

## تأثیر سیاست‌های پولی و ارزی بر نوسانات تراز تجاری کشور با رویکرد مدل‌های تعادل عمومی پویای تصادفی

یوسف الباجی

دانشجوی دکتری اقتصاد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد اصفهان (خوراسگان)، اصفهان، ایران

albajir2013@gmail.com

کریم آذربایجانی

استاد دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران

k\_azarbayjani@ase.ui.ac.ir

سعید دایی کریم زاده (نویسنده مسئول)

دانشیار دانشگاه آزاد اسلامی واحد اصفهان (خوراسگان)، اصفهان، ایران

saeedkarimzade@yahoo.com

این مقاله در چارچوب مکتب کینزین‌های جدید و با بهره‌گیری از ادبیات الگوهای تعادل عمومی پویای تصادفی (DSGE) به طراحی و تنظیم یک مدل کلان تعادل عمومی قابل برآورد برای اقتصاد ایران پرداخته و با شبیه‌سازی آن، آثار ناشی از اجرای سیاست‌های پولی و ارزی از طریق ابزارهای سیاست‌گذاری نرخ سود بانکی، ذخایر خارجی بانک مرکزی و نرخ تغییر در ارز اسمی، بر متغیرهای تراز تجاری واقعی، شکاف تولید، نرخ تورم، نرخ ارز واقعی و دارایی‌های خارجی مورد سنجش قرار داده است. سیاست‌های پولی و ارزی در قالب الگوی سیاستی قاعده ساده و تحت سه نظام ارزی مدیریت شده، شناور و میخکوب شده تنظیم گردیده است. نتایج نشان می‌دهد که سیاست‌های پولی و ارزی در پایداری متغیرهای مرتبط با بخش خارجی (تراز تجاری واقعی، نرخ ارز واقعی، دارایی‌های خارجی و...) تأثیر دارد. همچنین با مقایسه رژیم‌های ارزی جایگزین براساس نوسانات متغیرهای مورد بررسی، سناریوی نظام ارزی میانی (مدیریت شده) بر سایر نظام‌های ارزی برتری داشته و منجر به نوسانات کمتری در متغیرهای درون‌زای مدل می‌شود.

طبقه‌بندی JEL: E۵۲, E۴۷, E۶۱, E۶۳, E۶۵, F۴۱

واژگان کلیدی: تراز تجاری، مدل‌های تعادل عمومی پویای تعادلی (DSGE)، سیاست پولی و ارزی، حالت تعادلی پایدار

## ۱. مقدمه

تراز تجاری معیار بسیار مهمی برای سنجش و اندازه‌گیری جریان مبادلات کالا و خدمات در یک اقتصاد باز می‌باشد. وضعیت این شاخص برای کشورهای در حال توسعه یک متغیر کلیدی جهت برنامه‌ریزی و توسعه اقتصادی بوده و به آن توجه ویژه‌ای می‌شود. آثار و تبعات سیاست‌گذاری‌های پولی و ارزی بر این شاخص با توجه به وزن بخش خارجی در تولید و اشتغال، از عناصر اصلی تحقیق حاضر به شمار می‌رود. بر این اساس این مقاله به دنبال بررسی پویای سیاست‌های پولی و ارزی بر نوسانات بخش حقیقی اقتصاد ایران در چارچوب الگوهای تعادل عمومی تصادفی پویا می‌باشد. هدف اساسی تبیین و توضیح کنش و واکنش و چگونگی تأثیرپذیری تراز تجاری کشور از سیاست‌های مختلف پولی و ارزی و اثر متقابل آن بر روی دیگر بخش‌های اقتصادی خواهد بود.

مهم‌ترین سؤال این پژوهش این است که آیا اختلالات ناشی از سیاست‌های پولی و ارزی موجب بی‌ثباتی وضعیت تجاری و بحران در بخش خارجی و در نهایت انتقال به کلیت اقتصاد کشور می‌شود یا خیر؟ در چارچوب مدل‌های نیوکینزی جدید آیا سیاست‌گذاران اقتصادی به ویژه بانک مرکزی سیاست‌های پولی و ارزی را به منظور تثبیت تراز تجاری به کار بگیرند؟

در حال حاضر مکتب‌های DSGE نیوکینزی و تئوری ادوار تجاری حقیقی (RBC) بیشترین استفاده را از مدل‌سازی تعادل عمومی تصادفی پویا برده‌اند. تئوری ادوار حقیقی با فرض انعطاف‌پذیری قیمت‌ها به بررسی نوسانات سیکل‌های تجاری در اثر شوک‌های حقیقی به اقتصاد می‌پردازد. از سوی دیگر مدل‌های DSGE نیوکینزی که بر پایه ساختاری مشابه با مدل‌های RBC بنا شده بر این فرض استوار است که قیمت‌ها توسط بنگاه‌های رقابت انحصاری تعیین شده و نمی‌توانند به طور آبی و بدون هزینه تعدیل شوند (شاهمرادی و ابراهیمی ۱۳۸۹). از آنجایی که در این مطالعه هدف ساخت یک مدل تعادلی عمومی تصادفی پویا برای اقتصاد داخلی که بتواند زمینه

تأثیر سیاست‌های پولی و ارزی بر نوسانات تراز تجاری کشور ... ۳۹۳

بررسی و پیش‌بینی اثرات سیاست‌های پولی و ارزی بر اقتصاد و بویژه تراز تجاری کشور را فراهم آورد در نتیجه پارادایم مورد استفاده در فرایند ساخت مدل، پارادایم نیوکینزی خواهد بود.

