

## بررسی نحوه اثرگذاری اجزای منابع نقدینگی در اقتصاد ایران:

### رهیافت DSGE

حسین صمصامی مزرعه آخوند

احمد بختیاری

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۶/۶

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۴/۲۷

#### چکیده

کنترل مدیریت نشده رشد نقدینگی به دلیل پیامدهای منفی آن، همواره مورد توجه سیاست‌گذاران بوده است. هدف مقاله حاضر تحلیل و بررسی مکانیسم اثرگذاری اجزای منابع نقدینگی بر متغیرهای کلان اقتصادی ایران است. تغییرات نقدینگی منابع مختلفی دارد و ناشی از تغییر در عرضه دارایی‌های متفاوتی است که اجزای مختلف منابع نقدینگی را تشکیل می‌دهند و می‌توانند اثرات متفاوتی بر عملکرد متغیرهای کلان اقتصادی داشته باشند. به این منظور یک الگوی اقتصاد کلان با لحاظ کردن اجزای منابع نقدینگی شامل خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی، خالص دارایی‌های خارجی بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی، خالص بدهی بخش دولتی به بانک مرکزی، خالص بدهی بخش دولتی به بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی و بدهی بخش غیردولتی به بانک‌ها و مؤسسات اعتباری طراحی شده است که روابط متغیرهای اقتصادی را در چارچوب یک مدل تعادل عمومی پویای تصادفی ارائه می‌دهد. الگوی مورد نظر براساس اطلاعات اقتصاد ایران طی دوره زمانی ۱۳۷۹-۱۳۹۹ شبیه‌سازی شده است. واکنش متغیرهای کلان اقتصادی به ازای رشدهای یکسان نقدینگی براساس توابع عکس‌العمل آنی، نشان می‌دهد اجزای مختلف منابع نقدینگی اثرات متفاوتی بر متغیرهای کلان اقتصادی دارند. این نتایج حامل این پیام سیاستی است که علاوه بر مدیریت نقدینگی، توجه به تحولات اجزای منابع نقدینگی نیز از اهمیت بسیاری در حوزه سیاست‌گذاری پولی برخوردار است.

**کلیدواژه‌ها:** الگوی تعادل عمومی پویای تصادفی، سیاست‌های پولی، مکانیسم انتقال پولی، منابع نقدینگی

طبقه‌بندی JEL: E47، E52، E58

۱. استادیار گروه اقتصاد دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران (نویسنده مسئول) h-samsami@sbu.ac.ir

۲. دانشجوی دکتری رشته اقتصاد پولی، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران

Ahmadbakhtiyari329@yahoo.com

## ۱. مقدمه

حجم عرضه پول بیرونی را سیاست‌گذار تعیین می‌کند ولی حجم پول و نقدینگی متأثر از تصمیم اشخاص بر ترکیب سبد دارایی‌شان و رفتار بانک‌ها (از کانال وام‌دهی و ترازنامه) در عرضه پول درونی خواهد بود. سبد دارایی افراد متشکل از پول بیرونی، وام و سایر دارایی‌هاست. از منظر این دیدگاه، تغییر اولیه در پول بیرونی (پایه پولی) باعث تغییر در عرضه و تقاضای انواع دارایی‌ها (مانند پول بیرونی و درونی) و نرخ بازدهی آن‌ها می‌گردد و رفتار اشخاص و بانک‌ها ترکیب بهینه سبد دارایی‌های اشخاص و بانک‌ها و ترکیب جدید و تعادلی حجم نقدینگی را تعیین می‌کند. به علت تفاوت در ساختار اقتصاد در کشورهای مختلف، پول بیرونی خود می‌تواند از منشأهای متفاوتی ایجاد شود، افزایش برون‌زای هر یک از اجزای تشکیل‌دهنده ستون دارایی‌های بانک مرکزی (پایه پولی)، باعث تغییر در عرضه نسبی آن دارایی و نرخ بازدهی آن می‌گردد (چکتی، ۱۹۹۵).

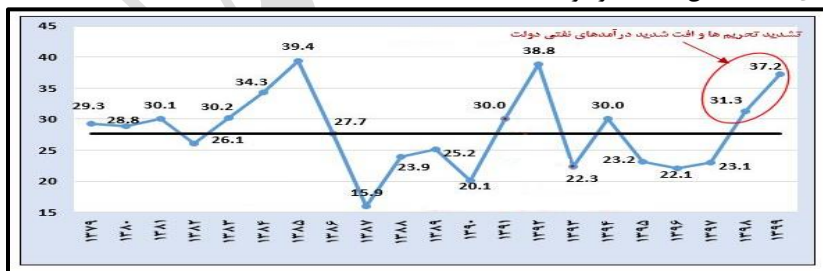
کنترل نقدینگی یکی از رایج‌ترین رویکردهای سیاست پولی در کشورهای مختلف به ویژه قبل از دهه ۱۹۹۰ میلادی بوده است. جدا از سؤال اصلی در حوزه سیاست پولی دال بر آثار تکانه نقدینگی، سؤال مهم دیگر آن است که آیا اثرات اجزای منابع نقدینگی شامل خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی، خالص دارایی‌های خارجی بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیر بانکی، خالص بدهی بخش دولتی به بانک مرکزی، خالص بدهی بخش دولتی به بانکها و مؤسسات اعتباری غیربانکی و بدهی بخش غیردولتی بانک‌ها و مؤسسات اعتباری بر عملکرد متغیرهای اقتصاد کلان متفاوت است؟ در یک گام جلوتر این سؤال می‌تواند مطرح شود که آیا تغییر ترکیب دارایی‌های خارجی و داخلی سیستم بانکی از کانال‌های مجزا در نقدینگی نقش تعیین‌کننده‌ای در زمینه انتقال پولی ایفا می‌نمایند؟

در راستای پاسخ گویی به این سؤالات، اطلاعات اقتصاد ایران طی دوره زمانی ۱۳۷۹-۱۳۹۹ شبیه‌سازی شده است. در این مطالعه اجزای منابع نقدینگی از کانالهای تراز مالی دولت، تراز پرداخت‌ها و ترازنامه بانک‌ها در چارچوب یک الگوی تعادل عمومی پویای تصادفی مورد بررسی قرار می‌گیرد. در الگوی تحقیق ترازنامه بانک‌ها و مؤسسات اعتباری و بانک مرکزی، برحسب اجزای منابع نقدینگی تفکیک شده است و تکانه‌های منابع نقدینگی از کانال‌های مربوطه تحلیل می‌شود.

بخش‌های مختلف مقاله پیش رو، بدین شرح ساماندهی شده است: در بخش دوم، به بررسی مبانی نظری و پیشینه پژوهش می‌پردازیم. سپس، در بخش سوم، ویژگی‌ها و چهارچوب الگوی پژوهش بیان می‌شود. در بخش چهارم با تعیین مقادیر ورودی الگو و آثار تکانه‌های اجزای منابع نقدینگی بررسی می‌شود. در نهایت، نتایج و پیشنهادات در بخش پنجم و همچنین منابع مقاله در بخش ششم ارائه می‌شود.

## ۲. مبانی نظری و پیشینه تحقیق

به منظور بررسی کاربردی تر عرضه پول می‌توان آن را با توجه به ترازنامه سیستم بانکی مورد مطالعه قرار داد. با توجه به چندین مطالعه صورت گرفته در کشورهای مختلف، می‌توان به کشور الجزیره و مجموعه‌ای از هفت کشور آفریقایی یا بانک مرکزی مشترک به عنوان تجربه‌ی موردی در این زمینه اشاره نمود. مطالعه سارنو و تیلور<sup>۱</sup> (۲۰۰۱) نشان می‌دهد که در ترازنامه بانک فدرال سنت لوئیس<sup>۲</sup>، ستون دارایی، خالص دارایی خارجی (طلا و ذخایر خارجی) و خالص دارایی داخلی (ضمانت-نامه‌های دولتی و وام به بانک‌های تجاری و غیره) را شامل شده و ستون بدهی شامل پایه پولی (پول رایج و سپرده نزد بانک‌های تجاری) و خالص ثروت (مازادهای مخارج و مجموع خالص سود و مازاد سرمایه دارایی‌های داخلی و خارجی) می‌باشد. عبدالرضاکی<sup>۳</sup> (۲۰۰۵) به تجزیه و تحلیل رسمی تأثیر تغییر قیمت مشتقات نفتی بر عرضه پول در کشور الجزیره از طریق الگو حسابداری طراحی شده توسط کرانچلیان<sup>۴</sup> پرداخته است. بهیثنا<sup>۵</sup> (۱۹۷۱) تغییرات عرضه پول در بازه زمانی ۱۹۶۲-۱۹۶۸ برای هفت کشور آفریقایی (داهوم، توگو، ولتای بزرگ، ساحل عاج، موریتانی، نیجر، سنگال) که بانک مرکزی مشترک<sup>۶</sup> داشتند را مدنظر قرار داده است. پسران<sup>۷</sup> (۱۹۹۸) معتقد است با توجه به ماهیت توسعه نیافته بازارهای سرمایه و اوراق قرضه (مربوط به دوران مورد بررسی) در ایران، تمام نیازهای مالی بخش خصوصی و دولتی از طریق سیستم بانکی تأمین می‌گردد. از این رو گسترش اعتبارات بخش خصوصی و دولتی از مهمترین عوامل رشد عرضه پول و به دنبال آن تورم می‌باشد. در طول دو دهه اخیر حجم نقدینگی به طور متوسط در حدود ۲۷,۷ درصد رشد داشته و عملکرد آن در سال‌های مختلف با نوسانات قابل توجهی همراه بوده است. از این منظر می‌توان گفت که معضل رشد بالای نقدینگی، یک چالش ساختاری برای اقتصاد ایران بوده و رشد بالا و پرنوسان این متغیر در تمام دولت‌های بیست سال گذشته وجود داشته است.

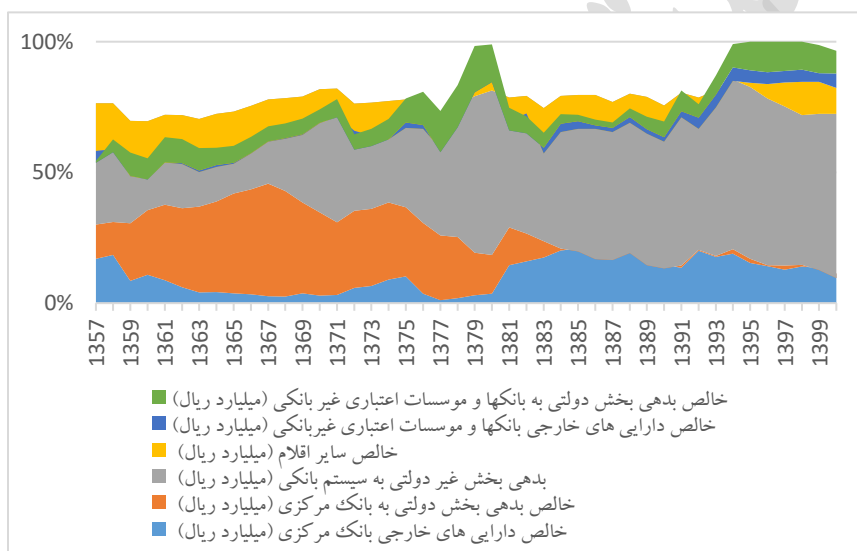


شکل ۱: آمار رشد نقدینگی طی سال‌های (۱۳۷۹-۱۳۹۹)

منبع: یافته‌های پژوهش

1. Sarno and Taylor
2. Federal Reserve Bank of St Louis
3. Abderezak
4. Taim Karanchian
5. Bhatia (1971)
6. The Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest (BECAO)
7. Pesaran

معضل نرخ رشد نقدینگی یک مشکل ساختاری بلندمدت است که بخش عمده آن ناشی از کسری بودجه، مشکل دسترسی به درآمدهای ارزی، و وضعیت سلامت مالی بانکهاست. منابع نقدینگی شامل: خالص دارایی‌های خارجی سیستم بانکی، خالص دارایی‌های داخلی سیستم بانکی و خالص سایر دارایی‌های سیستم بانکی است. خالص دارایی‌های خارجی سیستم بانکی به دو بخش خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی و خالص دارایی‌های خارجی بانکها و مؤسسات اعتباری غیر بانکی تقسیم می‌شود. خالص دارایی‌های داخلی سیستم بانکی شامل: خالص بدهی‌های بخش دولتی به بانک مرکزی، خالص بدهی بخش دولتی به بانکها و مؤسسات اعتباری غیربانکی و بدهی بخش غیردولتی بانکها و مؤسسات اعتباری است. شکل (۲) سهم اجزای منابع نقدینگی را نشان می‌دهد



