴۳)، ۱۰۱-۱۱۰.

نجم‌زاده، رضا و شقاقی شهری، وحید. (۱۳۸۴). «عوامل موثر بر کسری حساب جاری ایران»، مجله تحقیقات اقتصادی، ۴۰(۴).

یادداشت‌ها

¹ Tsoukis

² Barro

³ Gulley

⁴ Kasibhatla

⁵ Peg

⁶ Mishkin

⁷ Hubbard

⁸ Cecchetti

⁹ Tobin

¹⁰ Modigliani

¹¹ Branson

¹² Frankel

¹³ LAOPODIS

¹⁴ Error Correction Model

¹⁵ Lee & Strazicich

¹⁶ ECM TEST

¹⁷ LM Test

¹⁸ Cusum Test



The Effect of Foreign Exchange Policies to Reduce the Current Account Deficit (With Emphasis on the Financial Crisis of 2008)

Samira Najafi Estamal¹ - Seyed Shamseddin Hosseini^{2*} - Abbas Memarnejad³ - Farhad Ghaffari⁴

Abstract

Background: Exchange rate fluctuations and its deviation from the equilibrium path is one of the most important macroeconomic variables that affects different sectors of the economy from various aspects.

Objective: This study was conducted with the aim of investigating the effect of foreign exchange policies during the existence of a trade deficit in the financial crisis (crisis of 2008) on the total index of the stock exchange.

Method: The present study was conducted using ARDL and VCEM approaches in terms of purpose, application and development. This study examines the relationship between exchange rates (as a control policy to reduce the current account deficit due to the 2008 crisis) and the overall index. Examines the Iranian Stock Exchange. To reduce the effect of the omitted potential variable, interest rates and external reserves are also included in this analysis. In this study, the self-return approach with distributive interrupt (Pesaran, 2001) has been used to investigate the long-run relationship between variables.

Findings: Among the actions of governments in times of crises and deficits in the current account balance is the use of foreign exchange controls. Explaining the effects of the exchange rate due to the dependence of the stock market industries on the import of raw materials as well as the export of products on the overall index of the stock exchange is very important for policymakers and activists in this field

Conclusion: The results indicate that there is more compatibility between exchange rates and stock prices in critical periods than in quiet periods, in terms of integration in the long run and short-term causality. Also, the results of the implementation of foreign exchange policies, in order to improve the current account, confirm the J-curve.

Keywords: foreign exchange policies, current account deficit, total stock market index, financial crisis

¹ PhD Student, Department of Economics, Research Sciences Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. s.n.a.najafi@gmail.com

² Associate Professor, Department of Economics, Allameh Tabatabaie University, Tehran, Iran. (Corresponding Author) hosseyni@srbiau.ac.ir

³ Assistant Professor, Department of Economics, Research Sciences Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. memarnejad@srbiau.ac.ir

⁴ Associate Professor, Department of Economics, Research Sciences Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. farhad.ghaffari@yahoo.com