به این منظور ادامه مقاله حاضر به صورت زیر سازماندهی شده است: در بخش نخست تدوین الگوهای مناسب با توجه به واقعیت‌های اقتصاد ایران و استخراج معادلات رفتاری کارگزاران اقتصادی تصریح گردیده است. به طور سنتی یک تابع مطلوبیت بین دوره‌ای و یک تابع تولید و سود به ترتیب برای تبیین رفتار مصرف‌کنندگان و تولیدکنندگان در نظر گرفته شده است. این کارگزاران به دنبال حداکثر کردن منافع خود (مطلوبیت - سود) یا حداکثرسازی تابع هدف می‌باشند. بخش خارجی در قالب تراز تجاری (خالص صادرات) به مدل اضافه شده که کلیدی‌ترین معادله از مجموعه معادلات می‌باشد. رفتار قیمت‌گذاری بنگاه‌های داخلی که بر اساس هزینه نهایی بنگاه صورت می‌گیرد در بخش (۳-۴) گنجانده شده است.

مقامات پولی (در اینجا بانک مرکزی) با استفاده از منابع در دسترس خود سیاست‌های پولی و ارزی را به کار گرفته و بر مطلوبیت بین دوره‌ای مصرف‌کنندگان تأثیر می‌گذارد و بدین ترتیب از طریق این کانال اثرات مثبت و منفی شوک‌های درون‌زا و برون‌زا بر بخش حقیقی را افزایش و یا کاهش می‌دهد. این مبحث به طور مفصل در بخش (۳-۵) آمده است. پس از مشخص شدن شوک‌ها، عکس‌العمل تراز تجاری بخش خارجی اقتصاد در قسمت (۳-۶) مورد بررسی قرار گرفته است.

شرط تسویه بازار داخلی که یک شرط اساسی در مدل‌های تعادل عمومی است در بخش چهارم عنوان شده است. پویایی مدل و معرفی متغیرهای دخیل در الگو در بخش پنجم آمده است. کالیبرسیون و شبیه‌سازی مدل که مهمترین مرحله مدل‌سازی DSGE می‌باشد در بخش ششم مورد بررسی قرار گرفته و در نهایت جمع‌بندی و ارائه راهکارها و رهنمودهای سیاستی در بخش هفتم ارائه شده است.

## ۲. ادبیات موضوع

### ۲-۱. سیاست‌های پولی و ارزی و تراز تجاری: تحلیل نموداری

تأثیر سیاست‌های پولی بر فعالیت‌های کلی اقتصادی در یک اقتصاد باز به طور گسترده در چارچوبی که توسط ماندل<sup>۱</sup> (۱۹۶۳)، فلیمنگ<sup>۲</sup> (۱۹۶۲) و درنوش<sup>۳</sup> (۱۹۷۶) توسعه داده شده مورد مطالعه قرار گرفته است. گرچه الگوی ماندل - فلیمنگ - درنوش (MFD) نقش تعیین کننده‌ای در شکل‌گیری ادبیات اقتصاد باز داشته (به دلیل موفقیت‌های تجربی و محبوبیت آن در بین سیاست‌گذاران) با این حال از نظر روش‌شناسی حاوی اشکالات مهمی بوده است. این بخش با توجه به الگوی MDF و کارهای کارولین و سوسیکس<sup>۴</sup> (۲۰۰۵) تنظیم شده است. در ارتباط با سیاست‌های پولی و ارزی، موارد زیر به عنوان پیش فرض اعمال این سیاست‌ها مطرح می‌شود:

۱. بانک مرکزی برای کنترل تورم نرخ بهره را تغییر می‌دهد.

۲. بانک مرکزی از طریق تغییرات عرضه پول خارجی، نرخ ارز اسمی را تغییر می‌دهد.

واکنش تراز تجاری به سیاست‌های پولی و ارزی در نمودارهای ۱ و ۲ نشان داده شده است. در این نمودارها منحنی فلیس نیوکینزی<sup>۵</sup> (NKPC) مکان هندسی نقاطی از صفحه  $\pi - X$  است که در آن تولید و نرخ تورم در حال مبادله می‌باشند. این معادله از ترکیب فرایند قیمت‌گذاری مرحله‌ای بنگاه‌های رقابت ناقص و انتظارات عقلایی کارگزاران اقتصادی در شرایط چسبندگی قیمت کالو<sup>۶</sup> (۱۹۸۳) به دست آمده است.<sup>۱</sup> منحنی MR رفتار بانک مرکزی یا قاعده پولی را نشان

---

۱. Mundell

۲. Fleming

۳. Dornbusch

۴. Carlin and Soskice

۵. New Keynesian Phillips Curve (NKPC)

۶. Calvo

می‌دهد. این منحنی حاصل بهینه‌سازی زیان‌های اجتماعی (به عنوان تابع هدف) با توجه به محدودیت منحنی فلیپس می‌باشد. منحنی IS طبق معمول نسبت به نرخ بهره واقعی جاری نزولی است. عامل انتقال این منحنی شکاف تولید انتظاری است از این رو هرگاه کارگزاران اقتصادی انتظار پیشی گرفتن نرخ تورم دوره آتی از مقدار تعادلی را داشته باشند منحنی IS این دوره به سمت بالا منتقل می‌شود و بلعکس.