شکل ۲: سهم اجزای منابع نقدینگی

منبع: یافته‌های پژوهش

سوگو و ویدا<sup>۱</sup> (۲۰۰۵) به ارائه یک الگو DSGE ۲ برای اقتصاد ژاپن به منظور شاخت عوامل موثر در بوجود آمدن سیکل‌های تجاری و چگونگی تاثیرگذاری سیاست پولی بر تورم، پرداخته‌اند. استراکا<sup>۳</sup> (۲۰۰۷) در قالب یک مدل تعادل عمومی تصادفی پویا و با فرض قیمت‌های چسبنده به بررسی اثر پول درونی بر تولید و تورم پرداخته‌اند. باریل و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۰) بر پایه الگوی تعادل عمومی تصادفی پویا و رویکرد کینزی جدید، تأثیر تکانه‌های پولی و مال را بر متغیرهای کلان اقتصادی

1. Sogo and Vida
2. Dynamic stochastic general equilibrium
3. Stracca
4. Burriel et al

در اسپانیا بررسی کردند. لیو و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۱) بر پایه الگوی ادوار تجاری حقیقی و الگوی سویچینگ، رابینسون<sup>۲</sup> (۲۰۱۳) در قالب تعادل عمومی تصادفی پویا، کاپورال و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۱۵)، دمیرباس و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۷)، ال در<sup>۵</sup> (۲۰۱۸)، دوران و هرناندز<sup>۶</sup> (۲۰۱۸) و کاپوچینسکی و پیتریکا<sup>۷</sup> (۲۰۱۹) در روش VAR تاثیر تکانه‌های پولی را بر متغیرهای کلان اقتصادی بررسی کردند. از میان پژوهش‌هایی که به طور مستقیم به مسئله سازوکار انتقال پولی در ایران پرداخته اند، می‌توان به مقاله‌های قربانی، شریفی رنانی و همکاران (۱۳۸۹)، مشیری و واشقانی (۱۳۹۰)، کمیجانی و علی نژاد مهربانی (۱۳۹۱)، تبری (۲۰۱۳)، نائینی و زمان‌زاده (۱۳۹۵)، علایی و بختیاری (۱۳۹۷)، محمد پور و همکاران (۱۳۹۹) اشاره کرد. وجه تمایز مقاله‌های نام برده را می‌توان در نظر گرفتن متغیرهای درون‌زای متفاوت و عمدتاً با تکانه پولی، و رویکرد اقتصادسنجی الگوی خودهمبسته برداری (VAR) دانست. در مقاله کمیجانی و علی‌نژاد مهربانی (۱۳۹۱) از خالص‌داری‌های خارجی و در مطالعه شریفی رنانی و همکاران از نرخ ذخیره قانونی و بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی به عنوان متغیر ابزار سیاست پولی استفاده شده است. تبری (۲۰۱۳) نیز برای ارزیابی مجراهای انتقال پولی در ایران از یک VECM استفاده کرده است. نائینی و زمان‌زاده (۱۳۹۵) از پول داخلی و خارجی، ترکیب دارایی‌های خارجی و داخلی در پایه پولی و ترکیب پول و شبه پول در چارچوب یک مدل تصحیح خطای برداری با متغیرهای برون‌زای نامانا (VECMX)<sup>۸</sup> به عنوان متغیر ابزار سیاست پولی استفاده کردند. علایی و بختیاری (۱۳۹۷) تأثیر آستانه‌ای پایه پولی را بر تورم در اقتصاد ایران بر اساس رویکرد سیدراسکی بررسی نموده‌اند. محمد پور و همکاران (۱۳۹۹) در یک تحقیق به بررسی تأثیر تکانه‌های پایه پولی بر متغیرهای کلان در اقتصاد ایران پرداخته‌اند.

تفاوت این مطالعه با مقالات چاپ شده در این موضوع، توجه به این ایده است که چون اجزای منابع نقدینگی از یک جنس نیستند و از کانالهای مختلف همچون تراز مالی دولت، تراز پرداخت‌ها و تراز بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی نشأت می‌گیرند اثر همگن بر متغیرهای کلان ندارند.

### ۳- تصریح الگوی تعادل عمومی پویای تصادفی

ساختار الگوی طراحی شده در این پژوهش به منظور بررسی تعامل بخش حقیقی و پولی یک اقتصاد باز شامل شش بخش اصلی خانوارها، بنگاه‌ها، واسطه‌گر مالی، دولت و مقام پولی است که در ادامه به توضیح مفروضات و ویژگی‌های هر بخش پرداخته می‌شود. مدل ارائه شده در این پژوهش مبتنی بر

1. Liu et al
2. Robinson
3. Caporale et al. (2015)
4. Demirbas et al. (2017)
5. Elder (2018)
6. Durán & Hernández
7. Kapuściński & Pietryka
8. Vector Error Correction Model with exogenous variables

مطالعه یا کوویلو (۲۰۱۵) بوده که با توجه به ویژگی‌های اقتصاد ایران، و همچنین مطالعه هادیان و درگاهی (۲۰۲۱) می‌باشد.

### ۳-۱- بخش خانوار

#### ۳-۱-۱- خانوار پس‌انداز کننده

خانوارهای پس‌انداز کننده مالک بنگاه‌ها هستند و به دلیل کسب عایدی سرمایه و سود بنگاه‌ها، دارای مازاد منابع مالی هستند که انتخاب‌های فراتری نسبت به مصرف و نگهداری پول نقد، مانند سپرده گذاری ریالی، سپرده گذاری ارزی و سرمایه گذاری برای آنها به همراه دارد.

فرض می‌شود اقتصاد از تعداد زیادی خانوار همگن تشکیل شده است خانوار نماینده از مصرف کالاها ( $C_t$ ) و نگهداری دارایی‌های پولی حقیقی ( $h_t$ ) مطلوبیت کسب می‌کند و با عرضه کار ( $n_t$ ) از مطلوبیتش کاسته می‌شود. ارزش حال مطلوبیت‌هایی که خانوار نماینده در طول زندگی خود کسب می‌کند به شکل رابطه (۱) است:

$$U_0^i = E_0 \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t \left\{ \frac{C_t^{1-\sigma_c}}{1-\sigma_c} + \psi_x \log \left( \frac{X_t}{P_t} \right) - \frac{(n_t)^{1-\sigma_n}}{1-\sigma_n} \right\} \quad i=p, I \quad (1)$$

در رابطه ۱،  $\beta$  عامل تنزیل،  $\sigma_c$  و  $\sigma_n$  عکس کشش جانشینی بین دوره‌ای مصرف و عکس کشش عرضه نیروی کار نسبت به دستمزد حقیقی،  $p_t$  سطح عمومی قیمت‌ها بر اساس شاخص بهای مصرف کننده  $\psi_h$  کشش بهره‌ای تقاضای دارایی‌های پولی است. مانند اگنور و همکاران (۲۰۱۴)،  $X_t$  شاخص ترکیبی دارایی‌های پولی میانگین هندسی نگهداری اسکناس و مسکوک ( $M_t^c$ )، ( $d_t$ ) انواع سپرده‌های ریالی، ( $d_t^e$ ) انواع سپرده ارزی و  $e_t$  نرخ ارز است. که به صورت حقیقی به شکل رابطه ۲ بیان می‌شود و  $\mu \mathcal{E}(0,1)$  و  $\gamma \mathcal{E}(0,1)$  است:

$$X_t = (M_t^c)^\mu (d_t)^\gamma (e_t \cdot d_t^e)^{1-\mu-\gamma} \quad (2)$$

هدف خانوارها این است که با انتخاب بهینه متغیرهای تصمیم، ارزش کنونی مطلوبیت مورد انتظار طی دوره را نسبت به قید بودجه بین دوره ای حداکثر کنند.

خانوار در هر دوره علاوه بر مصارف خصوصی ( $C_t^p$ ) و نگهداری اسکناس و مسکوک ( $m_t^{c,p}$ )، مازاد درآمد حاصل از عرضه نیروی کار ( $w_t n_t^p$ ) را صرف سرمایه گذاری ( $i_t$ )، سپرده گذاری ریالی (سپرده دیداری و غیر دیداری) ( $d_t$ ) و سپرده ارزی ( $d_t^e$ ) در بانک‌ها و مؤسسات اعتباری می‌کند. تمام متغیرهای یادشده به صورت حقیقی است. همچنین نرخ بازده اسمی سپرده گذاری ریالی  $R_t^d$  و نرخ بازده اسمی سپرده گذاری ارزی  $R_t^e$  است.

بدین ترتیب، با لحاظ خالص مالیات های پرداختنی حقیقی ( $T_t^p$ )، عایدی ناشی از اجاره موجودی سرمایه ( $R_t^k k_{t-1}$ ) و سودهای حقیقی تقسیم شده بنگاه ها ( $Div_t$ ) و قید بودجه خانوار بر حسب متغیرهای حقیقی به شکل رابطه ۳ خواهد بود.

$$c_t + \frac{p_t^i}{p_t} i_t + m_t^c + d_t + d_t^e = w_t n_t + (1 + R_{t-1}^d) \frac{d_{t-1}}{\pi_t} + \frac{m_{t-1}^c}{\pi_t} + R_t^k k_{t-1} - T_t + Div_t + (1 + R_{t-1}^e) \frac{d_{t-1}^e}{\pi_t} \quad (3)$$

در رابطه فوق،  $\pi_t$  شاخص تورم مصرف کننده است که به صورت  $\pi_t = \frac{P_t}{P_{t-1}}$  محاسبه می شود. همچنین سرمایه گذاری  $i_t$  به موجودی سرمایه ابتدای دوره  $k_{t-1}$  اضافه و موجودی سرمایه ابتدای دوره بعد (انتهای دوره جاری)  $K_t$  ایجاد می شود. مشابه بوریل و همکاران (۲۰۱۰)، با لحاظ هزینه تعدیل سرمایه گذاری به صورت  $S(\frac{i_t}{i_{t-1}})$ ، فرایند انباشت سرمایه از طریق رابطه ۴ تعیین می شود:

$$K_t = (1 - \delta_k) k_{t-1} + (1 - S(\frac{i_t}{i_{t-1}})) i_t$$

با حداکثرسازی تابع مطلوبیت (۱) نسبت به (۳)، روابط اقتصادی استخراج می شود. با حداکثر سازی تابع مطلوبیت (۱) نسبت به قید بودجه، روابط اقتصادی برای مصرف، نگهداری پول، سپرده گذاری ریالی، سپرده گذاری ارزی، عرضه نیروی کار، سرمایه گذاری و پویایی های قیمت استخراج می شود.

$$c_t^{-\sigma_c} = \beta E_t \left[ \frac{(1 - \mu) C_{t+1}^{-\sigma_c} (1 + R_t^e)}{\pi_{t+1}} \right] \quad (4)$$

$$m_t^c = \psi_x(\mu) c_t^{\sigma_c} \frac{1 + R_t^e}{R_t^e} \quad (5)$$

$$d_t = \psi_x(\gamma) c_t^{\sigma_c} \frac{1 + R_t^e}{R_t^e - R_t^d} \quad (6)$$

$$n_t^{\sigma_n} = \frac{1}{C_t^{\sigma_c}} w_t \quad (7)$$

$$\frac{p_t^i}{p_t} \lambda_t = Q_t \left[ 1 - S\left(\frac{i_t}{i_{t-1}}\right) - \dot{S}\left(\frac{i_t}{i_{t-1}}\right) \left(\frac{i_t}{i_{t-1}}\right) \right] + \beta E_t Q_{t+1} \dot{S}\left(\frac{i_t}{i_{t-1}}\right) \left(\frac{i_t}{i_{t-1}}\right) \left(\frac{i_t}{i_{t-1}}\right) \quad (8)$$

$$Q_t = \beta E_t \lambda_{t+1} R_{t+1}^k + \beta(1 - \delta) E_t Q_{t+1} \quad (9)$$

### ۳-۱-۲- خانوار وام گیرنده

خانوارهای وام گیرنده، منبع درآمدی غیر از عرضه نیروی کار ندارند و در نتیجه فرض می‌شود که برای تأمین بخشی از مخارج مصرفی خود نیاز به اخذ وام ( $L_t^h$ ) خواهند داشت. حداکثر وامی که بانک به خانوار اعطا می‌کند براساس نسبتی از درآمد خانوار ( $l_t v^h$ ) است که مقدار حقیقی آن به شکل رابطه (۱۰) می‌باشد.

$$l_t^h \leq l_t v^f \cdot (w_t n_{i,t}) \quad (10)$$

در این شرایط خانوار نماینده در هر دوره علاوه بر مصارف خصوصی ( $C_t^I$ ) و نگهداری اسکناس و مسکوک ( $m_t^{C,I}$ )، بخشی از درآمد را صرف بازپرداخت بدهی دوره قبل با نرخ  $R_{t-1}^h$  می‌نماید. همچنین شاخص ترکیبی دارایی‌های پولی ( $X_t$ ) برای این گروه با توجه به نداشتن سپرده پس‌انداز، همان میزان نگهداری اسکناس و مسکوک ( $M_t^{C,I}$ ) خواهد بود. بدین ترتیب با لحاظ خالص مالیات‌های پرداختنی حقیقی ( $T_t^I$ )، قید بودجه خانوار بر حسب متغیرهای حقیقی به شکل رابطه (۱۱) است.

$$c_t^I + m_t^{C,I} (1 + R_{t-1}^h) \frac{l_{t-1}^h}{\pi_t} = w_t n_t^I + l_t^h - T_t^I \quad (11)$$

با حداکثر سازی تابع مطلوبیت (۱) نسبت به قید بودجه (۱۱) و محدودیت وام (۱۰)، میزان مخارج مصرفی، نگهداری پول و عرضه نیروی کار استخراج می‌شود.

