

عنوان پایان نامه:

## بررسی تأثیر شوک های قیمت سهام بر نوسانات حساب جاری

پژوهشگر

مهدی عباسی

استاد راهنما

دکتر علی زینل همدانی

استاد مشاور

دکتر حسن کارنامه حقیقی

مهر ۱۳۹۳

## فهرست مطالب

صفحه	عنوان
۱	فصل اول: کلیات
۲	۱-۱ مقدمه
۲	۲-۱ بیان مساله
۴	۳-۱ اهمیت و ضرورت تحقیق
۴	۴-۱ اهداف تحقیق
۴	۱-۴-۱ هدف اصلی
۵	۲-۴-۱ اهداف فرعی
۵	۵-۱ سوال های تحقیق
۵	۶-۱ متغیرهای تحقیق
۷	۷-۱ مباحث فصول آینده
۸	فصل دوم: ادبیات موضوع تحقیق
۹	۱-۲ مقدمه
۹	۲-۲ کسری حساب جاری
۱۱	۳-۲ کسری حساب جاری، کسری بودجه و نرخ ارز واقعی
۱۴	۱-۳-۲ کسری های بخش تجارت خارجی، رابطه مبادله و نرخ ارز واقعی
۱۵	۴-۲ مفهوم منحنی J شکل
۱۷	۵-۲ الگوهای نظری
۱۷	۱-۵-۲ الگوی ماندل - فلمینگ
۱۹	۲-۵-۲ الگوهای بین دوره ای
۱۹	۶-۲ شاخص قیمت سهام
۲۱	۷-۲ آثار تورم بر بازار سهام
۲۳	۸-۲ آثار نرخ ارز بر بازار سهام
۲۴	۹-۲ نگاهی گذرا به بازار ارز در ایران
۲۶	۱۰-۲ نوسانات نرخ ارز
۲۷	۱۱-۲ الگوی عوامل موثر بر تراز تجاری
۳۰	۱۲-۲ سیاستهای پولی و مالی و تراز تجاری
۳۴	۱۳-۲ تورم ها و قیمت های جهانی
۳۶	۱۴-۲ تورم جهانی و نرخ مبادله

## فهرست مطالب

عنوان	صفحه
۱۵-۲ تورم جهانی و تراز تجاری .....	۳۷
۱۶-۲ پیشینه تحقیق .....	۳۷
۱-۱۶-۲ مرور تحقیقات داخلی .....	۳۷
۲-۱۶-۲ مرور تحقیقات خارجی .....	۴۰
۱۷-۲ خلاصه و جمع بندی .....	۴۴
<b>فصل سوم: روش تحقیق .....</b>	<b>۴۵</b>
۱-۳ مقدمه .....	۴۶
۲-۳ روش تحقیق .....	۴۶
۳-۳ جامعه و نمونه آماری و روش نمونه گیری .....	۴۶
۴-۳ روش و ابزار گردآوری اطلاعات .....	۴۷
۵-۳ متغیرهای تحقیق .....	۴۷
۶-۳ معرفی روش های تحلیل داده ها .....	۴۹
۱-۶-۳ مدل تحقیق .....	۵۱
۷-۳ خلاصه و جمع بندی فصل سوم .....	۵۴
<b>فصل چهارم: تجزیه و تحلیل یافته ها .....</b>	<b>۵۵</b>
۱-۴ مقدمه .....	۵۶
۲-۴ بررسی آمار توصیفی متغیرها .....	۵۶
۳-۴ بررسی روند داده ها در دوره زمانی ۲۰۱۲-۲۰۰۵ .....	۵۶
۴-۴ آزمون ایستایی متغیرهای تحقیق .....	۶۲
۵-۴ آزمون بررسی هم انباشتگی .....	۶۴
۶-۴ تعیین وقفه بهینه در الگوی VAR .....	۶۵
۷-۴ برآورد مدل VAR .....	۶۶
۱-۷-۴ اثر شوک وارده در متغیرهای تحقیق بر قیمت سهام .....	۶۸
۲-۷-۴ اثر شوک قیمت سهام بر متغیرهای تحقیق .....	۶۹
۳-۷-۴ اثر شوک متغیرهای تحقیق بر نوسانات حساب جاری .....	۷۱
۴-۷-۴ تجزیه واریانس .....	۷۲
۸-۴ خلاصه و جمع بندی فصل چهارم .....	۷۴
<b>فصل پنجم: نتیجه گیری و پیشنهادات .....</b>	<b>۷۵</b>

## فهرست مطالب

صفحه	عنوان
۷۶.....	۱-۵ مقدمه .....
۷۶.....	۲-۵ خلاصه نتایج تحقیق . .....
۷۸.....	۳-۵ پاسخ به سوالات تحقیق .....
۷۹.....	۴-۵ بحث و نتیجه گیری .....
۸۰.....	۵-۵ پیشنهادات کاربردی .....
۸۱.....	۶-۵ پیشنهادات جهت تحقیقات آتی .....
	منابع ..... ۸۲
۸۲.....	فارسی .....
۸۵.....	لاتین .....
	پیوست ..... ۸۸
۸۹.....	پایایی متغیرهای تحقیق .....
۹۲.....	مدل حداقل مربعات برآورد شده .....
۹۳.....	تعیین وقفه بهینه .....
۹۴.....	مدل Var برآورد شده .....
۹۵.....	واکنش متغیرها به شوک ها .....
۹۶.....	تجزیه واریانس .....