چهارمین منحنی مدل، EA است که نشانگر تعدیل نرخ ارز واقعی نسبت به تغییرات نرخ تورم و نرخ ارز اسمی (که به اختصار منحنی تعدیل نرخ ارز واقعی<sup>۲</sup> نامیده می‌شود) می‌باشد. پنجمین منحنی مدل، قاعده ارزی<sup>۳</sup> (CR) نام دارد و نمایانگر رفتار بانک مرکزی در ارتباط با سیاست ارزی است. روش به دست آوردن منحنی CR مشابه روش استخراج منحنی MR است. آخرین معادله مدل، تراز تجاری یا TB است. این منحنی در فضای  $q - \pi$  صعودی بوده و صفحه را به سه قسمت تقسیم می‌کند. نقاط روی منحنی که مجموعه‌ای از زوج‌های مرتب  $(\pi_t, q_t)$  است که تراز تجاری را برقرار می‌کنند. نقاط بالای منحنی که مجموعه از زوج‌های مرتب  $(\pi_t, q_t)$  می‌باشند که به ازای آن‌ها مازاد تجاری برقرار است و بالاخره نقاط زیر منحنی که مجموعه‌ای از زوج‌های مرتب  $(\pi_t, q_t)$  که به ازای آن‌ها اقتصاد در حالت کسر تجاری می‌باشد.

در نمودار (۱) فرض می‌شود اقتصاد ابتدا در نقطه B با تورم بالا، اما پایدار قرار دارد (روی منحنی فلیپس<sup>۱</sup> NKPC). نرخ بهره واقعی  $r^s$ ، نرخ تورم  $\pi_1$  و تولید در سطح تعادلی خود قرار دارد (در نقطه B شکاف تولید صفر است). در این سطح از تولید، نرخ ارز واقعی  $q_2$  نمی‌تواند تراز تجاری را برقرار نماید از این رو در این وضعیت کسر تجاری وجود دارد (نقطه E در زیر نمودار TB قرار گرفته است). فرض ما این است که بانک مرکزی مایل به برقراری تراز تجاری و کاهش تورم به نرخ هدف  $\pi^T$  است. برای شروع، فرض کنید بانک مرکزی سطح محصول را کاهش داده

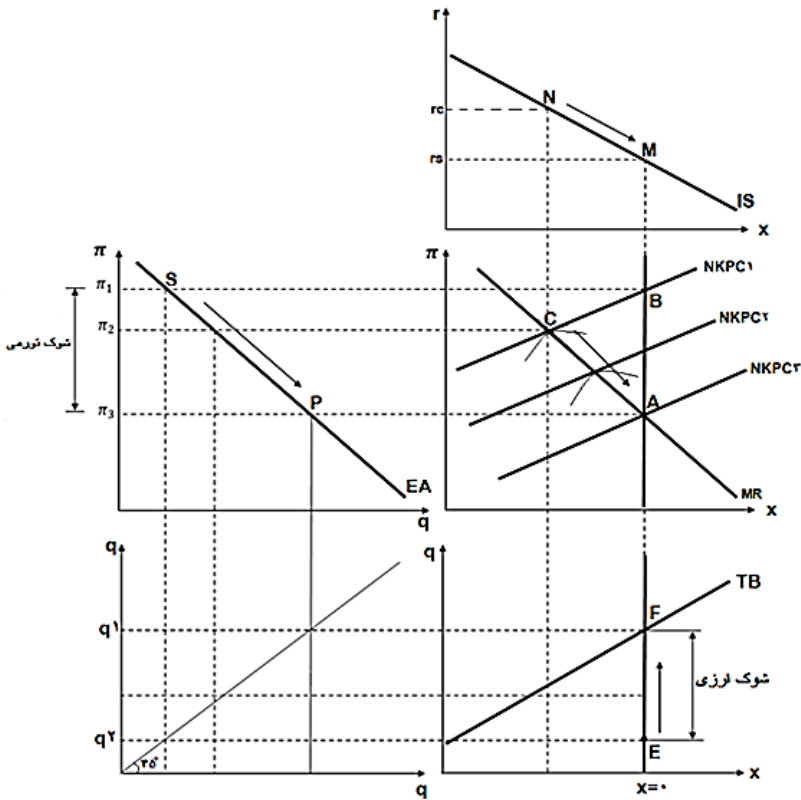
---

۱. معادلات همه منحنی‌های معرفی شده در این بخش در بخش‌های بعدی ارائه شده است.

۲. Real Exchange Rate Adjustment

۳. Currency Rule (CR)

و به نقطه C می‌رساند. این کار را با استفاده از سیاست پولی و افزایش نرخ بهره واقعی به میزان  $r_c$  انجام خواهد داد. تورم کاهش می‌یابد و بانک مرکزی با یک منحنی جدید فیلیپس  $NKPC_2$  روبرو خواهد شد. در این موقع بانک مرکزی نرخ بهره را با آهنگ کاهش تورم تنظیم می‌کند. اقتصاد در امتداد منحنی IS از M به N و در امتداد خط MR از C به A حرکت می‌کند.