### ۳-۱-۳- تقاضای واردات کالاهای مصرفی و سرمایه‌ای

فرض می‌شود مصرف کل خانوارها بر حسب قیمت حقیقی ( $C_t$ ) از کالاهای مصرفی داخلی ( $C_t^d$ ) و کالاهای مصرفی وارداتی ( $C_t^m$ ) تشکیل شده است که از طریق جمع گر دیگسیت-استیگلیتز طبق رابطه (۱۲) با هم ترکیب می‌شوند.

$$C_t = \left[ \omega_c^d \frac{1}{\mu_c} C_t^d \frac{\mu_c - 1}{\mu_c} + (1 - \omega_c^d) \frac{1}{\mu_c} C_t^m \frac{\mu_c - 1}{\mu_c} \right]^{\mu_c} \quad (12)$$

در رابطه (۱۲)،  $\omega_c^d$  سهم کالاهای تولیدی داخلی در سبد مصرفی خانوارها و  $\mu_c$  کشش جانشینی بین کالاهای مصرفی داخلی و وارداتی است. با توجه به قیمت هر گروه از این کالاهای، خانوارها میزان مصرف از هر یک را، طبق رابطه (۱۳) به نحوی انتخاب می‌کنند که هزینه به دست آوردن هر سطح مفروض از مصرف کالای ترکیبی حداقل شود.

که در آن  $P_t^m$  و  $P_t^d$  به ترتیب شاخص قیمت کالاهای داخلی و مصرفی وارداتی است. از حل شرایط مرتبه اول، توابع تقاضا برای کالاهای مصرفی داخلی و وارداتی به دست می‌آید.

$$C_t^d = \omega_c^d \left( \frac{P_t^d}{P_t} \right)^{-\mu_c} C_t \quad (13)$$

$$C_t^m = (1 - \omega_c^d) \left( \frac{P_t^m}{P_t} \right)^{-\mu_c} C_t \quad (14)$$



با جایگزینی روابط (۱۲) و (۱۳) در رابطه (۱۴) (سبب مصرفی خانوارها)، ارتباط بین سطح عمومی قیمت‌های مصرف کننده ( $P_t$ ) با شاخص بهای تولیدات داخلی و کالاهای وارداتی به دست می‌آید.

$$P_t = [\omega_c^d P_t^{d^{1-\mu}} + (1 - \omega_c^d) p_t^{cm^{1-\mu c}}]^{1-\mu c}$$

با تکرار این رویکرد برای سرمایه گذاری، ترکیب سرمایه گذاری از کالاهای داخلی ( $i_t^d$ ) و کالاهای وارداتی سرمایه‌های ( $i_t^m$ ) نیز استخراج می‌شود.

$$i_t^d = \omega_i^d \left(\frac{P_t^d}{P_t^I}\right)^{-\mu_i} i_t \tag{۱۶}$$

$$i_t^m = (1 - \omega_i^d) \left(\frac{P_t^{Im}}{P_t^I}\right)^{-\mu_i} i_t$$

$$P_t^I = [\omega_c^d P_t^{d^{1-\mu_i}} + (1 - \omega_c^d) p_t^{Im^{1-\mu_i}}]^{1-\mu_i} \tag{۱۷}$$

### ۳-۲- بنگاه های تولید کننده کالای داخلی

بنگاه‌ها به دو بنگاه نهایی و بنگاه واسطه‌ای تقسیم می‌شود. بنگاه نهایی بنگاه نماینده‌ای است که کالاهای متمایز عرضه شده توسط بنگاه‌های واسطه‌ای را خریداری کرده و از ترکیب آن‌ها کالای نهایی تولید می‌کند و لذا فرض می‌شود همانند بنگاه واسطه‌ای، نیاز به نهاده‌های نیروی کار و سرمایه ندارد.

### ۳-۲-۱- بنگاه تولید کننده نهایی

بنگاه نماینده‌ای وجود دارد که کالاهای متمایز عرضه شده توسط بنگاه‌های تولید کننده داخلی را به عنوان کالاهای واسطه‌ای ( $0, 1$ )،  $i \in (0, 1)$  به قیمت  $P_t^d(i)$  خریداری و از ترکیب آنها، کالای نهایی ( $y_t$ ) تولید می‌کند و با قیمت  $P_t^d$  به متقاضیان مختلف می‌فروشد تولیدکننده کالای نهایی، کالاهای واسطه‌ای را که متمایز و با کشش ثابت  $\theta > 1$  جانشین ناقص همدیگر هستند، براساس یک جمع گر دیکسیت-استیگلیتز به شکل رابطه (۱۸) ترکیب می‌کند و کالای نهایی  $y_t$  را عرضه می‌کند:

$$y_t = \left[ \int_0^1 (y_t(i))^{\frac{\theta-1}{\theta}} di \right]^{\frac{\theta}{\theta-1}} \tag{۱۸}$$

بنگاه تولیدکننده کالای نهایی که در شرایط بازار رقابت کامل عمل می‌کند، سعی می‌کند با توجه به قیمت کالاهای متمایز واسطه‌ای، مقدار خرید از این کالاها را به گونه‌ای تعیین کند که سودش در رابطه (۱۹) حداکثر شود.

$$\max y_t(i): P_t y_t - \int_0^1 P_t(i) y_t(i) di \tag{۱۹}$$

با اعمال شرط رقابتی و سود صفر، تقاضا برای هر یک از این کالاهای بنگاه‌های واسطه‌ای و همچنین قیمت کالای نهایی تعیین می‌شود.

$$y_t(i) = \left(\frac{P_t(i)}{P_t}\right)^{-\theta} y_t \quad P_t = \left(\int_0^1 (P_t(i))^{1-\theta} di\right)^{\frac{1}{1-\theta}} \tag{۲۰}$$

### ۳-۲-۲- بنگاه‌های تولید کننده کالاهای واسطه‌ای

برای بنگاه‌های واسطه‌ای نیز فرض می‌شود زنجیره‌ای از بنگاه‌های رقابت انحصاری در اقتصاد وجود دارد که با اخذ وام ریالی از بانک‌ها و مؤسسات اعتباری و به کارگیری نهاده‌های نیروی کار  $(n_{i,t})$  و سرمایه  $(k_{i,t})$ ، و نهاده‌های وارداتی  $(f_{i,t}^m)$  با ترکیب آن‌ها تحت تکنولوژی مشخصی  $(a_t)$ ، به تولید کالای واسطه‌ای  $(y_{i,t})$  طبق رابطه (۲۱) می‌پردازند.

$$y_{i,t} = a_t [(k_{i,t-1})^\alpha (n_{i,t})^{1-\alpha}]^{1-x} (f_{i,t}^m)^x, \quad i \in [0,1] \quad (21)$$

مطابق مطالعه راونا و والش<sup>۱</sup> (۲۰۰۶) میزان تقاضای وام توسط بنگاه در رابطه (۲۲) نسبتی از مجموع هزینه‌های استخدام نیروی کار و سرمایه است که توسط وجوه مالی تامین اعتبار می‌شود.

$$l_t \leq l_t v^f \cdot (w_t n_{i,t} + R_t^k k_{i,t-1} + \theta_t^m f_{i,t}^m) \quad (22)$$

$$dng_t = l_t^h + l_t$$

$(\theta_t^m)$  نسبت شاخص قیمت نهاده‌های وارداتی به شاخص قیمت مصرف کننده است. بهینه-یابی بنگاه‌ها در دو مرحله انجام می‌شود. در مرحله اول، با حداقل‌سازی هزینه بنگاه در هر سطح از تولید، میزان تقاضا برای نهاده‌های تولید، وام بنگاه و همچنین هزینه نهایی تعیین می‌شود.

$$w_t = \frac{1-\alpha}{\alpha} R_t^k \frac{k_{t-1}}{n_t} \quad (23)$$

$$mc_t = (1 + l_t v^f R_t^l) \frac{1}{a_t} \left( \frac{R_t^k}{\alpha} \cdot \frac{w_t^{1-\alpha}}{(1-\alpha)^{1-\alpha}} \right)$$

در مرحله بعد، بنگاه رقابت انحصاری با توجه به تقاضای بازار، قیمت محصول خود  $(P_{i,t}^*)$  را به نحوی انتخاب خواهد کرد که سود وی حداکثر شود. در این مطالعه برای تعدیل قیمت‌ها از روش کالو<sup>۲</sup> (۱۹۸۳) استفاده می‌شود. در این روش فرض می‌شود  $Y$  درصد از بنگاه‌ها در هر دوره قادر به تنظیم قیمت جدید نیستند و در نتیجه قیمت خود را طی دوره ثابت نگه می‌دارند. در مقابل  $1-Y$  درصد از بنگاه‌ها می‌توانند قیمت بهینه محصول خود را با توجه به تقاضای محصول آن (۲۲) تعیین کنند. بنابراین بنگاهی که قیمت خود را تغییر می‌دهد با مسأله رابطه (۲۴) مواجه است.

$$\max p_t(i) E_t \sum_{k=0}^{\infty} (\beta \gamma)^k \left[ \frac{p_t(i)}{p_{t+k}} - mc_{t+k} \right] y_{t+k}(i) \quad y_t(i) = \left( \frac{p_t(i)}{p_t} \right)^{-\theta} y_t \quad (24)$$

1. Ravenna and Walsh

2. Kalo

در صورتی که قیمت انتخاب شده توسط این واحدها در زمان  $t$  معادل  $P_t^*$  فرض شود، شرایط مرتبه اول بهینه‌یابی به شکل رابطه (۲۵) خواهد بود.

$$\frac{P_t^*}{p_t} = \left(\frac{\theta}{\theta-1}\right) \frac{E_t \sum_{k=0}^{\infty} (\beta\gamma)^k \lambda_{p,t+k} \gamma_{t+k} mc_{t+k} \left(\frac{p_{t+k}}{p_t}\right)^\theta}{E_t \sum_{k=0}^{\infty} (\beta\gamma)^k \lambda_{p,t+k} \gamma_{t+k} mc_{t+k} \left(\frac{p_{t+k}}{p_t}\right)^{\theta-1}} \quad (25)$$

رابطه (۲۵) نشان می‌دهد که بنگاه‌های تنظیم‌کننده قیمت، چگونه قیمت‌های خود را نسبت به قیمت‌های فعلی تعدیل می‌کنند. در واقع متوسطی است از قیمت‌های تنظیم شده با نسبت  $(Y-1)$  از بنگاه‌هایی که قیمت‌های خود را در زمان  $t$  تنظیم می‌کنند و نسبت  $(Y)$  از بنگاه‌هایی که قیمت خود را در زمان قبل‌تر تنظیم نموده‌اند. بنابراین شاخص قیمت  $p_t$  را می‌توان به صورت رابطه (۲۶) نوشت.

$$p_t = [(1-\gamma) (P_t^*)^{1-\theta} + \gamma (p_{t-1})^{1-\theta}]^{\frac{1}{1-\theta}} \quad (26)$$

با ترکیب دو رابطه (۲۵) و (۲۶)، منحنی فیلیپس کینزین‌های جدید حاصل می‌شود که رابطه خطی لگاریتمی شده آن به شکل زیر می‌باشد.

$$\pi_t^d = \frac{\beta}{1+\beta} E_t \pi_{t+1}^d + \frac{(1-\beta\gamma)(1-\gamma)}{\gamma} mc_t \quad (27)$$

### ۳-۳- بخش خارجی

ارتباط با دنیای خارج نیز از طریق صادرات و واردات وجود دارد. صادرات به دو بخش نفتی و غیرنفتی و واردات به سه گروه کالاهای مصرفی، کالاهای سرمایه‌ای و نهاده‌های وارداتی تفکیک شده است.