## فهرست جداول و اشکال

صفحه	عنوان
۵۶.....	جدول ۱-۴: آمار توصیفی متغیرهای تحقیق
۶۳.....	جدول ۲-۴: نتایج آزمون پایایی ریشه واحد برای متغیر قیمت سهام
۶۳.....	جدول ۳-۴: نتایج آزمون پایایی ریشه واحد برای متغیرهای تحقیق
۶۴.....	جدول ۴-۴: مقادیر بحرانی آزمون CRDW
۶۵.....	جدول ۵-۴: آماره دوربین واتسون و $R^2$ به دست آمده از مدل حداقل مربعات معمولی
۶۵.....	جدول ۶-۴: یافتن وقفه بهینه مدل
۶۷.....	جدول ۷-۴: مقادیر ضریب تعیین $R^2$ ، آماره F و ... برای مدل های Var برآورد شده
۶۸.....	جدول ۸-۴: بررسی تاثیر شوک متغیرهای تحقیق بر قیمت سهام
۶۹.....	جدول ۹-۴: بررسی تاثیر شوک قیمت سهام بر متغیرهای تحقیق
۷۱.....	جدول ۱۰-۴: بررسی تاثیر شوک متغیرهای تحقیق بر نوسانات حساب جاری
۷۲.....	جدول ۱۱-۴: درصد واریانس ناشی از شوک متغیرهای تحقیق بر قیمت سهام
۷۳.....	جدول ۱۲-۴: درصد واریانس ناشی از شوک قیمت سهام بر سایر متغیرهای تحقیق
۷۳.....	جدول ۱۳-۴: درصد واریانس ناشی از شوک متغیرهای تحقیق بر نوسانات حساب جاری
۵۷.....	شکل ۱-۴: روند تغییرات داده های نوسانات حساب جاری در تک تک کشورهای عضو اکو
۵۸.....	شکل ۲-۴: روند تغییرات داده های نسبت نوسانات حساب جاری به GDP در تک تک کشورهای عضو اکو
۵۹.....	شکل ۳-۴: روند تغییرات داده های قیمت مصرف کننده در تک تک کشورهای عضو اکو
۶۰.....	شکل ۴-۴: بررسی روند تغییرات داده های GDP در تک تک کشورهای عضو اکو
۶۱.....	شکل ۵-۴: بررسی روند داده های نرخ بهره اسمی در کشورهای عضو اکو
۶۲.....	شکل ۶-۴: بررسی روند داده های نرخ ارز در کشورهای عضو اکو

## چکیده

هنگامی که اقتصاد با شوک های ناگهانی خارجی مواجه می گردد، حساب جاری یک اولویت اساسی و مهم محسوب می شود. این پژوهش درصدد است تا با بررسی تأثیر شوک های قیمت سهام بر نوسانات حساب جاری، ابزاری را برای مدیران ارشد اقتصادی فراهم سازد تا در صورت بروز چنین مشکلاتی بتوان از شوک های بازار سرمایه به عنوان ابزاری کارآمد جهت بهبود وضعیت حساب جاری کمک گرفت. به این منظور از داده های اقتصادی کشورهای عضو اکو به صورت پانل VAR بهره گرفته می شود. ساختار پانل اجازه می دهد تا اثرات کشور خاص فیلتر و اثرات شوک به طور متوسط بررسی شود. نتایج تجزیه واریانس متغیرهای مدل نشان داد، شوک وارد بر قیمت سهام و شوک وارد بر نسبت نوسانات حساب جاری به تولید ناخالص داخلی، بیشترین تأثیر را بر نوسانات حساب جاری دارند و تغییرات نوسانات نرخ ارز در دوره اول 16.3406٪ ناشی از قیمت سهام و 83.6594٪ ناشی از تغییرات خود متغیر بوده است، اما در دوره دوم تغییرات این شاخص، 21.89٪ مربوط به قیمت سهام، 65.31٪ مربوط به شوک نوسانات حساب جاری، 0.149 درصد مربوط به شوک تولید ناخالص داخلی، 0.242 درصد مربوط به شوک قیمت مصرف کننده، 11.55 درصد مربوط به شوک نسبت نوسانات حساب جاری به تولید ناخالص داخلی، 0.517 درصد مربوط به شوک نرخ بهره اسمی و 0.34 درصد مربوط به شوک نرخ ارز موثر واقعی بوده است.

کلمات کلیدی: نوسانات حساب جاری، قیمت سهام، پانل VAR، سیاست پولی، نرخ تبادل ارز، شوک.