نمودار ۱. سیاست‌های پولی و تراز تجاری

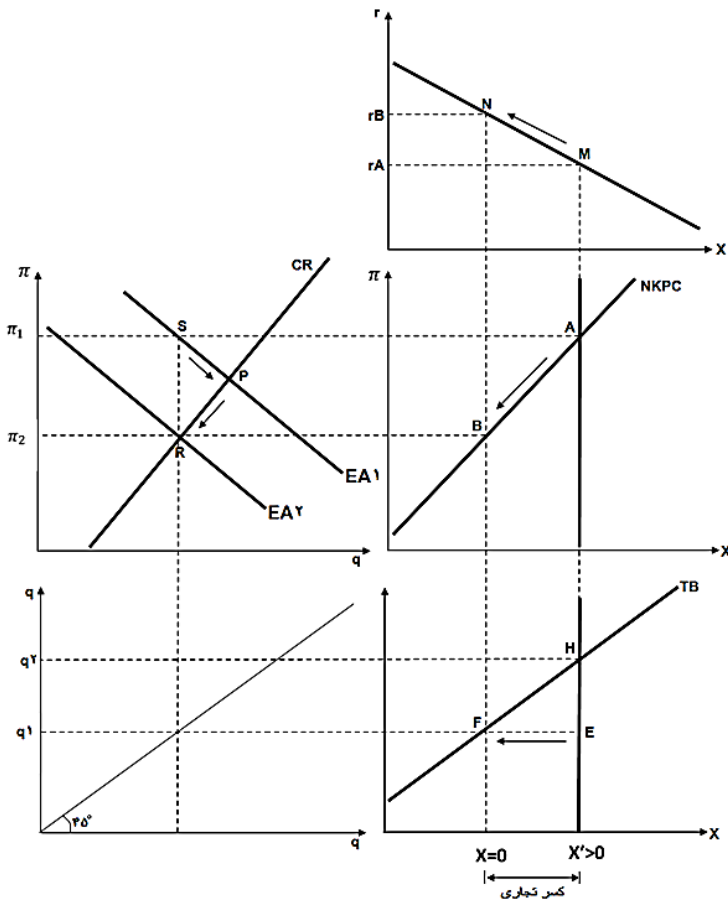
همچنین نرخ تورم در امتداد منحنی AE از S به P حرکت کرده و نرخ تورم به میزان هدفگذاری شده آن یعنی  $\pi^T$  کاهش می‌یابد. در نهایت نرخ ارز واقعی مسیر EF را طی می‌کند و به

تأثیر سیاست‌های پولی و ارزی بر نوسانات تراز تجاری کشور ... ۳۹۷

مقدار  $q_1$ ، سطحی که تعادل تجاری را تأمین می‌کند خواهد رسید. نتیجه این سیاست تثبیت اقتصاد در نقطه A خواهد بود که در آن ضمن حفظ تراز تجاری، تورم پایین و پایدار است.

برای مطالعه تأثیرات سیاست‌های ارزی بر تراز تجاری نمودار (۲) را مورد توجه قرار می‌دهیم. فرض کنید اقتصاد در نقطه A (متناظر نقطه S روی منحنی  $AE_1$ ) باشد. در این وضعیت اقتصاد با مازاد تقاضا روبرو است (شکاف تولید مثبت  $X' > 0$ ). نرخ ارز واقعی  $q_1$  در سطح تولید موجود نمی‌تواند موازنه تجاری را برقرار نماید لذا همان طوری که ملاحظه می‌شود اقتصاد با کسر تجاری EF مواجه است.

بانک مرکزی با تغییر قاعده ارزی، نقطه P (و در نتیجه قاعده ارزی CR) را روی منحنی  $AE_1$  انتخاب می‌کند. اقتصاد نیز با کاهش نرخ تورم و نرخ ارز واقعی واکنش نشان می‌دهد. سپس بانک مرکزی با کاهش نرخ ارز اسمی، منحنی  $AE_1$  را به سمت پایین منتقل کرده و در طول CR به سمت نقطه R حرکت می‌کند. در بخش تولید نیز اقتصاد در امتداد منحنی فلیس NKPC از نقطه A به سمت نقطه B جابجا شده و شکاف تولید و نرخ تورم همزمان کاهش می‌یابند. در بخش تجارت خارجی کاهش مستمر نرخ ارز واقعی باعث کاهش و در نهایت حذف کسر تجاری EF می‌گردد. نتیجه نهایی این سیاست، تثبیت موقعیت اقتصاد در سطح تولید تعادلی (نقطه B روی منحنی فلیس) و کاهش نرخ تورم، برقراری تراز تجاری (نقطه F روی منحنی TB) و تثبیت نرخ ارز واقعی در  $q_1$  (نقطه R روی منحنی  $AE_2$ ). (نمودار ۲) خواهد بود.



نمودار ۲. سیاست‌های ارزی و تراز تجاری

۲-۲. پیشینه تحقیق

حمزا مالک<sup>۱</sup> (۲۰۰۵) در مقاله‌ای تحت عنوان سیاست پولی - ارزی و پویایی‌های حساب جاری، واکنش این حساب نسبت به سیاست‌های پولی و ارزی را در قالب یک مدل DSGE با بازارهای ناقص و رقابت انحصاری همراه با چسبندگی اسمی قیمت‌ها فرمول‌بندی کرده است.