### ۳-۳-۱- واردات کالاها

فرض می‌شود در هر گروه از کالاهای وارداتی، تعداد زیادی از بنگاه‌ها وجود دارند که کالاهای متفاوتی شامل کالاهای مصرفی ( $C_t^m$ )، کالاهای سرمایه‌ای ( $i_t^m$ ) و نهاده‌های واسطه‌ای ( $f_t^m$ ) را از بازارهای جهانی با قیمت دلاری  $P_t^{*,\$}$  خریداری می‌کنند. بنگاه‌های واردکننده اقلام بالا، اقدام به دریافت تسهیلات ارزی از بانک‌ها و مؤسسات اعتباری می‌کنند و کانال اثر گذاری خالص دارایی‌های خارجی بانک‌ها و مؤسسات اعتباری واردات کالاها می‌باشد. مطابق مطالعه اروانا و والش (۲۰۰۶) میزان تقاضای وام ارزی ( $I_t^e$ ) توسط بنگاه در رابطه (۲۹) نسبتی ( $ltv^f$ ) از مجموع هزینه‌های استخدام نیروی کار و سرمایه است.

$$m_t = C_t^m + i_t^m + f_t^m \quad (28)$$

$$\leq ltv^f \cdot \left( w_t n_{i,t} + R_t^k k_{i,t-1} + \theta_t^m f_{i,t}^m \right) I_t^e \quad (29)$$

خالص دارایی خارجی بانکها و مؤسسات اعتباری غیر بانکی ( $fb_t$ ) از تفاضل تقاضای وام ارزی توسط بنگاه ( $I_t^e$ )، وامها و سپردههای ارزی ( $d_t^e$ ) و ( $u_t^{fb}$ ) تکانه خالص داراییهای خارجی بانکها و مؤسسات اعتباری غیر بانکی، همانند رابطه (۳۰) بدست می آید.

$$fb_t = e_t \cdot I_t^e - e_t \cdot d_t^e + \delta_t^u u_t^{fb} \quad (30)$$

در این شرایط، هزینه نهایی بنگاههای وارداتی از حاصلضرب قیمت جهانی کالاهای وارداتی در نرخ ارز بدست می آید. با توجه به اینکه واردات بخشی از کالاها براساس نرخ ارز رسمی انجام می شود، در هنگام تبدیل، از نرخ ارز موزون ( $\bar{S}$ ) که ترکیبی از نرخ ارز بازار آزاد و نرخ ارز رسمی است، استفاده می شود.  $R_{t-1}^e$  نرخ بهره تسهیلات ارزی می باشد بنابراین، هزینه نهایی کالاهای وارداتی بر حسب قیمت های حقیقی به شکل رابطه (۳۲) است:

$$mc_t^m = \frac{\delta_t \cdot P_t^*}{P_t^{\Xi m}} + (1 + e_t \cdot R_{t-1}^e) \frac{e_t \cdot d_{t-1}^e}{\pi_t} \quad \Xi = c, i, f \quad (32)$$

در مرحله بعد، بنگاههای وارداتی با قیمت گذاری مجدد کالاها، آنها را با قیمت ریالی  $P_t^{\Xi m}(i)$  به بنگاه جمع گر کالاهای وارداتی عرضه می کنند که با توجه به فرایند تعدیل قیمت این اثرات دیگر کامل نخواهد بود. بنگاه جمع گر نیز با ترکیب آنها براساس تابع دیگسیت-استیگلیتز در رابطه (۳۳)، کالای واردات نهایی را با قیمت  $P_t^{\Xi m}$  به متقاضیان عرضه می کنند:

$$m_t = \int_0^1 (m_t(i))^{\frac{\theta_m - 1}{\theta_m}} di)^{\frac{\theta_m}{\theta_m - 1}} \quad (33)$$

مشابه آنچه در مورد بنگاههای داخلی بیان شد، بنگاه جمع گر ترکیب کالاهای وارداتی را به نحوی انتخاب می کند که سودش در رابطه (۳۴) حداکثر شود:

$$\max y_t(i): p_t^m m_t - \int_0^1 p_t^m(i) \cdot m_t(i) di \quad (34)$$

با اعمال شرط رقابتی و سود صفر، تقاضا برای هر یک از کالاهای وارداتی و همچنین قیمت کالای نهایی وارداتی، تعیین می شود.

$$m_t(i) = \left( \frac{p_t^m(i)}{p_t^m} \right)^{-\theta_m} m_t \quad (35)$$

$$p_t^m = \int_0^1 (p_t^m(i))^{1-\theta_m} di)^{\frac{1}{1-\theta_m}}$$

برای مدل سازی تعدیل قیمت کالاهای وارداتی با توجه به تقاضاهای کالاها از روش کالو (۱۹۸۳)، استفاده می شود که در هر دوره تنها  $(1 - Y_{\Xi})$  درصد از بنگاهها می توانند قیمت بهینه محصول خود را با توجه به تقاضای آن تعیین کنند. بنگاهی که قیمت خود را بهینه یابی می کند، قیمت  $P_t^{\Xi m}(i)$  را به گونه ای تعیین می کند که ارزش حال جریان سود آتی آن با توجه به تقاضای

کالای آن حداکثر شود. در صورتی که فرض شود قیمت انتخاب شده توسط این واحدها در زمان  $t$  معادل  $P_t^{\#,E}$  باشد، شرایط مرتبه اول آن رابطه (۳۵) به دست خواهد آمد.

این رابطه نشان می‌دهد که چگونه بنگاه‌های تنظیم کننده قیمت، قیمت‌های خود را نسبت به قیمت‌های کنونی بهینه‌یابی می‌کنند.  $P_t^{\#,E}$  در واقع، متوسطی است از قیمت‌های تنظیم شده با نسبت  $(1 - Y_t^E)$  از بنگاه‌هایی که قیمت‌های خود را در زمان  $t$  تنظیم می‌کنند و نسبت  $(Y_t^E)$  از بنگاه‌هایی که قیمت خود را در زمان قبل‌تر تنظیم کرده‌اند. بنابراین شاخص قیمت  $P_t^{\#,E}$  را به صورت رابطه (۳۶) خواهد بود.

$$p_t^m = [(1 - Y_m)(p_t^{\#,m})^{1-\theta_m} + \gamma_m(p_{t-1}^m)^{1-\theta_m}]^{\frac{1}{1-\theta_m}} \quad (36)$$

با در نظر گرفتن دو رابطه بالا، پویایی‌های نرخ تورم وارداتی در هر گروه کالایی به دست می‌آید.

### ۳-۳-۲- صادرات غیر نفتی

فرض می‌شود با توجه به تقاضای جهانی برای کالاهای داخلی، بخشی از کالاهای نهایی داخلی، توسط بنگاه‌های صادراتی با قیمت  $P_t^d$  خریداری و در خارج با قیمت  $(P_t^{*,x})$  عرضه می‌شود با توجه به سهم پایین صادرات غیرنفتی ایران در دنیا، تقاضا برای صادرات ایران  $(x_t)$ ، براساس رابطه (۳۷) به درآمد جهانی  $(y_t^*)$ ، کشش جانشینی بین کالاهای تولیدی داخلی و صادراتی  $(\theta_x)$  و همچنین نسبت قیمت کالای صادراتی ایران  $(P_t^{*,x})$  به جهان  $(P_t^*)$  بستگی خواهد داشت.

$$x_t = \left(\frac{P_t^{*,x}}{P_t^*}\right)^{-\theta_x} y_t^* \quad (37)$$

قیمت دلاری کالای صادراتی ایران با توجه به قیمت داخلی آن  $(P_t^d)$  و نرخ ارز بازار آزاد  $(s_t)$  طبق رابطه (۳۸) خواهد بود:

$$P_t^{*,x} = \frac{P_t^d}{s_t} \quad (38)$$

### ۳-۳-۳- صادرات نفتی

با توجه به آنکه جریان تولید نفت به طور عمده به ذخایر نفتی یک کشور وابسته است و چندان با افزایش سرمایه و کار نمی‌توان آن را تغییر داد، تولید نفت به صورت برونزا  $(or_t)$  تعیین می‌شود. حاصلضرب قیمت جهانی نفت در مقدار صادرات نفت است. بخشی از درآمدهای نفتی  $(\omega_g^{or})$  به عنوان درآمد به دولت اختصاص می‌یابد و بقیه آن  $(1 - \omega_g^{or})$  نیز سهم شرکت نفت و صندوق توسعه ملی است.

$$fcb_t = \omega_g^{or} e_t \cdot or_t - \frac{cb_{t-1}}{\pi_t} + \delta_t^{u_t^{fb}} \quad (39)$$

خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی ( $fc_b_t$ ) عبارتست از انباشت ذخایر دوره قبلی و میزان دلاری که دولت به دلیل عدم امکان فروش در بازار به ریال تبدیل می‌کند. ( $u_t^{cfb}$ ) بیانگر تکانه خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی است.

### تراز تجاری

براساس رابطه (۴۰) خالص صادرات غیر نفتی ( $nx_t^*$ )، حاصل ارزش خالص صادرات برحسب قیمت های دلاری است که با افزوده شدن درآمدهای ارزی حاصل از نفت ( $or_t$ ) تراز تجاری کشور ( $z_t^*$ ) براساس رابطه (۴۱) به دست می‌آید. همچنین ارزش حقیقی تراز تجاری برحسب پول داخلی نیز در رابطه (۴۲) آمده است.

$$nx_t^* = P_t^{*,x} \cdot x_t - P_t^{*,m} \cdot m_t$$

$$z_t^* = or_t + nx_t^* \quad z_t = \frac{S_t z_t^*}{p_t} \quad (43)$$

در رابطه (۴۴)،  $m_t$  مجمع وزنی واردات و  $P_t^{*,m}$  قیمت موزون واردات برحسب دلار است. که طبق روابط (۴۲) و (۴۳) استخراج می‌شود.

$$m_t = C_t^m + i_t^m + f_t^m \quad (44)$$

$$P_t^{*,m} = (P_t^{*,c}) \omega_m^c (P_t^{*,i}) \omega_m^i (P_t^{*,f}) \omega_m^f \quad \omega_m^{cm} + \omega_m^{im} + \omega_m^{fm} = 1$$

### ۳-۴- واسطه‌گر مالی

بانک‌ها و مؤسسات اعتباری به عنوان واسطه‌گر وجوه مالی بین پس انداز کنندگان و وام گیرندگان، فعالیت دارند آنها سپرده‌ای ریالی و ارزی خانوارها ( $d_t$ ) و ( $d_t^e$ ) را جذب کرده و پس از تودیع ذخایر قانونی و احتیاطی با نسبت ( $rt$ ) نزد بانک مرکزی، به خانوارها و به بنگاه‌های واسطه‌ای تسهیلات ریالی ( $dn_g_t$ ) و به بنگاه وارداتی تسهیلات ارزی ( $I_t^e$ ) اعطا می‌کنند. همچنین، از آنجا که در نظام بانکی اقتصاد ایران معضلات چشمگیری مانند افزایش مطالبات معوق، انجماد داراییهای بانکی و افزایش استقراض بانک‌ها از بانک مرکزی سبب بروز بی ثباتی مالی شده است. بدین منظور فرض می‌شود که میزان ( $\Phi_t$ ) از وام‌های اعطا شده به بنگاه‌ها، با توجه به شرایط کلان اقتصاد به مطالبات غیر جاری تبدیل می‌شود.

$$\Phi_t = \left( \frac{\Phi_{t-1}}{\Phi} \right) \rho \Phi \cdot \left( \frac{y_t}{y} \right) \psi y^\Phi \quad (45)$$

همچنین با توجه به آنکه در حال حاضر به دلیل سرمایه گذاری بیش از حد برخی بانک‌ها در دارایی‌های ثابت و عدم گردش آنها در شرایط رکودی، بانک‌ها با محدودیت وام دهی مواجه شده‌اند، فرض می‌شود که درصدی از دارایی‌ها ( $\sigma_t$ )، طبق رابطه (۴۶) با توجه به شرایط کلان اقتصاد غیر نقدی بوده و به دلیل عدم گردش آن، باعث کاهش قدرت وام دهی بانک‌ها می‌شود.

$$\sigma_t = \left(\frac{\sigma_{t-1}}{\sigma}\right) \rho \sigma \cdot \left(\frac{y_t}{y}\right) \psi y_t^\sigma \cdot \left(\frac{q_t}{q}\right) \quad (46)$$

از طرف دیگر، در جذب سپرده و اعطای تسهیلات بانک‌ها با قید ترازنامه مواجه هستند که در رابطه (۴۷) تصریح شده است. سمت راست رابطه، مجموع منابع جذب شده است و سمت چپ آن نیز تخصیص منابع را نشان می‌دهد. در صورت افزایش مصارف به منابع داخلی بانک که شامل مجموع سپرده‌ها و سرمایه بانک ( $k_t^B$ ) می‌شود، برای اعطای تسهیلات کسری منابع رخ می‌دهد و در نتیجه استقراض بانک‌ها از بانک مرکزی ( $d_t^c$ ) افزایش می‌یابد.