# فصل اول

## کلیات

با واژگونی سیستم برتون- و دز و به دنبال آن گسترش آزاد سازی اقتصادی افق تراز پرداخت های بسیاری از کشورها به طور معنی داری تغییر یافت. وقوع شوک های نفتی در طول دهه ۱۹۷۰ به افزایش عدم تعادل های حساب جاری تقریباً در تمام کشورها منجر گردید. همچنین تحریک سریع سرمایه در جهان طی دهه ۱۹۹۰ با افزایش تغییرات حساب جاری در طول کشورها همراه بوده است. در این برهه از زمان با مشاهده روند حساب جاری کشورها مشاهده می گردد، اولاً عدم تعادل حساب های جاری اغلب کشورها بین سال های ۸۵-۱۹۷۴ افزایش یافته است و ثانیاً واژگونی تعادل های حساب جاری برخی از کشورها بین سالهای ۲۰۰۳-۱۹۹۹ رخ داده است. با این وجود در تحلیل های اقتصاد کلان بین الملل، بیشترین تمایلات به سمت تحلیل های نرخ ارز، روند نرخ ارز حقیقی و تولید واقعی تمرکز یافته است و غالباً حساب جاری در بهترین شرایط در اولویت دوم قرار داشته است. از این رو مطالعه حاضر، در ادامه مطالعات انجام شده در رابطه با حساب جاری و تغییرات مربوط به آن در صدد است تا به بررسی تأثیر شوک های قیمت سهام بر نوسانات حساب جاری بپردازد. از این رو در این فصل ابتدا مساله تحقیق و اهمیت انجام آن تشریح می گردد و سپس اهداف و سوالات متناسب با آن تدوین گردیده است. در نهایت نیز متغیرهای اصلی تحقیق تعریف گردیده است.

## ۲-۱ بیان مساله

علی‌رغم اینکه اغلب مطالعات تجربی رابطه بین حساب جاری و متغیرهای نرخ ارز، رابطه مبادله و کسری بودجه نتایج یکسانی بدست آورده اند، لیکن مروری بر نتایج مطالعات تجربی دلالت بر این دارد که رابطه بین کسری حساب جاری و متغیرهای کلان اقتصادی الزاماً یکسان نبوده و حتی گاهی به نتایج متناقضی دست یافته اند. چگونگی اثرات و رابطه بین کسری حساب جاری و متغیرهای تأثیر گذار بر آن به نمونه های مورد بررسی، دوره زمانی و مهم تر از همه تکنیک آماری و اقتصادسنجی مورد استفاده در تحقیق بستگی دارد. در واقع، آنچه که می توان از نتایج مطالعات بدست آورد این است که ممکن است رابطه بین متغیرهای اقتصادی و کسری حساب جاری حتی برای یک کشور نوعی مثل ایران می تواند در طول زمان تغییر کند. علت این امر می تواند



دوره زمانی مختلف و تکنیک مختلف مورد استفاده در بررسی های تجربی باشد. (محمود زاده، ۱۳۸۷)

در سال های اخیر عوامل موثر بر نوسانات حساب جاری به صورت گسترده در ادبیات دانشگاهی بحث شده است. یکی از دلایل این است که پراکندگی در موجودی حساب جاری هرگز به بزرگی امروز نبوده است. این امر باعث نگرانی است که وجود عدم توازن جهانی می تواند باعث به وجود آمدن بحران مالی جهانی شود. در پی بحران مالی کنونی اهمیت درک منابع این عدم توازن ها و مکانیسم های تنظیم احتمالی آنها بیشتر است. به خصوص، نقش قیمت سهام بسیار جالب توجه است و موضوع محوری این تحقیق بررسی این نقش است. ادبیات موجود درباره ارتباط بین قیمت سهام و حساب جاری اندک و متمرکز بر کشورها به طور انفرادی است. در مقابل، این تحقیق تجزیه و تحلیل را به مجموعه ای گسترده ای از کشورهای خاورمیانه گسترش می دهد و اثرات شوک های قیمت سهام را با اثرات نشأت گرفته از سیاست های پولی و نرخ تبادل ارز مقایسه می کند. نتایج بدست آمده از این مقایسه میزان و چگونگی تأثیرگذاری شوک های قیمتی بازار سرمایه بر موجودی حساب جاری را نشان داده و با توجه به آزمون های موجود، در صورت معنی دار بودن این تأثیرات می توان در صورت نیاز از این شوک ها به عنوان ابزاری برای بهبود موجودی حساب جاری استفاده کرد.

اگر یک کشور یک شوک مطلوب قیمت سهام را تجربه کند، بودجه بیشتر به کشور اختصاص داده می شود و به احتمال زیاد نرخ تبادل ارز دنباله رو خواهد بود و وضع حساب جاری بد خواهد شد. علاوه بر این، ممکن است افزایش قیمت سهام از طریق اثرات ثروت بر مصرف و اثرات ترازنامه، فعالیت های واقعی را تحت تأثیر قرار دهد. هر دو امر موجب بالا رفتن تقاضا برای واردات و نوسان نامطلوب حساب جاری می شوند. البته، هیچ تفسیر ساختاری واضح و روشن از شوک های قیمت سهام وجود ندارد. براساس این فرض که قیمت های سهام آینده نگر هستند و در نتیجه منعکس کننده انتظارات مردمند، این تحقیق و بخش بزرگی از مطالعات، شوک های قیمت را به عنوان تغییر جهت در انتظارات تفسیر می کنند. برای مثال مردم انتظار دارند در آینده، تولید یا خروجی سهم کشور در جهان افزایش یابد (انگل و راجرز<sup>۱</sup>، ۲۰۰۶). متناوبا می توان به شوک های قیمتی، به عنوان حباب های منطقی نگریست (کرای و ونتورا<sup>۲</sup>، ۲۰۰۷).