۱. Hamza Malik

تأثیر سیاست‌های پولی و ارزی بر نوسانات تراز تجاری کشور ... ۳۹۹

نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که به دلیل ناکامل بودن مشارکت ریسک (ناشی از ناکامل بودن بازار دارایی‌ها) رابطه پویای بین نرخ ارز واقعی و خالص دارایی‌ها، رفتار نرخ تورم داخلی و محصول کل را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

دی واکيو و دیگران<sup>۱</sup> (۲۰۰۵) در تحقیقی تحت عنوان "برآورد مدل DSGE دو کشوری برای منطقه یورو و آمریکا" به تخمین یک مدل تعادلی دینامیک تصادفی برای اقتصادهای منطقه یورو و آمریکا می‌پردازند. در این پژوهش اقتصاد باز و سطوح قیمت و دستمزد چسبنده فرض شده و سپس به برآورد و بررسی ۱۰ متغیر پرداخته است.

سالواتوره<sup>۲</sup> (۲۰۱۰) در مقاله‌ای تحت عنوان "سیاست‌های پولی و پویایی‌های قیمت سهام در چارچوب مدل‌های DSGE" به تجزیه و تحلیل نقش قیمت‌های سهام در هدایت سیاست پولی جهت ثبات‌سازی قیمت‌ها در مدل غیرریکاردویی DSGE می‌پردازد. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد پویایی‌های نرخ بهره بسته به نوع شوک ایجادکننده مستلزم یک واکنش به تغییرات قیمت‌های سهام می‌باشد.

ادولفسون و دیگران<sup>۳</sup> (۲۰۰۷) در تحقیقی به بسط و توسعه یک مدل تعادلی دینامیک تصادفی پرداخته و سپس با استفاده از داده‌های اقتصاد منطقه یورو و بهره‌گیری از روش بیزین مدل مذکور را آزمون نموده‌اند.

انسچیاریکو و روزی<sup>۴</sup> (۲۰۱۳) به مطالعه سیاست‌های پولی با استفاده از مدل‌های کینزین‌های جدید در یک اقتصاد با رشد درون‌زا می‌پردازند. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که در مقایسه با مدل‌های نیوکینزی استاندارد، پویایی‌های رمزی، انحراف از کل تورم هدف‌گذاری شده در

---

۱. De Walque et al.

۲. Salvatore

۳. Adolfson et al.

۴. Annicchiarico and Rossi

واکنش به شوک‌های بهره‌وری و مخارج دولت را تبیین می‌کنند در حالی که قاعده عملیات بهینه، گذشته‌نگر بوده و به انحرافات تورم و محصول از سطوح بلندمدت خود واکنش نشان می‌دهد.

وو و همکاران (۲۰۱۳) در تحقیقی اثرات استان‌های تأثیرات متغیرهای پایه‌ای (شامل درآمدها، نرخ ارز، قیمت نفت و سهم واردات) بر تراز تجاری چین با کشورهای GV طی دوره ۲۰۱۰-۱۹۷۵ با استفاده از رگرسیون انتقالی هموار<sup>۱</sup> با وقفه‌های دیفرانسیل نرخ بهره به عنوان متغیر انتقالی، مورد ارزیابی قرار داده است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد رابطه بین تراز تجاری و متغیرهای پایه‌ای، تغییرات در طول زمان دیفرانسیل نرخ بهره واقعی هر کشور در طول رژیم‌های مختلف، اغلب غیرخطی است. همچنین تراز تجاری دو جانبه چین به طور معناداری با تغییر در دیفرانسیل‌های درآمد واقعی، قیمت واقعی نفت و سهم وزن واردات واکنش نشان می‌دهد. همچنین مادامی که شرایط ثبات نظام ارزی، افزایش مداوم در درآمد واقعی سرانه چین و افزایش ملایم در قیمت‌های نفت برقرار باشند اعمال سیاست‌های پولی انبساطی فدرال رزرو، منجر به بهبود تراز تجاری دو جانبه جمعی چین نسبت به اغلب کشورهای GV خواهد شد.<sup>۲</sup>

بهمنی اسکویی و بیک (۲۰۱۶) با تفکیک اثرات متقارن و نامتقارن نرخ ارز به مطالعه تراز تجاری دو جانبه کره - آمریکا در دوره ۲۰۱۴-۱۹۸۹ پرداخته‌اند. در این مطالعه با استفاده از روش خود رگرسیون با توزیع وقفه‌دار (ARDL) نشان داده شد که تأثیرات نامتقارن در مقیاس صنعتی ناشی از تقویت نرخ ارز در مقایسه با تضعیف آن اثرات معناداری بیشتری نسبت به مدل‌های استاندارد متقارن نشان می‌دهد.<sup>۳</sup>

جعفری صمیمی و همکاران (۱۳۹۳) با استفاده از یک مدل تعادل عمومی پویای تصادفی برای اقتصاد باز به ارزیابی اثر تکانه‌های پولی و غیرپولی بر اقتصاد ایران پرداخته‌اند. در این الگو، درآمدهای نفتی در بخشی مجزا لحاظ گردیده است. همچنین برای انطباق هر چه بیشتر الگو با دنیای