$$(1 + \sigma_t) dng_t + (1 + \sigma_t) e_t \cdot I_t^e = (1 - rr) d_t + (1 - rr) e_t \cdot d_t^e + k_t^B + d_t^c \quad (47)$$

همچنین بانک‌ها ملزم به رعایت حداقل نسبت کفایت سرمایه (car) اعلام شده توسط بانک مرکزی می‌باشند و در صورت تخلف از آن متحمل هزینه تعدیل ( $k_{KB}$ ) می‌شوند. با توجه به این مفروضات و در نظر گرفتن مجموع تسهیلات اعطایی ریالی ( $dng_t$ ) و تسهیلات ارزی ( $I_t^e$ )، سود بانک‌ها ( $\pi_{B,t}$ ) و سرمایه بانک، مطابق آنجلینی، نیری و پانتا (۲۰۱۴) به شکل روابط (۴۸) و (۴۹) است.

$$\begin{aligned} \pi_{B,t} = & (1 - \Phi_t) R_t^i dng_t + (1 - \Phi_t) e_t \cdot R_t^{e,i} I_t^e - R_t^d d_t - e_t \cdot R_t^e d_t^e - R_t^c d_t^c \\ & - \frac{k_{KB}}{2} \left( \frac{k_t^B}{dng_t} + \frac{k_t^B}{I_t^e \cdot e_t} - car \right)^2 k_t^B \end{aligned} \quad (48)$$

$$k_t^B = (1 - \delta_{KB}) k_{t-1}^B + \pi_t^B \quad (49)$$

با حداکثر سازی بانک با توجه به قید ترازنامه، تسهیلات، نرخ‌های بهره سپرده و وام مشخص می‌شود. ( $u_t^{dng}$ ) تکانه خالص بدهی بخش دولتی به بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیر بانکی است.

$$R_t^d = (1 - rr) R_t^c \quad (50)$$

$$dng_t = (1 - \Phi_t) R_t^i - k_{KB} \left( \frac{k_t^B}{dng_t} + \frac{k_t^B}{e_t \cdot I_t^e} - car \right) \left( \frac{k_t^B}{dng_t} + \frac{k_t^B}{e_t \cdot I_t^e} \right)^2 \quad (51)$$

$$(1 + \sigma_t) + \delta_t^{u_t^{dng}}, u_t^{dng} \approx N(0, \sigma_{dng}^2)$$

$$R_t^i = \frac{1}{(1 - \Phi_t)} [R_t^c (1 + \sigma_t) - k_{KB} \left( \frac{k_t^B}{dng_t} + \frac{k_t^B}{e_t \cdot I_t^e} - car \right) \left( \frac{k_t^B}{dng_t} + \frac{k_t^B}{e_t \cdot I_t^e} \right)^2] \quad (52)$$

### ۳-۵- قید بودجه دولت

بخش دولتی از طریق بودجه به جمع‌آوری درآمدها می‌پردازد و صرف مخارج می‌کند و در صورت کسری بودجه به استقراض از بانک مرکزی و استقراض از بانک‌ها و مؤسسات اعتباری استفاده می‌کند. دولت می‌کوشد تا هزینه‌های خود را از محل دریافت خالص مالیات‌ها (خانوارها) بخشی از درآمد حاصل از فروش نفت و سایر درآمدها متوازن نگه دارد.

دولت می‌کوشد تا هزینه‌های خود ( $g_t$ ) را از محل دریافت خالص مالیات‌ها ( $T_t$ )، بخشی از درآمد حاصل از فروش نفت ( $\omega_g^{OR} \cdot e_t \cdot or_t$ ) و سایر درآمدها ( $other_t$ ) متوازن نگه دارد. بخشی از درآمدهای نفتی ( $\omega_g^{OR}$ ) به عنوان درآمد به دولت اختصاص می‌یابد و بقیه آن ( $1 - \omega_g^{OR}$ ) نیز سهم شرکت نفت و صندوق توسعه ملی است. در این شرایط، قید بودجه دولت برحسب ارزش‌های حقیقی به شکل رابطه (۵۳) بیان می‌شود:

$$g_t = \omega_g^{OR} \cdot e_t \cdot or_t + T_t + other_t \quad (53)$$

در رابطه یاد شده،  $e_t$  نرخ ارز حقیقی بوده که براساس تعریف به شکل رابطه (۵۴) است. در این رابطه  $P_t^*$  سطح عمومی قیمت‌های جهانی است.

$$e_t = s_t \frac{P_t^*}{p_t} \quad (54)$$

همچنین مالیات‌ها تابعی از درآمدها و به شکل رابطه (۵۵) بوده که در آن، کشش درآمدی مالیات  $t$  و  $b$  نرخ مالیات است.

$$T_t = b \cdot y_t^f \quad (55)$$

در بودجه دولت، علاوه بر تبدیل بخشی از درآمدهای ارزی به ریال، پایه پولی از محل کسری مالی دولت و خالص بدهی بخش دولتی به بانک مرکزی ( $gcb_t$ ) متأثر می‌شود. در صورتی که سهم بدهی بانک مرکزی ( $\omega_{fd}^f$ ) در نظر گرفته شود و بقیه آن از طریق بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیر بانکی تامین خواهد شد. در این شرایط، انباشت خالص بدهی دولت به بانک مرکزی برحسب مقادیر حقیقی براساس رابطه (۵۶) و انباشت خالص بدهی دولت به بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیربانکی ( $gb_t$ ) بر حسب مقادیر حقیقی بر اساس رابطه (۵۷) خواهد بود. ( $u_t^{gcb}$ ) تکانه خالص بدهی بخش دولتی به بانک مرکزی و ( $u_t^{gb}$ ) تکانه خالص بدهی بخش دولتی به بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیر بانکی است.

$$gcb_t = (\omega_{fd}^f) f d_t + \frac{gcb_{t-1}}{\pi_t} + \delta_t^{u_t^{gcb}} \quad (56)$$

$$gb_t = (1 - \omega_{fd}^f) f d_t + \frac{gb_{t-1}}{\pi_t} + \delta_t^{u_t^{gb}} \quad (57)$$

### ۳-۶- ترازنامه بانک مرکزی

پایه پولی ( $MB_t$ ) بر حسب منابع شامل خالص دارایی‌های خارجی ( $CFB_t$ )، خالص بدهی دولت ( $GCB_t$ ) و بدهی بانک‌ها ( $DC_t$ ) است که با تقسیم اجزای آن به شاخص قیمت‌ها، طبق رابطه (۵۸) تعریف می‌شود.

$$(58)$$

$$mb_t = cfb_t + gcb_t + dc_t$$



پایه پولی بر حسب مصارف نیز مجموع پول در گردش و ذخایر بانک‌ها نزد بانک مرکزی و به شکل رابطه (۵۹) است.

$$mb_t = m_t^c + rr \cdot d_t \quad (59)$$

میزان عرضه نقدینگی ( $m2_t$ ) بر حسب اجزای منابع نقدینگی معادل خالص دارایی‌های خارجی بانک‌ها و موسسات اعتباری غیر بانکی ( $fb_t$ )، خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی ( $fc_b_t$ )، خالص بدهی بخش دولتی به بانک مرکزی ( $gcb_t$ )، خالص بدهی بخش دولتی به بانک‌ها و مؤسسات اعتباری غیر بانکی ( $gb_t$ )، بدهی بخش غیردولتی به بانک‌ها و مؤسسات اعتباری ( $dng_t$ ) و خالص سایر دارایی‌های سیستم بانکی ( $obs_t$ ) است.

$$m2_t = fc_b_t + fb_t + gcb_t + gb_t + dng_t + obs_t \quad (60)$$

#### ۷-۶-۵. سیاست پولی

در ادبیات مربوط به الگوهای متعارف DSGE برای سیاستگذار پولی، از قاعده تیلور نرخ بهره استفاده می‌شود. در صورت وجود این رابطه نرخ بین بانکی مستقیماً در این قسمت مشخص می‌شود. لیکن در اقتصاد ایران به دلیل قانون بانکداری بدون ربا، این نرخ مستقیماً تعیین نمی‌شود. بلکه سیاست‌گذار پولی با تغییر نقدینگی، به نوعی غیرمستقیم آن را مشخص می‌کند. به همین جهت قاعده سیاستگذاری برای نرخ رشد پایه پولی در نظر گرفته می‌شود که به شکل رابطه (۵-۶۳) است. در این شرایط فرض می‌شود که بانک مرکزی، در جهت رسیدن به اهداف خود یعنی کاهش شکاف تولید و تورم نرخ رشد پایه پولی را مطابق رابطه (۶۲) تنظیم می‌نماید.

$$rmb_t = \frac{mb_t}{mb_{t-1}} - 1 \quad (61)$$

$$rmb_t = \left( \frac{rmb_{t-1}}{rmb} \right)^{\rho_{rmb}} \cdot \left( \frac{y_t}{y} \right)^{\omega_{rm2}^y} \cdot \left( \frac{p_t}{p} \right)^{\omega_{rm2}^p} \quad (62)$$

شرط تسویه بازار دلالت بر این دارد که حاصل تولید غیرنفتی و ارزش افزوده حاصل از فروش نفت، معادل مصرف، سرمایه‌گذاری، مخارج دولت، خالص صادرات و تمام هزینه‌های تعدیل ( $AC_t$ ) است.

$$y_t + e_t \cdot or_t = c_t + i_t + g_t + z_t + AC_t \quad (63)$$

#### ۴- حل و تقریب الگو

با بهینه‌یابی توابع هدف هر یک از کارگزاران فوق، نتیجه مجموعه روابط اقتصادی به دست آمده، سیستم معادلات تفاضلی غیر خطی تحت انتظارات عقلایی است که در حال حاضر، علی‌الخصوص در الگوهای بزرگتر، قابلیت حل تجربی ندارند. اما می‌توان با استفاده از تکنیک تقریب جواب الگو را در محدوده تقریب بصورت کاربردی محاسبه کرد. در این پژوهش، مجموعه معادلات با استفاده

از روش اهلیک<sup>۱</sup> (۱۹۹۹)، خطی لگاریتمی شده‌اند. در مرحله بعد، مقادیر ورودی الگو و کالیبراسیون ۲ پارامترها و متغیرها با استفاده از اطلاعات اقتصاد ایران طی دوره ۱۳۷۹-۱۳۹۹ پیوست، انجام شده است. سپس، با استفاده از نرم‌افزار داینار<sup>۳</sup>، سیستم معادلات براساس روش بلانچارد-کان<sup>۴</sup> حل شده است.

### جدول ۱: اطلاعات پارامترهای ساختاری مدل

نام پارامتر	مقادیر	توضیحات	منبع
$\beta$	۰/۳۹	عامل تنزیل	فرزین وش و همکاران (۱۳۹۴)
$\sigma_n$	۰/۳۷	کشش جانشینی بین دوره‌ای مصرف	موسوی (۱۳۹۲)
$\sigma_c$	۰/۳۵	کشش عرضه نیروی کار نسبت به دستمزد حقیقی	جاویدنیا و احسانی (۱۳۹۰)
$\alpha$	۰/۴۱۲	سهم سرمایه در تولید	شاهمرادی (۱۳۸۷)

منبع: یافته‌های پژوهش

### جدول ۲: اطلاعات پارامترهای حالت پایدار مدل

نام پارامترها	مقادیر	توضیحات
$\bar{T}/\bar{g}$	۰/۳۴	نسبت مالیات‌ها به مخارج دولت
$e\bar{o}/\bar{g}$	۰/۴۱	نسبت درآمدهای نفتی به مخارج دولت
$othe\bar{r}/\bar{g}$	۰/۱۲	نسبت سایر درآمدهای دولت به مخارج کل
$\bar{c}/yn\bar{o}$	۰/۵۵	نسبت مخارج مصرفی خصوصی به تولید غیر نفتی
$\bar{l}/yn\bar{o}$	۰/۳۱	نسبت سرمایه‌گذاری به تولید غیر نفتی
$\bar{g}/yn\bar{o}$	۰/۲۸	نسبت مخارج دولت به تولید غیر نفتی
$o\bar{r}/yn\bar{o}$	۰/۱۶	نسبت ارزش افزوده نفت به تولید غیر نفتی
$\rho_{gcb}$	۰/۴۵	ضریب فرآیند خودرگرسیون خالص بدهی بخش دولتی به بانک مرکزی
$\rho_{gb}$	۰/۵۸	ضریب فرآیند خودرگرسیون خالص بدهی بخش دولتی به بانک‌ها و مؤسسات اعتباری
$p\bar{x}/n\bar{x}$	۰/۲۸	نسبت ارزش صادرات به خالص صادرات غیر نفتی
$p\bar{m}/n\bar{x}$	۱/۲۴	نسبت ارزش واردات به خالص صادرات غیر نفتی
$\omega_1^d$	۰/۷۵۶	سهم سرمایه‌گذاری داخلی از سرمایه‌گذاری کل
$\omega_m^{im}$	۰/۲۳	سهم کالاهای سرمایه‌ای در واردات
$\omega_m^{fm}$	۰/۶۲	سهم نهادهای واسطه‌ای وارداتی
$\omega_m^{cm}$	۰/۱۵	سهم کالاهای مصرفی در واردات
$\omega_c^d$	۰/۹۱۷	سهم مصرف داخلی از مصرف کل
$o\bar{r}/yn\bar{o}$	۰/۱۶	نسبت ارزش افزوده نفت به تولید غیرنفتی
$\omega_g^{or}$	۰/۶۵	سهم دولت از درآمدهای دلاری