<sup>1</sup> Engel and Rogers

<sup>2</sup> Kraay. and Ventura

با توجه به مطالب فوق و ضرورت موضوع، مسئله اصلی این تحقیق بدین صورت بیان می شود: تأثیر شوک های قیمت سهام بر نوسانات حساب جاری کشورهای عضو اکو چگونه و چه اندازه است؟

### ۳-۱ اهمیت و ضرورت تحقیق

شواهد نشان می دهد تأثیر متغیرهای اقتصادی بر کسری حساب جاری علاوه بر این که آثار وجود و ادامه کسری حساب جاری را در کشورها مشخص می کند، نحوه تدوین و اتخاذ سیاست های مناسب کلان اقتصادی را نیز برای نیل به تعادل در بخش خارجی و کاهش کسری حساب جاری روشن می نماید. مشکلات خاص جهان توسعه نیافته همچون وجود کسری های مالی در بودجه دولت، سیاست های ارزی نادرست (وجود بازارهای موازی ارز)، تورم های بسیار شدید، وقوع شوک های مالی و پولی مختلف (خارجی) و تأثیر و تأثر متقابلی که هر کدام با کسری های تجاری بخش خارجی دارند، امر بررسی را بغرنج تر ساخته است. (محمود زاده، ۱۳۸۷)

وجود عدم توازن جهانی می تواند باعث به وجود آمدن بحران مالی جهانی شود. در پی بحران مالی کنونی اهمیت درک منابع این عدم توازن ها و مکانیسم های تنظیم احتمالی آنها بیشتر است. به خصوص، نقش قیمت سهام بسیار جالب توجه است و موضوع محوری این تحقیق بررسی این نقش است. ادبیات موجود درباره ارتباط بین قیمت سهام و حساب جاری اندک و متمرکز بر کشورها به طور انفرادی است. در مقابل، این تحقیق تجزیه و تحلیل را به مجموعه ای گسترده ای از کشورهای خاورمیانه گسترش می دهد و اثرات شوک های قیمت سهام را با اثرات نشأت گرفته از سیاست های پولی و نرخ تبادل ارز مقایسه می کند.

### ۴-۱ اهداف تحقیق

#### ۱-۴-۱ هدف اصلی

بررسی تأثیر شوک های قیمت سهام بر نوسانات حساب جاری

- تعیین تأثیر شوک های نرخ تبادل ارز و سیاست های پولی بر نوسانات حساب جاری.
- پیش بینی وضعیت حساب جاری در صورت بروز شوک قیمتی در بازار سرمایه.
- استفاده از شوک های قیمتی بازار سرمایه برای بهبود وضعیت حساب جاری .

#### ۱-۵ سوال های تحقیق

- آیا شوک های قیمت سهام بر نوسانات حساب جاری تأثیر گذار هستند؟
- آیا نرخ تبادل ارز و سیاست های پولی تأثیری را بر حساب جاری خواهند داشت؟
- چگونه می توان براساس مدل سازی ارتباط بین حساب جاری و عوامل تأثیر گذار در برنامه ریزی های کلان اقتصادی استفاده کرد؟

#### ۱-۶ متغیرهای تحقیق

**نوسانات حساب جاری<sup>۱</sup> :** حساب جاری از مهمترین اجزای تراز پرداخت هاست. تراز پرداخت های بین المللی به دو حساب عمده و یک حساب جزئی و کم اهمیت تفکیک می شود. اولین حساب، حساب جاری است که درآمد ناشی از فروش کالاها و خدمات و پرداخت های جاری مربوط به واردات کالاها و خدمات تولید شده خارجی را ثبت می کند. دومین حساب عمده در تراز پرداخت ها حساب سرمایه<sup>۲</sup> است. این حساب جریان سرمایه ها از کشور داخل به خارج جهت خرید دارایی های خارجی و جریان سرمایه ها از خارج به داخل به عنوان خرید خارجی ها از دارایی های کشور داخل را منعکس می سازد. حساب سوم و کم اهمیت تری تحت عنوان خالص پرداخت های انتقالی به خارج نیز در حساب تراز پرداخت ها وجود دارد. حساب جاری مهم ترین بخش تراز تجاری کشورها را تشکیل می دهد. تغییرات در میزان موجودی این حساب را نوسانات حساب جاری گویند. (بویلا و نورمندیان<sup>۲</sup>، ۲۰۰۸، ص ۳۷)

<sup>1</sup> Volatility of current account

<sup>2</sup> Boileau and Normandin

**قیمت سهام:** قیمتی است که هر برگه سهام مطابق آن مورد معامله قرار می گیرد و بر اساس عرضه و تقاضا تعیین می شود که با ارزش اسمی سهم که در ایران برابر ۱۰۰۰ ریال است متفاوت است (بودایی، ۲۰۰۸، ص ۳)