۱. Panel Smooth Transition Regression (PSTR).

۲. Wu. Po-Chin, Liu, Shiao-yen and Pan, Sheng-chieh

۳. Bahmani-Scooee and Baek, Jungho (۲۰۱۶).

تأثیر سیاست‌های پولی و ارزی بر نوسانات تراز تجاری کشور ... ۴۰۱

واقعی و با توجه به اهمیت و نقش چسبندگی‌ها در اثرگذاری متغیرهای اسمی بر تولید، چسبندگی قیمت‌ها در الگو وارد شده و چگونگی واکنش اقتصاد در برابر تکانه‌های برون‌زای درآمدهای نفتی، سیاست پولی، مخارج دولت و تکانه فناوری مورد ارزیابی قرار گرفته است. نتایج به دست آمده نشان می‌دهد تأثیر اولیه تکانه‌های پولی، مخارج دولت و درآمد نفت بر تولید غیرنفتی و تورم مثبت بوده ولی تکانه فناوری اثر منفی بر تورم و اثر مثبت بر تولید بر جا گذاشته است (جعفری صمیمی و همکاران، ۱۳۹۳).

منظور و تقی پور (۱۳۹۴) در چارچوب اقتصاد نیوکینزی یک مدل تعادل عمومی پویای تصادفی برای اقتصاد باز کوچک صادرکننده نفت متناسب با ساختار اقتصاد ایران تصریح و برآورد نموده‌اند. سپس با استفاده از نتایج حاصل از شبیه‌سازی مدل، آثار شوک‌های پولی، بودجه دولت و همچنین تکانه‌های نفتی و مکانیزم‌های اثرگذاری آن‌ها را مورد بررسی قرار داده‌اند. نتایج حاکی از آن است که حدود ۴۰ درصد از افزایش رشد پایه پولی به تورم تبدیل می‌شود. همچنین سیاست‌های مالی دولت به دلیل تحریک تقاضای کل منجر به افزایش تورم و تولید شده ولی شدت و میزان تأثیرگذاری بودجه عمرانی و جاری یکسان نبوده است. آثار بودجه عمرانی به طول وقفه اجرای پروژه‌های عمرانی بستگی دارد. در خصوص شوک‌های درآمدهای ارزی حاصل از صادرات نفت به دلیل وابستگی ساختار اقتصاد ایران به درآمدهای نفتی، شوک‌های نفتی تمام متغیرهای کلان اقتصادی را تحت تأثیر قرار می‌دهد (منظور و تقی زاده، ۱۳۹۴).

### ۳. مدل‌سازی

فرض بر این است که اقتصاد ایران یک اقتصاد کوچک باز یا SOE<sup>۱</sup> می‌باشد با این حال در تحقیق حاضر ابتدا مدل دو کشوری (به عنوان مدل پایه) طراحی و تنظیم شده و سپس با ایجاد تعدیلاتی، مدل SOE برای اقتصاد ایران استخراج شده است. به طور معمول در مدل‌سازی DSGE، با توجه به ماهیت مطالعات الحاقاتی به مدل‌های شناخته شده افزوده می‌شود که مطالعه را

---

۱. Small Open Economy

منحصربه‌فرد می‌سازد. در مطالعه حاضر تفاوت‌هایی به شرح زیر اعمال شده که معادلات را مختص شرایط ایران نموده است:

- بخش خارجی در قالب معادله تراز تجاری با توجه به واقعیت‌های اقتصاد ایران تنظیم شده است.
- بخش تولید نیز مختص شرایط داخلی تنظیم شده است.
- سیاست‌های پولی و ارزی و سناریوهای دخالت مقام پولی با توجه به واقعیت‌های اقتصاد ایران الحاق گردید.

برای مدل‌سازی فرض می‌شود دو کشور وجود دارد: کشور خودی<sup>۱</sup> یا اقتصاد داخلی (اقتصاد ایران) و کشور خارجی که به ترتیب با H و F شاخص‌بندی می‌شوند. این کشورها دارای ترجیحات و تکنولوژی یکسان بوده و در هر دو کشور کالاهای مبادله شده و کالاهای مصرفی در تابع مطلوبیت جانشین ناقص تلقی می‌شوند. در ضمن در این جا منظور از کشور خارجی کل دنیای خارج است و کشور خودی نسبت به آن کوچک خواهد بود. در ادامه به تحلیل اقتصاد کشور داخلی پرداخته می‌شود.