1. Uhlig
2. Calibration
3. Dynare
4. Blanchard-Khan

نام پارامترها	مقادیر	توضیحات
$\bar{d}/s\bar{b}$	۰/۴۱	نسبت سپرده‌ها به منابع نقدینگی
$dn\bar{g}/s\bar{b}$	۰/۳۲	نسبت بدهی بخش غیر دولتی به منابع نقدینگی
$o\bar{r}/nf\bar{a}c\bar{b}$	۴/۳	نسبت درآمدهای نفتی به خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی
$gc\bar{b}/s\bar{b}$	۰/۳۲	نسبت خالص بدهی بخش دولتی به بانک مرکزی به منابع نقدینگی
$g\bar{b}/s\bar{b}$	۰/۱۱	نسبت خالص بدهی بخش دولتی به بانک‌ها و مؤسسات اعتباری به منابع نقدینگی
$\rho_{dn\bar{g}}$	۰،۵۶	ضریب فرآیند خودرگرسیون بدهی غیر دولتی
$\rho_{fcb}$	۰،۶۸	ضریب فرآیند خودرگرسیون خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی
$\rho_{fb}$	۰،۴۴	ضریب فرآیند خودرگرسیون خالص دارایی‌های خارجی بانکها و مؤسسات

منبع: یافته‌های پژوهش

### ۵- ارزیابی اعتبار الگو

در این مطالعه از داده‌های مربوط به گشتاورها و آزمون‌های آماری جهت مقایسه داده‌های واقعی و داده‌های الگو استفاده کردیم. تا مشخص شود مدل نوردهاوسس<sup>۱</sup> طراحی شده تا چه میزان با داده‌های اقتصاد ایران مطابقت دارد. جدول (۳) گشتاورهای مرتبه اول و دوم برای متغیرهای تولید ناخالص داخلی، نقدینگی، تورم، بدهی بخش غیر دولتی و بدهی سیستم بانکی را نشان می‌دهد. که بیانگر انطباق زیاد مدل تعادل عمومی پویای تصادفی با داده‌های واقعی این متغیرهاست. در جدول (۴) با کمک آزمون‌های آماری  $t$  و  $f$  مقادیر با هم مقایسه گردید و نتایج آن بیان شد.

### جدول ۳: گشتاورهای داده‌های واقعی و داده‌های مدل تعادل عمومی پویای تصادفی

نام متغیر	میانگین		انحراف معیار	
	داده‌های واقعی	مدل	داده‌های واقعی	مدل
رشد نقدینگی	۰/۹۸	۰/۹۴	۰/۸۵۰	۰/۷۹۸
تورم	۰/۸۶	۰/۷۹	۰/۷۰۸	۰/۶۴۵
بدهی غیر دولتی	۲/۳۵	۱/۹۷	۰/۸۸۳	۰/۶۸۲
بدهی سیستم بانکی	۰/۷۳	۰/۶۹	۰/۳۸۲	۰/۳۶۷
رشد اقتصادی	۲/۱۲	۲/۹۳	۰/۴۶۱	۰/۴۴۷

منبع: یافته‌های پژوهش

مقایسه مقدار آماره‌ی آزمون و مقادیر بحرانی در جدول (۴)؛ نشان می‌دهد برای تمامی متغیرها مقدار آماره‌ی آزمون کوچک‌تر از مقدار بحرانی در سطح ۹۵ درصد بوده و فرض صفر رد نمی‌شود؛ لذا

- در ادبیات سیکل‌های تجاری سیاسی در الگوی منفعت طلبی سیاسی نوردهاوسس، متصدیان امور مملکتی درصددند که با توجه به حافظه‌ی کوتاه‌مدت رای دهندگان، سیاست‌هایی در سال‌های نزدیک به انتخابات اتخاذ کنند که وضعیت معیشتی جامعه و عملکرد اقتصادی خود را بهبود بخشد.
- گشتاور اول برای یک متغیر تصادفی بیانگر میانگین و گشتاور مرکزی دوم نیز واریانس را مشخص می‌کند.

مقادیر ویژگی‌های شبیه سازی شده و واقعی در سطح اطمینان ۹۵٪ اختلاف معنی داری ندارند. از این رو می‌توان ادعا کرد که مدل از قدرت برآزش و دقت قابل قبولی برخوردار است.<sup>۱</sup>

جدول ۴: آزمون‌های آماری جهت مقایسه ویژگی‌های متغیرها

متغیر	بدهی بخش سیستم بانکی	تورم	بدهی بخش غیر دولتی	رشد نقدینگی	رشد اقتصادی
آزمون برابری میانگین	آماره آزمون ۰/۳۲	۰/۳۸	۱/۲۵	۰/۳۰	-۰/۴۸
	مقدار بحرانی ۱/۹۸	۱/۹۸	۱/۹۸	۱/۹۸	۱/۹۸
آزمون برابری انحراف معیار	آماره آزمون ۱/۷۸	۱/۲۵	۱/۳۳	۱/۳۴	۱/۴۷
	مقدار بحرانی ۱/۸۴	۱/۸۴	۱/۸۴	۱/۸۴	۱/۸۴

منبع: یافته‌های پژوهش

## ۵-۲- اثر تکنانه‌ها بر متغیرهای اقتصادی پژوهش

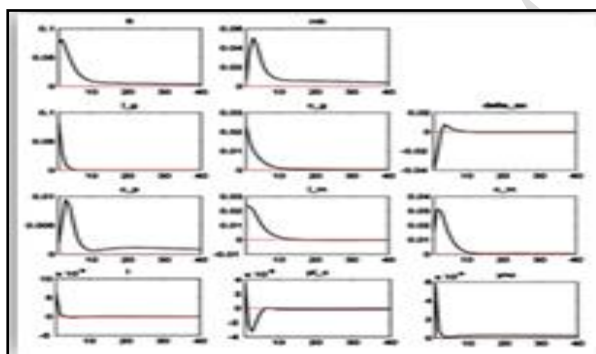
### ۵-۲-۱- تکنانه ناشی از خالص دارایی خارجی بانک مرکزی

براساس نمودار (۱) که توابع عکس‌العمل آنی متغیرها نسبت به تکنانه خالص دارایی خارجی بانک مرکزی را نشان می‌دهد، همانطور که مشاهده می‌شود دارایی خالص خارجی یک نوع سپرده ذخیره شده ارزی محسوب می‌شود. متناسب با این میزان دارایی درآمدهای ارزی ناشی از فروش نفت نیز افزایش می‌یابد. با افزایش میزان فروش نفت نیز باعث افزایش حدود ۶/۵ درصد خالص دارایی‌های خارجی بانک مرکزی می‌شود و سپس به مقادیر باثبات خود برمی‌گردد. به تبع افزایش خالص دارایی‌های خارجی، پایه پولی به قیمت واقعی نیز به تدریج افزایش می‌یابد به گونه‌ای که در حدود ۱ درصد تا ۴/۵ درصد افزایش می‌یابد و سپس به سطح با ثبات خود برمی‌گردد. با افزایش دارایی خارجی بانک مرکزی، درآمدهای ارزی نفتی دولت، بودجه دولت، به ویژه بودجه سرمایه گذاری در تولید، افزایش می‌یابد.

افزایش درآمدهای ارزی دولت، باعث کاهش نرخ ارز اسمی در بازار آزاد شده به گونه‌ای که رشد نرخ ارز اسمی در بازار به میزان ۴ واحد درصد پایین می‌آید. دلیل آن این است که با افزایش درآمدهای ارزی، دولت ارز بیشتری در اختیار بانک مرکزی قرار داده و در نتیجه آن وضعیت ارزی بانک مرکزی و قدرت مانور بیشتر برای عرضه ارز در بازار بهبود یافته و نهایتاً نرخ ارز را در این بازار پایین می‌آورد. وقتی که وضعیت ارزی دولت بهبود می‌یابد، واردات نیز افزایش می‌یابد. همان طور که نمودار (۱) نشان می‌دهد تقاضا برای واردات (هم برای واردات مصرفی و هم واسطه‌ای و سرمایه‌ای) افزایش می‌یابد ولی رشد واردات مصرفی اندکی بیشتر از رشد واردات مصرفی و سرمایه‌ای است به گونه‌ای که در نتیجه تکنانه ۱۰ درصدی افزایش درآمدهای ارزی، واردات مصرفی ۲ تا ۳ درصد ولی واردات واسطه‌ای و سرمایه‌ای حدود ۲/۲ درصد افزایش می‌یابد. در نتیجه افزایش درآمدهای ارزی

۱. آزمون فرضیه در خصوص میانگین و واریانس برای برابری آماره‌ها با مقادیر خاص در نرم افزار E Views می‌باشد.

نفتی طرف تقاضای اقتصاد - چه از سوی دولت و واردات کالاها و خدمات و چه با لحاظ گسترش پایه پولی و نقدینگی - حالت انبساطی داشته که به تبع آن مصرف خصوصی نیز تا ۱ درصد افزایش می‌یابد. در نتیجه افزایش درآمدهای ارزی نفتی کشور، وضعیت سرمایه‌گذاری و اشتغال بهبود یافته به گونه‌ای که شوک ۱۰ درصدی درآمدهای ارزی نفتی منجر به افزایش سرمایه‌گذاری خصوصی به قیمت حقیقی ۰/۳ تا ۱/۴ درصد و افزایش اشتغال ۰/۲ درصد می‌گردد. سرانجام، در نتیجه حالت انبساطی طرف تقاضا و افزایش سرمایه‌گذاری، نرخ تورم کاهش و تولید افزایش می‌یابد. به گونه‌ای که در نتیجه یک تکانه ۱۰ درصدی درآمدهای ارزی نفتی دولت، نرخ تورم به میزان ۱/۵ واحد درصد کاهش می‌یابد و تولید غیرنفتی ۴ درصد افزایش می‌یابد. مکانیسم‌های انتقال این تکانه در شکل (۳) ارائه شده است.

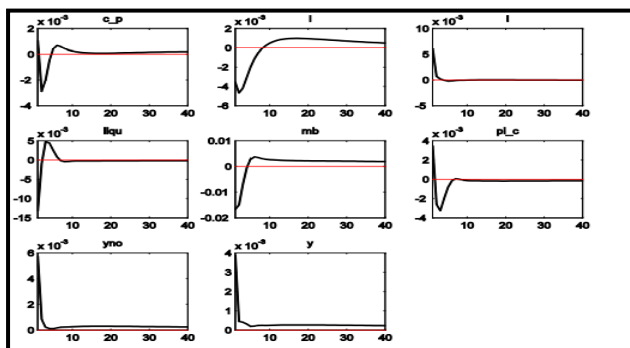


نمودار ۱: توابع عکس‌العمل آنی متغیرها نسبت به تکانه خالص  
دارایی بانک مرکزی به اندازه ۱۰٪

### ۵-۲-۲- تکانه ناشی از خالص دارایی خارجی بانک‌ها و مؤسسات اعتباری

در نمودار (۲) آثار یک شوک ۱۰ درصدی ناشی از خالص دارایی خارجی بانک‌ها و مؤسسات برخی از متغیرهای کلان اقتصادی با استفاده از توابع عکس‌العمل آنی نشان داده شده است. خالص دارایی خارجی بانک‌ها و مؤسسات از طریق افزایش سرمایه‌گذاری دولتی منجر به افزایش سرمایه دولتی شده و از آنجا که سرمایه دولتی به صورت سرمایه افزا وارد تابع تولید می‌شود، از این طریق متغیرهای سرمایه‌گذاری، اشتغال، مصرف، تولید و غیره را تحت تأثیر قرار می‌دهد. همان طور که نمودار (۲) نشان می‌دهد یک تکانه مثبت ۱۰ درصدی خالص دارایی خارجی بانک‌ها و مؤسسات که باعث افزایش تدریجی سرمایه‌گذاری می‌شود، ابتدا مصرف را اندکی افزایش و سپس کاهش داده است ولی مجدداً افزایش و به سطح باثبات خود بازگشته است. آثار شوک خالص دارایی خارجی بانک‌ها و مؤسسات بر تولید مثبت است به گونه‌ای که ۱۰ درصد افزایش خالص دارایی خارجی بانک‌ها و مؤسسات منجر به رشد تولید غیرنفتی حدود ۶ درصد می‌شود زیرا سرمایه‌گذاری دولتی موجب افزایش سرمایه دولتی شده و چون سرمایه دولتی به صورت سرمایه افزا وارد تابع تولید

می شود، باعث کاهش هزینه اجاره سرمایه شده و، بنابراین، تولید افزایش می یابد. بدیهی است که رشد کل تولید با احتساب بخش نفتی متأثر از صادرات نفت، کمتر از رشد تولید نفتی می گردد که رقم رشد کل تولید حدوداً ۴ درصد برآورد می شود. مکانیسم های انتقال این تکانه در شکل (۴) ارائه شده است.