**VAR: VAR:** مخفف کلمه Vector Auto Regressive است، یکی از موفق ترین و منعطف ترین مدل ها می باشد. از این مدل می توان به راحتی برای بررسی سری های زمانی چند متغیره استفاده نمود. این مدل یک بسط طبیعی از مدل اتورگرسیو تک متغیره است که سری های زمانی چند متغیره را پویا می کند. این مدل بویژه برای توصیف و پیش بینی رفتار سری های زمانی اقتصادی و مالی بسیار مفید می باشد. در اغلب موارد از این مدل می توان پیش بینی های نسبی از سری های زمانی تک متغیره و تئوری های دقیق که مبتنی بر مدل معادلات همزمان می باشد را بدست آورد. پیش بینی هایی که از مدل اتورگرسیو برداری بدست می آید کاملاً انعطاف پذیر بوده چراکه می تواند روی مسیرهای نمونه ای متغیرهای مشخص شده در مدل شرطی شود. چنانچه این مدل بر روی مجموعه ای پیاده شود به آن پانل گفته می شود. (لاتکپول<sup>۱</sup>، ۱۹۹۹، ص ۱۵۱)

**سیاست پولی:** به هر سیاستی که باعث تغییر در حجم پول گردد، سیاست پولی اطلاق میگردد. سیاستهایی که باعث کاهش حجم پول شوند، سیاست پولی انقباضی و سیاست هایی که باعث افزایش حجم آن شوند سیاستهای انبساطی گفته میشوند. (رفیق<sup>۲</sup>، ۲۰۰۸، ص ۱۱۷)

**نرخ تبادل ارز:** نرخ برابری ارزهای خارجی با پول داخلی هر کشور را نرخ تبادل ارز گویند. در اینجا منظور از نرخ تبادل ارز، نرخ برابری هر دلار آمریکا با پول داخلی کشور است. (کروستی<sup>۳</sup>، ۲۰۰۸، ص ۱۰۲)

**شوک:** به هرگونه تغییر ناگهانی در هر نرخ (قیمت، نرخ بهره و ...) شوک اطلاق می شود. (ژانگ<sup>۴</sup>، ۲۰۰۹، ص ۷۴)

---

<sup>1</sup> Lutkepohl

<sup>2</sup> Rafiq

<sup>3</sup> Corsetti

<sup>4</sup> Zhang

## ۷-۱ مباحث فصول آینده

در این پژوهش درصدد بررسی تأثیر شوک های قیمت سهام بر نوسانات حساب جاری می باشیم. لذا  
براین اساس اهداف زیر مدنظر می باشند:

تعیین تأثیر شوک های نرخ تبادل ارز و سیاست های پولی بر نوسانات حساب جاری.

پیش بینی وضعیت حساب جاری در صورت بروز شوک قیمتی در بازار سرمایه.

استفاده از شوک های قیمتی بازار سرمایه برای بهبود وضعیت حساب جاری.

برای نیل به این هدف در فصل دوم پژوهش، مبانی نظری و پیشینه تحقیقات صورت گرفته در این زمینه  
آورده خواهد شد.

فصل سوم روش و مراحل اجرای پژوهش است که شامل نوع پژوهش، روش پژوهش، جامعه آماری و  
حجم آن، نمونه آماری و حجم آن، روش نمونه گیری، روش و ابزار جمع آوری اطلاعات، و روش تجزیه و  
تحلیل می باشد.

فصل چهارم تجزیه و تحلیل داده های پژوهش است که برای این منظور پس از بررسی روند داده ها در طول  
دوره زمانی مورد مطالعه (۲۰۱۲-۲۰۰۸)، به برآورد مدل تحقیق با استفاده از نرم افزار Eviews، پرداخته می  
شود.

در فصل پنجم به خلاصه نتایج تحقیق، نتیجه گیری، پیشنهادات در راستای نتایج تحقیق و پیشنهاداتی برای  
تحقیقات آتی اشاره خواهد شد.

## فصل دوم

ادبیات موضوع تحقیق

رازین<sup>۱</sup> (۲۰۰۳) بیان می کند که حساب جاری به عنوان یک اولویت بسیار مهم به ویژه هنگامی که اقتصاد با شوک های ناگهانی خارجی مواجه می گردد، مورد تاکید قرار می گیرد. در کشورهای در حال توسعه موقعیت حساب جاری در مقایسه با حساب سرمایه از اهمیت بالاتری نسبت به کشورهای توسعه یافته که با موانع کمتری در بازارهای مالی مواجه هستند، برخوردار است. حساب جاری ایران نیز فراز و فرودهای متعددی را پشت سر گذاشته که همواره متأثر از تحولات مثبت و منفی بازار جهانی نفت خام و تحولات در عرصه تجارت خارجی بوده است. در فصل حاضر ابتدا کسری حساب جاری و اهمیت آن در اقتصاد، الگوهای ماندل-فلمینگ و الگوهای بین دوره ای تشریح شده و سپس قیمت سهام، شوک های قیمت سهام، و همچنین عوامل مختلف موثر بر تراز تجاری همچون بازار ارز، سیاستهای پولی و مالی، تورم جهانی و... مورد بحث قرار گرفته است. در نهایت نیز پیشینه تجربی تحقیق در دو قسمت تحقیقات داخلی و خارجی مرور گردیده است.