### ۱-۳. خانوار

خانوارها از مصرف کالا و خدمات، نگهداری مانده‌های حقیقی پول و فراغت مطلوبیت کسب می‌کنند. شکل صریح تابع مطلوبیت خانوارها به صورت زیر است:

$$E_t \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t \left( \frac{\varepsilon_t^c C_t^{1-\sigma}}{1-\sigma} + \frac{\varepsilon_t^m}{1-\tau} \left( \frac{M_t}{P_t} \right)^{1-\tau} - \varepsilon_t^n \frac{N_t^{1+\psi}}{1+\psi} \right) \quad (1)$$

در این رابطه:

$0 \leq \beta \leq 1$  عامل تنزیل مطلوبیت، M مانده‌های اسمی پول، P شاخص قیمت، C مصرف خانوار، N مجموع نیروی کار عرضه شده،  $\tau$ ،  $\sigma$  و  $\psi$  به ترتیب عکس کشش جانشینی بین دوره‌های مصرف، مانده‌های حقیقی و نیروی کار و  $\varepsilon_t^1$  شوک وارد به بخش نام اقتصاد که فرض می‌شود

۱. Home Country

تأثیر سیاست‌های پولی و ارزی بر نوسانات تراز تجاری کشور ... ۴۰۳

همگی از فرایند  $AR(1)$  تبعیت می‌کنند. خانوارها بخشی از منابع خود را صرف خرید کالا و خدمات داخلی و خارجی می‌کنند. علاوه بر آن خانوارها با قید بودجه زیر مواجه‌اند:

$$C_t + \frac{M_t}{P_t} + \frac{D_{H,t}}{P_t(1+i_t)} + \frac{ER_t D_{F,t}}{P_t(1+i_t^*)x(d_{F,t})} + \frac{T_t}{P_t} \leq \frac{W_t}{P_t} N_t + \frac{M_{t-1}}{P_t} + \frac{D_{H,t-1}}{P_t} + \frac{ER_t D_{F,t-1}}{P_t} + \Pi_t + TR_t + y_{oil,t} \quad (2)$$

در این مدل برای سادگی سرمایه حذف شده است. همچنین با توجه به نفتی بودن اقتصاد درآمدهای نفتی ( $y_{oil}$ ) مستقیماً وارد قید بودجه شده و به منابع خانوار اضافه شده است (بهرامی ۱۳۹۰). درآمد ناشی از کار، سود حاصل از سبد دارایی‌های داخلی و خارجی ( $\frac{D_{H,t-1}}{P_t} + \frac{ER_t D_{F,t-1}}{P_t}$ )، سود تقسیم نشده بنگاه‌ها ( $\Pi_t$ ) و پرداخت‌های انتقالی دولت ( $TR_t$ ) جهت مصرف، ایجاد یک سبد دارایی و تراز نقدی جدید و خالص مالیات مورد استفاده قرار می‌گیرد. در رابطه بالا  $1 + i_t$  و  $1 + i_t^*$  به ترتیب متوسط بهره ناخالص روی دارایی‌های داخلی و خارجی است.<sup>۱</sup>  $X$  تابع نزولی شوک اقتصادی مربوط به دارایی‌های خارجی واقعی است و توسط رابطه زیر مشخص می‌شود (حمزا مالک<sup>۲</sup> ۲۰۰۶):

$$x(d_{F,t}) = k \text{Exp}(\bar{d} - d_{F,t} + \kappa_t^p) \quad (3)$$

که در آن  $\kappa_t^p$  شوک مالی وارد بر دارایی‌های خارجی (فرایند مرتبه اول) و  $k$  ثابت،  $\bar{d}$  سطح حالت پایدار دارایی‌های واقعی خارجی و  $d_{F,t} = \frac{ER_t D_{F,t-1}}{P_t}$ . از این رو این تابع نماینگر صرف ریسک دارایی‌های خارجی نیز می‌باشد (کاریل موسیل<sup>۳</sup>، ۲۰۰۹).

از حداکثر سازی تابع مطلوبیت (۱) تحت قید (۲) روابط اصلی بخش خانوار حاصل می‌شود. با محاسبه شرایط اولیه و ساده‌سازی معادلات حاصله، روابط اصلی خانوار به شرح زیر ارائه می‌شود:  
- رابطه فرادوره‌ای بین تقاضا برای مانده‌های حقیقی و مصرف:

۱. در این تحقیق متغیر جایگزین نرخ بهره داخلی متوسط سود سپرده های بانکی است که در بخش های پایانی به عنوان ابزار سیاستگذاری در نظر گرفته شده است.

۲. Hamza Malik

۳. Karel Musil

$$\frac{\varepsilon_t^m}{\varepsilon_t^c} \frac{N_t}{C_t^{-\sigma}} \left( \frac{M_t}{P_t} \right)^{-\tau} = \frac{i_t}{1+i_t} \quad (۴)$$

- رابطه فرادوره‌ای بین کار - مصرف :

$$\frac{\varepsilon_t^n}{\varepsilon_t^c} \frac{N_t^\psi}{C_t^{-\sigma}} = \frac{W_t}{P_t} \quad (۵)$$

- رابطه اولر نگهداری دارایی‌های داخلی

$$\beta(1+i_t)E_t \left( \frac{\varepsilon_{t+1}^c}{\varepsilon_t^c} \right) \left( \frac{C_{t+1}}{C_t} \right)^{-\sigma} \left( \frac{P_t}{P_{t+1}} \right) = 1 \quad (۶)$$

- شرط کارایی نگهداری دارایی‌های خار

$$\beta(1+i_t^*)x(d_{F,t})E_t \left( \frac{\varepsilon_{t+1}^c}{\varepsilon_t^c} \right) \left( \frac{C_{t+1}}{C_t} \right)^{-\sigma} \left( \frac{P_t}{P_{t+1}} \right) \left( \frac{ER_t}{ER_{t+1}} \right) = 1 \quad (۷)$$