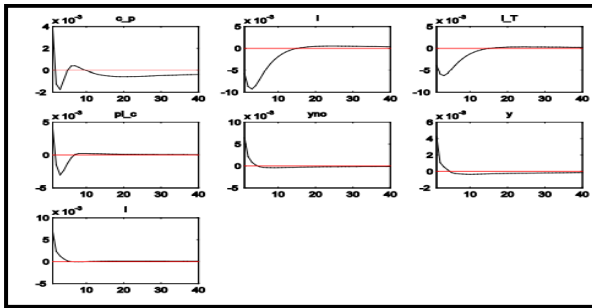


نمودار ۲: توابع عکس العمل آنی متغیرها نسبت به تکانه خالص

دارایی بانکها و مؤسسات اعتباری به اندازه ۱۰٪

### ۵-۲-۳- تکانه ناشی از خالص بدهی دولت به بانک مرکزی

در نمودار (۳) آثار تکانه ۱۰ درصد خالص بدهی دولت به بانک مرکزی با استفاده از توابع عکس العمل آنی نشان داده شده است. وقوع یک تکانه مثبت در خالص بدهی دولت به بانک مرکزی، باعث افزایش مصرف خانوارها می شود. دلیل آن علاوه بر اثرات مثبت ناشی از افزایش تقاضای کل و افزایش مصرف در تابع مطلوبیت و مصرف کل ترکیبی از کالاها و خدمات عمومی عرضه شده از سوی دولت و همچنین کالاها و خدمات مصرفی خصوصی مؤثر است. بدیهی است که با افزایش خالص بدهی دولت به بانک مرکزی، میزان بر خورداری خانوارها، تولید و سرمایه گذاری ها نیز افزایش می یابند. بنابراین، در دراز مدت بخش قابل توجهی از سرمایه گذاری انجام می شود. شوک بدهی دولت به بانک مرکزی منجر به افزایش تولید غیرنفتی به میزان ۵ درصد می شود. بدیهی است که با احتساب بخش نفتی این مقدار کاهش می یابد و به ۴ درصد می رسد ولی اثر آن در طول سالها از بین می رود و تولید به وضعیت باثبات خود برمی گردد. شوک بدهی دولت به بانک مرکزی به دلیل تحریک تقاضای کل در اقتصاد، اشتغال را تحریک می کند و اشتغال به میزان ۵ درصد افزایش می یابد. مکانیسم های انتقال این تکانه در شکل (۵) ارائه شده است.

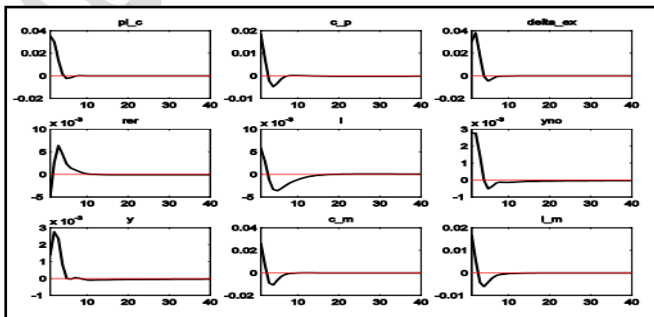


نمودار ۳: توابع عکس‌العمل آنی متغیرها نسبت به تکانه خالص

بدهی دولت به بانک مرکزی به اندازه ۱۰٪

۵-۲-۴- تکانه ناشی از خالص بدهی دولت به بانک‌ها و موسسات

در نمودار (۴) مشاهده می‌شود این تکانه رشد نرخ ارز اسمی را به میزان ۴ واحد درصد کاهش می‌دهد. میزان عکس‌العمل سرمایه‌گذاری نسبت به خالص دولت به بانک‌ها و مؤسسات اعتباری، واکنش مثبت نشان داده است. بنابراین، به نظر می‌رسد که افزایش رشد خالص بدهی دولت به بانک‌ها و مؤسسات بیشتر به حوزه فعالیت‌های تولیدی و سرمایه‌گذاری سوق پیدا کرده است. این تکانه ابتدا تولید غیرنفتی را به میزان ۲۸ درصد افزایش می‌دهد و در طول چند سال اثر آن از بین می‌رود. بنابراین، آثار شوک ناشی از خالص بدهی دولت به بانک‌ها و مؤسسات بر تولید در کوتاه مدت روند مثبتی خواهد داشت. دلیل افزایش تولید آن است که نقدینگی جدیدی توسط دولت که از مؤسسات و بانک‌ها اخذ شده به شکل سپرده‌های جدیدی در اختیار بخش تولید شده است. میزان سرمایه‌گذاری نیز افزایش می‌یابد. بنابراین بخشی از اعتبارات بانکی به فعالیت‌های تولیدی اختصاص داده شده است. با توجه به اینکه اعتبارات بانکی، به عنوان یک عامل تسهیل‌کننده برای خرید نهاده، باعث می‌شود ارزش افزوده بخشی از فعالیت‌ها تحت تأثیر قرار گرفته و موجب افزایش تولید می‌گردد. مکانیسم‌های انتقال این تکانه در شکل (۶) ارائه شده است.

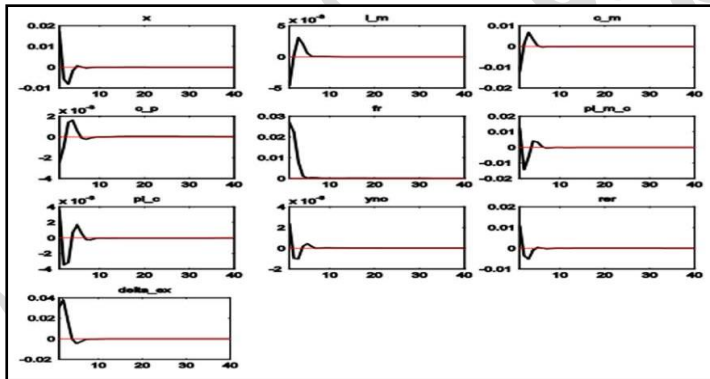


نمودار ۴: توابع عکس‌العمل آنی متغیرها نسبت به تکانه خالص بدهی

دولت به بانک‌ها و مؤسسات اعتباری به اندازه ۱۰٪

### ۵-۲-۵- تکانه ناشی از بدهی بخش غیر دولتی

همانطور که در نمودار (۵) مشاهده می شود که تکانه ناشی از بدهی بخش غیر دولتی در بلند مدت میزان سرمایه گذاری، تولید را کاهش می دهد. با توجه به اینکه میزان تولید کمتر از مقدار واقعی اتفاق می افتد. در نتیجه میزان مصرف خانوارها نیز کاهش می یابد. در این میان بانک ها، حجم ذخیره ارزی خود را افزایش می دهند که ناشی از افزایش سپرده های ارزی و افزایش تقاضای سفته بازی ارزی خانوار می باشد که این امر منجر به افزایش نرخ ارز به ۴ درصد و افزایش تورم کالاهای مصرفی و سرمایه ای و وارداتی می شود در حقیقت طبق مدل سازی پژوهش سفته بازی از طریق سپرده ارزی خانوار تعریف می شود. وقتی نرخ ارز افزایش می یابد، با توجه به اینکه تولید ما وابسته به نهاده های وارداتی و کالاهای سرمایه ای است، در نتیجه افزایش نرخ ارز، هزینه های تولید بالا می رود و افزایش هزینه تولید، قیمت کالاها را بالاتر می برد. مکانیسم های انتقال این تکانه در شکل (۷) ارائه شده است.



نمودار ۵: توابع عکس العمل آنی متغیرها نسبت به تکانه بدهی بخش غیر دولتی بانکها و مؤسسات اعتباری به اندازه ۱۰٪

### ۵-۲-۶- مقایسه آثار پنج تکانه

با توجه به آنکه در هر پنج تکانه اجزای منابع نقدینگی، نقدینگی به میزان حدود ۵ درصد افزایش یافته است، آثار و دلالت های پنج جزء منابع ایجاد نقدینگی قابل بررسی است. نتایج مقایسه ای حاکی از آن است که به ازای رشد مشخص نقدینگی، افزایش هایی که ناشی از خالص دارایی های خارجی سیستم بانکی و خالص بدهی های بخش دولتی به سیستم بانکی صورت می گیرد، دارای آثار تولیدی و سرمایه گذاری بیشتر و آثار تورمی کمتری هستند، از این رو، ثبات اقتصاد کلان را به همراه خواهد داشت. تسهیلات بخش غیردولتی برخلاف خالص دارایی های خارجی و خالص بدهی های بخش دولتی به سیستم بانکی، صرف کالا و خدمات نمی شود و بیشتر در بخش نامولد بکار گرفته می شود. بنابراین،



توصیه می‌شود که سیاست‌گذار پولی با هدایت اعتبار، تسهیلات بخش خصوصی (بدهی بخش غیردولتی) به فعالیت‌های مولد، آثار تولیدی و سرمایه‌گذاری این جزء را افزایش دهد.

## ۶- جمع‌بندی و نتیجه‌گیری

این پژوهش جهت پاسخ به این سؤال مهم که آیا اثرات اجزای منابع نقدینگی شامل دارایی‌های خارجی بانک مرکزی، خالص دارایی‌های خارجی بانکها و مؤسسات اعتباری غیر بانکی، خالص بدهی بخش دولتی به بانک مرکزی، خالص بدهی بخش دولتی به بانکها و مؤسسات اعتباری غیر بانکی و بدهی بخش غیر دولتی به بانکها و مؤسسات اعتباری بر عملکرد اقتصادی متفاوت است، یک مدل تعادل عمومی پویای تصادفی (DSGE) طراحی و براساس اطلاعات اقتصاد ایران طی دوره ۱۳۹۹-۱۳۷۹ شبیه‌سازی نمود. جهت ارزیابی وجود اثرات متفاوت اجزای منابع نقدینگی بر متغیرهای اقتصادی، واکنش این متغیرها نسبت به تکان‌های اجزای منابع نقدینگی براساس توابع عکس‌العمل آنی مورد بررسی قرار گرفته است. یافته‌های حاصل از داده‌های پژوهش نشان از این دارد که خالص دارایی‌های خارجی سیستم بانکی از طریق تراز پرداخت‌ها و خالص بدهی دولت به سیستم بانکی از کانال تراز مالی دولت اگر منبع ایجاد نقدینگی باشد باعث افزایش متغیرهای تولید، مصرف و سرمایه‌گذاری و باعث رشد خفیف یا کاهش متغیرهای تورم و نرخ ارز می‌شود. اما اگر منبع ایجاد نقدینگی بدهی بخش غیر دولتی از کانال تسهیلات باشد بر متغیرهای تولید، مصرف و سرمایه‌گذاری اثر کاهشی دارد و فقط باعث افزایش متغیرهای تورم و نرخ ارز می‌شود. دو منبع خالص دارایی‌های خارجی سیستم بانکی و خالص بدهی‌های دولت به سیستم بانکی برعکس منبع بدهی بخش غیردولتی بدلیل ایجاد ارزش افزوده در اقتصاد، دارای آثار تولیدی و سرمایه‌گذاری بیشتر و آثار تورمی کمتری هستند، از این رو، ثبات اقتصاد کلان را به همراه خواهد داشت. بنابراین، توصیه می‌شود که سیاست‌گذار پولی با هدایت اعتبار، تسهیلات بخش خصوصی (بدهی بخش غیردولتی) به فعالیت‌های مولد، آثار تولیدی و سرمایه‌گذاری این جزء را نسبت به خالص دارایی‌های خارجی و خالص بدهی بخش دولتی به سیستم بانکی را افزایش دهد. بنابراین، توصیه می‌شود که سیاست‌گذار پولی با هدایت اعتبار، تسهیلات بخش خصوصی (بدهی بخش غیردولتی) به فعالیت‌های مولد، آثار تولیدی و سرمایه‌گذاری این جزء را افزایش دهد. این نتایج حامل این پیام سیاستی است که علاوه بر مدیریت نقدینگی، توجه به تحولات اجزای منابع نقدینگی نیز از اهمیت بسیاری در حوزه سیاست‌گذاری پولی برخوردار است. در شرایطی که رشد نقدینگی بالایی را اقتصاد تجربه می‌کند علاوه بر کنترل کمی، به این نکته توجه شود که هریک از منابع ایجاد نقدینگی چه تاثیری بر متغیرهای مهم اقتصادی می‌گذارد.