## ۲-۲ کسری حساب جاری

تراز پرداخت های خارجی یکی از بزرگترین معیارهای سنجش و اندازه گیری جریان مبادلات تجاری و انتقال سرمایه در یک اقتصاد باز است. حساب جاری (یا تفاضل بین صادرات و واردات کالا و خدمات) و حساب سرمایه دو جزء مهم آن به شمار می روند.

برای کشورهای در حال توسعه وضعیت تراز حساب جاری و تراز پرداخت ها از جمله مهمترین متغیرهای کلان اقتصادی به شمار می رود. با توجه به اهمیت تراز پرداخت های بین المللی در تعیین سطح درآمد ملی و اشتغال و نیز در فرآیند رشد و انباشت سرمایه، کشورهای در حال توسعه سیاست ها و استراتژی های مختلفی برای مقابله با محدودیت حساب جاری برگزیده اند.

تأمین کسری تراز پرداخت های داخلی همانند کسری بودجه دولت، حداقل در کوتاه مدت از طریق استقراض از بازار سرمایه داخلی و یا از بانک مرکزی امکان پذیر می باشد. امکان استقراض از بازار سرمایه

<sup>1</sup> Razin

جهانی برای تأمین مالی کسری حساب جاری در بسیاری از کشورهای در حال توسعه وجود دارد، اما دسترسی به این بازار محدود و کشش عرضه سرمایه خارجی نسبتاً پایین است. از این رو نوسانات حساب جاری بر سطح و ترکیب تولید ناخالص ملی تأثیر مهمی دارد.

مروری بر روند سیاست ها و عملکرد اقتصاد کشور نشان می دهد که در ایران پس از جنگ تحمیلی به منظور ایجاد شرایط مناسب جهت رشد تولیدات و فعال تر کردن بخش صادرات غیر نفتی اقدام به آزادسازی محدود در بخش تجارت خارجی و نیز آزادسازی بازار ارز نمود. این اقدامات برای چند سالی موجب رشد تولید ناخالص ملی و نیز رشد چشمگیر صادرات غیر نفتی گردید؛ اما این اصلاحات که در قالب سیاست های تعدیل انجام گرفته بود، به خاطر بروز فشارهای تورمی و نوسانات شدید در ارز موازی (غیر متشکل) و تحت شرایطی که بدهی های خارجی، به خصوص وام های کوتاه مدت، برای مدتی محدود وضعیت دشوار ارزی را در کشور ایجاد نموده بود، معلق گردید و موجبات فراهم نمودن کسری حساب جاری را رقم زده است و این امر برخی پیامدهای ناگوار اقتصادی را به ارمغان آورده است.

شواهد نشان می دهد تأثیر متغیرهای اقتصادی بر کسری حساب جاری علاوه بر این که آثار وجود و ادامه کسری حساب جاری را در کشورها مشخص می کند، نحوه تدوین و اتخاذ سیاست های مناسب کلان اقتصادی را نیز برای نیل به تعادل در بخش خارجی و کاهش کسری حساب جاری روشن می نماید. مشکلات خاص جهان توسعه نیافته همچون وجود کسری های مالی در بودجه دولت، سیاست های ارزی نادرست (وجود بازارهای موازی ارز)، تورم های بسیار شدید، وقوع شوک های مالی و پولی مختلف (خارجی) و تأثیر و تأثر متقابلی که هر کدام با کسری های تجاری بخش خارجی دارند، امر بررسی را بغرنج تر ساخته است.

به مرور زمان الگوهای نظری کلان اقتصادی متعددی بر پایه دیدگاه های نظری شکل گرفته و با طرح شرایط و محدودیت های جدیدتر این الگوها کامل تر شده اند. به این ترتیب زوایای بیشتری از واقعیت های موجود شناخته شده و مبنای نظری مناسب تری برای امر سیاست گذاری فراهم گردیده است. ذکر دو نکته ضروری می نماید: اولاً، اقتصاددانان در مورد عوامل مؤثر بر کسری بخش تجارت خارجی (کسری حساب جاری) با هم اتفاق نظر ندارند. ثانیاً، در صورت پذیرفتن تأثیرگذاری کسری های مالی و نیز رابطه مبادله بر



بخش خارجی مکانیسم آن به سادگی روشن نیست به نحوی که پیچیدگی های مربوطه در صحنه عمل فراتر از دیدگاه ها و الگوهای نظری محض است.

حساب جاری از مهمترین اجزای تراز پرداخت هاست. تراز پرداخت های بین المللی به دو حساب عمده و یک حساب جزئی و کم اهمیت تفکیک می شود. اولین حساب، حساب جاری است که درآمد ناشی از فروش کالاها و خدمات و پرداخت های جاری مربوط به واردات کالاها و خدمات تولید شده خارجی را ثبت می کند. دومین حساب عمده در تراز پرداخت ها حساب سرمایه است. این حساب جریان سرمایه ها از کشور داخل به خارج جهت خرید دارایی های خارجی و جریان سرمایه ها از خارج به داخل به عنوان خرید خارجی ها از دارایی های کشور داخل را منعکس می سازد. حساب سوم و کم اهمیت تری تحت عنوان خالص پرداخت های انتقالی به خارج نیز در حساب تراز پرداخت ها وجود دارد. حساب جاری مهم ترین بخش تراز تجاری کشورها را تشکیل می دهد.