۱. هدایت اعتبار مجموعه رهنمودهای سیاستی است که سعی در متقاعد کردن بانک‌ها به تخصیص اعتبار به بخش‌های اقتصادی مدنظر سیاست‌گذار دارد.

به عنوان پیشنهاد برای مطالعات آینده بر مبنای نتایج مدل فعلی و مدلسازی انجام شده در فضای الگوی تعادل عمومی پویای تصادفی، پیشنهاد محقق تفکیک خالص بدهی بخش دولتی به دو جزء دولت و شرکتهای دولتی، و همچنین تفکیک خالص بدهی بخش دولتی و همچنین خالص داراییهای خارجی به بانکها و مؤسسات اعتباری غیر بانکی به سه جزء بانکهای تجاری، تخصصی و بانکهای غیر دولتی و مؤسسات اعتباری غیر بانکی می باشد.

پیش از انتشار

## References

- Abderezak, A. (2005). Oil price shocks - Money supply causality: Some evidence from Algeria. *The Journal of North African Studies*, 10(2),173-181.
- Agénor, P. R., Alper, K., & da Silva, L. A. P. (2014). Sudden floods, macro prudential regulation and stability in an open economy. *Journal of International Money and Finance*, 48(part A), 68-100.
- Alaei,R., & Bakhtiyari, S. (2019).Threshold effect of the monetary base on inflation: the approach of non-linear auto-regressive soft transmission models. *Economic Strategy Quarterly*,25(7), 109-141.(In Persian)
- Bhatia, J.R. (1971), Factors Influencing Changes in Money Supply in BCEAO Countries, *International Monetary Journal*. 18(2),389-398.
- Bernanke, B. S, & Blinder, A. S. (1988). Credit, Money and Aggregate Demand. *The American Economic Review*, 78(2), 435-439.
- Burriel, P., Fernandez, V., Verde, J., & Rubio-Ramirez, J. F. (2010). MEDEA: a DSGE model for the Spanish economy. *SERIEs*, 1, 175-243.-Calvo, G. A. (1983). Staggered prices in a utility-maximizing framework, *Journal of monetary Economics*. 12(3), 383-398.
- Caporale, G. M., Ali, F. M. & Spagnolo, N. (2014). Oil Price Uncertainty and Sectoral Stock Returns in China: A Time-Varying Approach. *China Economic Review*, 34, 311–340.
- Cecchetti, S. G. (1995). Distinguishing Theories of Monetary Transmission Mechanism. *Economic Research Federal Reserve Bank of St. Louis*, 77(3), 83-97.
- Christiano, L., Eichenbaum, M., & Evans, C. (2005). Nominal rigidities and the dynamic effects to a shock of monetary policy, *Journal of Political Economy*, 113(1), 1-45.
- Demirbas, A., Al-Sasi, B., & Nizami, A. (2017). Recent Volatility in the Price of Crude Oil. *Energy Sources, Part B: Economics, Planning, and Policy*, 12, 408–414.
- Durán, N. M, & Hernández, I.P.(2018). Is there any relationship between the monetary base and the interest rate of the US Federal Reserve? *Contaduría y Administración, Accounting and Management*, 63, 1 -18
- Elder, J. (2018). Oil Price Volatility: Industrial Production and Special Aggregates. *Macroeconomic Dynamics*, 22(3), 640-653.
- Gali, J. (2008).Monetary Policy, Inflation and BusinessCycle: An introduction to the New Keynesian Framework, *PRINCETON university Press*, 79-93.
- Ge Xinyu., Li Xiao. L., & L. Zheng. (2020). the Transmission of Financial Shocks in an Estimated DSGE Model with Housing and Banking. *Economic Modelling*, 89, 215-231.

- Hadian, M., & Dargahi, H.(2021). Macroeconomic effects of current and development expenditures of the government in Iran: DSGE approach. *Quarterly magazine of applied economic theories*, 8(1), 241-272.
- Jalali Naeini, A., & Zamanzade, H.(2016).Investigating the different effects of liquidity components on production and price: vector error correction approach with Namana exogenous variables, *Monetary and Banking Research Quarterly*, 27, 1-27(in Persian)
- Kapuściński, M. & Pietryka, I. (2019). The impact of the excess reserves of the banking sector on interest rates and money supply in Poland . *Narodowy Bank Polski, Working Paper ,Economic Research Department*, 300, 1-48.
- Lashgari, M. (2014). Money, Currency and Banking. Tehran, *Payame Noor Publications*, First Edition.(In Persian)
- Koop, Gary & Dimitris, K.(2010). Bayesian Multivariate Time Series Methods for Empirical Macroeconomics. *Foundations and Trends in Econometrics*, 3(4), 267-358.
- Komijani, A., & Alinejad, M. F. (2012). Evaluating the Effectiveness of Monetary Transmission Channels Production and Inflation besides Analyzing their Relative in Iran's Economy. *Scientific and research quarterly of planning and budget*, 17, 39-63. (in Persian)
- Liu, Z., Waggoner, D.F. & Zha, T. (2011). Sources of Macroeconomic Fluctuations A Regime Switching DSGE Approach. *Quantitative Economics*, 2(2), 251-301.
- McCallum, B., & Nelson, E. (2000). Monetary policy for an open economy: an alternative framework with optimizing agents and sticky prices, *Oxford Review of Economic Policy*. 16(4), 74-91.
- Mohammadi Pour, A., Salmanpour Zonouz, A., & Fakhrrhosseini, S, F.(2019). The Effect of Shocks in Monetary Base and Government Oil Revenues on the Iranian Economy Using Dynamic Stochastic General Equilibrium Model. *Quarterly Journal of Economic Growth and Development Research*, 10, 93-112 (in Persian)
- Moshiri, S., & Vasheghani, M. (2010). Investigating the Monetary Transfer Mechanism and its Timing in Iran's Economy. *Economic Modeling Quarterly*, 4, 1-32. (in Persian)
- Pesaran, M. H., (1998). Economic Trends and Macroeconomic Policies in Post-revolutionary Iran. *Economy and money magazine*,82,42-45. (in Persian)
- Ravenna, F., & Walsh, C. E. (2006). Optimal monetary policy with the cost channel, *Journal of Monetary Economics*. 53(2), 199-216.
- Sarno L. & Taylor.M. (2001). Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Is It Effective &, If So, How Does Work?. *Journal of Economic Literature* ,39(3),839. 868.

- Sharifi Ranani, H., & Komijani, A., & Shahrestani, H. (2010). Investigating the Mechanism of Money Transfer in Iran: Approach Vector Auto Regressive Structural. *Money and Economics Quarterly*, 2. (in Persian)
- Snowdan B. & Van H. (1997). *A Macroeconomics Reader*. One edition
- Stracca, L. (2007), Should we take inside money seriously? *European Central Bank Working paper series*, 841, 1-43.
- Tavakolian, H & Sarem, M. (2016). *DSGE modeling in Dynare software (modelling, solution and estimation based on Iranian economy)*. Tehran: Research Institute of Money and Banking. (in Persian)
- Uhlig, H. (2001). A Toolkit for analyzing nonlinear dynamic rational expectations models easily, *Computational Methods for the Study of Dynamic Economic*, 30-61.
- Yadollahzadeh Tabari, N. (2013). How do monetary policy tools work? An investigation on monetary transmission mechanism in Iran. *Management Science Letters*, 3(4), 1167-1174
- Walsh, C. E. (2010). *Monetary theory and policy*. MIT press, third edition.
- Iacoviello, M. (2015). Financial business cycles. *Review of Economic Dynamics*, 18(1), 140-163.
- <https://www.cbi.ir>
- <https://www.amar.org.ir>

## Investigating the effects of the components of liquidity sources in Iran's economy dynamic stochastic general equilibrium approach

Hossein Samsami Mazreeh Akhoondi  
Ahmad Bakhtiyari

Received: 2023/07/18

Accepted: 2023/08/28

### Aim and Introduction:

The volume of the external money supply is determined by the policymaker, but the amount of money and liquidity will be influenced by the individual's decision to combine their portfolios and the behavior of banks (through lending channels and balance sheets) in the internal money supply. From this perspective, the initial change in external currency (monetary base) causes changes in the supply and demand of all types of assets (such as external and internal money) and their rate of return, and the behavior of individuals and banks determines the optimal composition of the portfolio of assets of individuals and banks and the new and balanced composition of liquidity volume. . Due to differences in the structure of the economy in different countries, the external currency itself can be created from different origins, the exogenous increase of each component of the central bank's asset column (monetary base) causes a change in the relative supply of that asset and its rate of return. Liquidity changes have different sources and are due to changes in the supply of different assets that make up different components of liquidity resources and since the components of liquidity resources are not of the same kind and originate from different processes can have different effects on the performance of macroeconomic variables. The purpose of this article is to analyze and investigate the mechanism of the effect of the components of liquidity resources on the macroeconomic variables of Iran. Changes in liquidity have different sources and are caused by changes in the supply of different assets that form different components of liquidity sources and can have different effects on the performance of macroeconomic variables. For this purpose, a macroeconomic model by including the components of liquidity resources including net foreign assets of the central bank, net foreign assets of banks and non-bank credit institutions, net debt of the public sector to the central bank, net debt of the public sector to banks and non-bank credit institutions and Non-governmental sector debt is designed to show the relationships of economic variables in the framework of a dynamic stochastic general equilibrium model provides.

- 
1. Assistant Professor of Economics, Shahid Beheshti University of Tehran, Tehran, Iran, (Corresponding Author), Email: h-samsami@sbu.ac.ir
  2. PhD Candidate in Economics, Shahid Beheshti University of Tehran, Tehran, Iran, Email: Ahmadbakhtiyari329@yahoo.com

### **Methodology:**

The model presented in this research is a small open economy consisting of six sectors of households, firms, foreign sectors, banks and credit institutions, government and central bank within the framework of dynamic stochastic general equilibrium model of new Keynesians with respect to nominal and real frictions. By optimizing the objective functions of each of the above brokers, the result of the obtained economic relations is a system of nonlinear differential equations under rational expectations that are currently not empirically solvable, especially in larger patterns. But we can use approximation technique to calculate the model solution in the approximate range functionally. In this research, the set of equations is linear logarithmic using the Ahlik method (1999). In the next step, the input values of the pattern and calibration of parameters and variables have been done using the Iranian economy data during the period 2000-2020. Then, using the Dynar software, the system of equations based on the Bunchard-Kahn method is solved. The results of the statistical tests and moments indicate that the proposed model is suitable for simulating Iran's economy.

### **Results and Discussion:**

In order to evaluate the different effects of liquidity resources on economic variables, the reaction of these variables to liquidity component shocks based on instantaneous reaction functions has been investigated. The findings of the research show that the net assets of the banking system through balance of payments and net debt to the banking system through the channel of the state financial balance, if the source of liquidity is created, increases the variables of production, consumption and investment and causes mild growth or decrease of inflation and exchange rate variables. However, if the source of the liquidity creation of non-governmental debts is from the channel of facilitation, it has a decreasing effect on the variables of production, consumption and investment, and only increases inflation and exchange rate. The two sources of the net assets of the banking system and the net of government liabilities to the banking system, contrary to the source of non-governmental sector debt due to the creation of added value in the economy, have more productive effects and investment and less inflationary effects, hence, macroeconomic stability will bring.

### **Conclusion:**

The reaction of macroeconomic variables for the same liquidity growth based on instantaneous reaction functions shows that different components of liquidity sources have different effects on macroeconomic variables. These results carry the policy message that, in addition to liquidity management, attention to the developments in liquidity resources components is also important in the field of monetary policy. Considering that liquidity has increased by about 5% in all five components of liquidity components, the effects and implications of the five components of liquidity creation sources can be examined. Comparative results indicate that for the specific growth of liquidity, the increases caused by the net assets of the banking system and the net of public sector liabilities to the banking

system have more productive and investment effects and less inflationary effects, hence macroeconomic stability. Therefore, it is recommended that the monetary transition policy as much as possible prevent the increase in non-governmental sector debt which leads to increased liquidity.

**Keywords:** Dynamic stochastic general equilibrium(DSGE) , monetary policies, Money Transfer mechanism,sources of liquidity.

**JEL Classification:** E47, E52, E58

پیش از انتشار