## ۲-۳ کسری حساب جاری، کسری بودجه و نرخ ارز واقعی

براساس نظر «رنکین»<sup>۱</sup> (۱۹۹۴) الگوهای بین دوره ای تبیین کننده رابطه بین کسری حساب جاری، کسری بودجه و نرخهای ارز را می توان به دو گروه «واقعی» «و پولی» تقسیم کرد. در الگوهای واقعی که به طور تقریبی نیمی از الگوهای بین دوره ای را تشکیل می دهند، پول حذف گردیده و قیمتها نه به صورت اسمی بلکه به شکل واقعی (نسبی) می باشند. این الگوها دارای این نقص هستند که جنبه های مالی را در نظر نمی گیرند، در حالی که الگوهای پولی دارای این مزیت اند که می توان در سایه آنها رژیمهای مختلف نرخ ارز اسمی را بررسی نمود.

الگوی واقعی بر پایه کارهای «ویجنبرگن»<sup>۲</sup> (۱۹۸۵ و ۱۹۸۷) توسعه یافت.

<sup>۱</sup> Neil Rankin.

<sup>۲</sup> Van Wijnbergen.

الگوی ارائه شده توسط وی تنها دو دوره  $t = ۱,۲$  را در نظر می‌گیرد و در هر دوره دو کالای مصرفی وارداتی و کالای تولید داخلی وجود دارد. وی در مطالعات خود به این نتیجه می‌رسد که در اقتصاد باز بر خلاف اقتصاد بسته، سیاست مالی سرمایه‌گذاری را تقویت می‌نماید و منجر به اثر جانشینی نمی‌شود. به همین ترتیب کسری بودجه بیشتر، مخارج مصرفی بخش خصوصی را همراه با سرمایه‌گذاری این بخش افزایش می‌دهد و در نهایت تأثیر منفی بر حساب جاری دارد.

ون ویجنبرگن تجزیه و تحلیل خود را در شرایط کشور کوچک مطرح می‌سازد و در مطالعات خود، الگوی دو کشور، دو دوره را در چارچوب تعادل عمومی ارائه می‌نماید. فروض وی عبارتند از: الف. وجود بازارهای سرمایه کامل در هر دو کشور؛ ب. مصرف‌کنندگان از پیش‌بینی کامل برخوردار هستند و به منظور تخصیص بهینه مصرف بین دوره و داخل دوره، به تجزیه و تحلیل آثار سیاست مالی مبادرت می‌کنند. نتایج به دست آمده نشان می‌دهد که کسری بودجه بالای دولت در یک کشور که به واسطه کاهش مالیات بر کالا ایجاد شده است، سبب افزایش کسری حساب جاری می‌شود. این امر به نوبه خود به نرخ بهره واقعی بالاتر در دنیا می‌انجامد. اما آیا کشور با کسری بودجه بالاتر، دچار افزایش ارزش واقعی پول خود می‌شود؟ پاسخ این سؤال به این امر بستگی دارد که مصرف‌کنندگان داخل در مقایسه با مصرف‌کنندگان خارج میزان نسبتاً بالاتری را نسبت به کالاهای داخلی هزینه نمایند.

بعد از بیان مختصر الگوی واقعی ارائه شده توسط ون ویجنبرگن به بیان الگوهای پولی تبیین‌کننده ارتباط بین کسری حساب جاری با کسری بودجه و نرخ ارز می‌پردازیم. فلاحی در بخشی از رساله خود با اشاره به مطالعات «فندر» (۱۹۸۶) و «پناتی» (۱۹۸۶) به بررسی این موضوع می‌پردازد.

در مقاله فندر (۱۹۸۶) الگویی از اقتصاد کلان باز به صورت مقدار مقید دوره‌ای و با فرض انتظارات عقلایی درباره متغیرهای آتی ارائه می‌شود که در آن دیدگاه مطلوبیت ترازهای حقیقی به کار رفته است. فندر با استفاده از توابع تقاضای به دست آمده از حداکثر نمودن رفتار مصرفی و تقاضای پول با توجه به قید بودجه و با در نظر گرفتن ثابت یا شناور بودن نرخ ارز در هر دوره، چهار ترکیب از رژیمهای نرخ ارز را بررسی

می‌نماید و برای هر حالت، آثار سیاستهای پولی و ارزی اعم از جاری یا انتظاری و با تأکید بر متغیرهای جاری بحث می‌کند. در اینجا به مهم‌ترین نتایج به دست آمده از مطالعه فندر اشاره می‌شود:

زمانی که نرخ ارز دوره اول شناور باشد، بسط پولی در آینده باعث افزایش ارزش پول در دوره اول می‌شود. این نتیجه زمانی که نرخ ارز دوره دوم ثابت باشد، کاملاً روشن است. اما اگر نرخ ارز این دوره شناور باشد، هر چقدر کشش عرضه کالاهای تجاری بزرگ‌تر باشد، نتیجه مزبور (بسط پولی در آینده باعث افزایش ارزش پول در دوره اول می‌شود) نیز محتمل‌تر است. براساس این الگوها، افزایش در عرضه پول آتی باعث کاهش نرخ ارز در آینده می‌شود و این خود نرخ بهره جاری را افزایش و تقاضا برای پول را کاهش می‌دهد که در نهایت به تنزل ارزش پول خواهد انجامید.

اما براساس الگوی حاضر، دو نیرو و با جهت مخالف یکدیگر در نظر گرفته می‌شود. از یک‌سو، افزایش در عرضه پول آتی ثروت را افزایش می‌دهد و اثر ثروت گرانش به افزایش ارزش پول دارد. از سوی دیگر، اثر نرخ بهره گرانش به کاهش ارزش پول دارد و لذا اثر کلی و نهایی مشخص نیست. انتظار این است که هرچقدر کشش عرضه کالاهای تجاری بزرگ‌تر باشد، اثر ثروت نیز قوی‌تر شود. حال اگر ارزش پول داخلی افزایش یابد، تولید فعلی کالاهای تجاری کاهش می‌یابد و از آنجا که ثروت افزایش یافته است، مصرف هر دو نوع کالا بالا رفته و تراز تجاری وخیم‌تر می‌شود.

در جهان با نرخهای ارز ثابت، تنزل ارزش آتی به افزایش تولید کالاهای تجاری در آینده منجر می‌شود و در نتیجه درآمد و ثروت را افزایش می‌دهد. لذا مصرف جاری هر دو نوع کالا (تجاری و غیرتجاری) افزایش یافته و حساب جاری دوره اول وخیم‌تر می‌شود. اما اینکه تراز پرداختها بهبود می‌یابد یا نه، به تغییرات تقاضای پول بستگی دارد. از یک‌سو، تنزل ارزش مورد انتظار، نرخ بهره را افزایش و تقاضا برای پول را کاهش می‌دهد و بنابراین تراز پرداختها بدتر می‌شود. اما از سوی دیگر، به واسطه اثر ثروت، تقاضا برای پول افزایش می‌یابد. حال هر چقدر کشش عرضه کالاهای تجاری بزرگ‌تر باشد، اثر ثروت با احتمال بیشتری غالب می‌شود و در این حالت، ورود سرمایه بر وخیم‌تر شدن تراز تجاری غلبه یافته و تراز پرداختها بهبود می‌یابد. باید خاطر نشان نمود که تنزل ارزش در دوره اول دارای آثار قابل پیش‌بینی بیشتری است؛ چراکه تولید

کالاهای تجاری فعلی را افزایش داده و تقاضا برای هر دو کالا را در دوره اول بالا می‌برد. بنابراین تنزل ارزش پول در زمان جاری (دوره اول) انبساطی بوده و هم تراز پرداختها و هم تراز تجاری را بهبود می‌بخشد.

## ۲-۳-۱ کسری های بخش تجارت خارجی، رابطه مبادله و نرخ ارز واقعی

الگوهای نظری مرتبط با سوک های رابطه مبادله و نرخ ارز واقعی بر کسری های بخش تجارت خارجی بر پایه الگوهای بین دوره ای شکل گرفته اند. این الگوها که در چارچوب اقتصاد بین الملل قابل تبیین اند، به دو دسته مشهور تقسیم می شوند. دسته اول، الگوهای بین دوره ای با طول عمر محدود مصرف کننده هستند که در طول زمان کاملتر شده اند. دسته دوم، الگوهای جدیدتری هستند که از آنها به عنوان الگوی نسل های مشترک و با طول عمر محدود یاد می شود. تفاوت این الگو با الگوی قبلی در این است که در الگوی (نظری) اولی، فرض بر این است که یک فرد نمونه مطلوبیت خود را با قید محدودیت بودجه حداکثر می کند، ولی در این الگو، فرض بر وجود نسل - های مشترک با طول عمر محدود است، یعنی زنجیره موثری از انتقالات بین نسلی وجود دارد و خانوارها به گونه ای عمل می کنند که گویبرای مدت زمان نامحدودی زنده هستند. با این حال، در این الگو بحث مصرفکنندگان (خانوارها) با طول عمر نامحدود مطرح نیست، بلکه بحث بر سر زنجیره بین نسلی برای زندگی های محدود است. در این حالت، نسل های فعلی به نسل های بعدی متصل خواهند بود. با وجود تفاوت هایی که بین دو الگو وجود دارد، هر دو دارای این وجه مشترکند که در حیطه الگوهای نظری خرد اقتصادی قرار دارند.

نتایج تحلیل الگوهای بین دوره ای در کل نشان از این دارد که در صورت زوال رابطه مبادله (موقتی و دائمی) اثر هاربرگر - متزلر - لارسن، یک حرکت هماهنگی به صورت زیر برقرار می کند:

۱- زوال رابطه مبادله (کاهش نسبت شاخص قیمت های صادراتی به قیمت های وارداتی)،

۲- کاهش ارزش واقعی پول و

۳- بهبود تراز حساب جاری (یا تراز تجاری)