- محدودیت بودجه منابع اقتصاد داخلی

$$\frac{ER_t D_{F,t}}{P_t(1+i_t^*)x(d_{F,t})} = ER_t D_{F,t} + P_{H,t} Y_t - P_t C_t \quad (۸)$$

رابطه فوق از تعادل محدودیت بودجه خانوار و دولت حاصل شده است.<sup>۱</sup>

- رابطه فرادوره‌ای بین نرخ ارز اسمی و نرخ‌های بهره داخلی و خارجی

$$x(d_{F,t})E_t \left( \frac{ER_{t+1}}{ER_t} \right) = \frac{1+i_t}{1+i_t^*} \quad (۹)$$

در بخش‌های بعدی، اقتصاد خارجی به طور مفصل شرح داده می‌شود، در اینجا به منظور ارائه شرط تعادل دو اقتصاد داخلی و خارجی رابطه زیر را می‌توان برای اقتصاد خارجی به دست آورد (به بخش اقتصاد خارجی مراجعه شود):

$$\beta(1+i_t^*)E_t \left( \frac{C_{t+1}^*}{C_t^*} \right)^{-\sigma} \left( \frac{P_t^*}{P_{t+1}^*} \right) = 1 \quad (۱۰)$$

با ترکیب روابط (۱۰) و (۱۳) شرط تعادل به صورت زیر به دست می‌آید:

$$E_t \left( \frac{\varepsilon_{t+1}^c}{\varepsilon_t^c} \right) \left( \frac{C_{t+1}}{C_t} \right)^{-\sigma} x(d_{F,t}) = E_t \left( \frac{C_{t+1}^*}{C_t^*} \right)^{-\sigma} \left( \frac{Q_t}{Q_{t+1}} \right) \quad (۱۱)$$

۱. این رابطه بر اساس فرض کامل بودن بازاردارایی‌های داخلی (یعنی خالص عرضه دارایی‌ها صفر است) به دست می‌آید از این رو  $D_{H,t-1} = \frac{D_{H,t}}{1+i_t}$  همچنین مجموع مالیات و افزایش پول کلاً باید به خانوارها به عنوان پرداخت‌های انتقالی (شامل یارانه‌ها و انواع کمک‌های اجتماعی) منتقل شود یعنی:  $P_t T R_t = T_t + (M_t - M_{t-1})$  تولیدات داخل به مصرف داخل  $(P_{H,t} C_{H,t})$  و به صادرات  $(ER_t P_{H,t}^* C_{H,t}^*)$  اختصاص داده می‌شود که به صورت سود و دستمزد دوباره به خانوارها باز می‌گردد. بنا براین:

$$W_t N_t + P_t \Pi_t = P_{H,t} C_{H,t} + ER_t P_{H,t}^* C_{H,t}^* = P_{H,t} Y_t$$

### ۳-۲. مصرف

مصرف کل یک تابع CES با کشش ثابت جانشینی از دو گروه کالای تجاری و غیر تجاری تشکیل شده است<sup>۱</sup>:

$$C_t = \left[ (1 - \lambda)^v C_{T,t}^v + \lambda^v C_{N,t}^v \right]^{\frac{1}{v}} \quad (12)$$

که در آن  $\lambda$  ( $0 \leq \lambda \leq 1$ ) سهم کالای غیر تجاری از کل مصرف در اقتصاد داخلی، پارامتر  $v$  ( $v > 0$ ) کشش جانشینی فرادوره‌ای بین کالاهای تجاری و غیر تجاری در اقتصاد داخلی است. مصرف کالاهای تجاری نیز یک شاخص CES به صورت زیر است:

$$C_{T,t} = \left[ (1 - \alpha)^{\frac{1}{\eta}} C_{H,t}^{\frac{\eta-1}{\eta}} + \alpha^{\frac{1}{\eta}} C_{F,t}^{\frac{\eta-1}{\eta}} \right]^{\frac{\eta}{\eta-1}} \quad (13)$$

$C_{H,t}$  مصرف کالاهای تجاری خریداری شده توسط مصرف کنندگان داخلی در اقتصاد ملی،  $C_{F,t}$  مصرف کالاهای خارجی توسط مصرف کنندگان داخلی (یا کالاهای وارداتی)،  $\eta$  ( $\eta > 0$ ) کشش جانشینی فرادوره‌ای بین کالاهای تجاری (کالاهای تجارت پذیر یا قابل مبادله) داخلی و خارجی و  $\alpha$  ( $0 \leq \alpha \leq 1$ ) نسبت واردات<sup>۲</sup> است.

فرض می‌شود زنجیره‌ای از مصرف داخلی و خارجی برای کالاهای تجاری و غیر تجاری به صورت زیر داده شده است:

$$C_{T,t} = \left( \int_0^1 C_{T,t}^{\frac{\epsilon_{T,t}-1}{\epsilon_{T,t}}} (i) di \right)^{\frac{\epsilon_{T,t}}{\epsilon_{T,t}-1}}$$

$$C_{N,t} = \left( \int_0^1 C_{N,t}^{\frac{\epsilon_{N,t}-1}{\epsilon_{N,t}}} (i) di \right)^{\frac{\epsilon_{N,t}}{\epsilon_{N,t}-1}}$$

۱. در این نوشتار منظور از کالای تجاری کالای قابل مبادله (Tradable good) و کالای غیر تجاری کالای غیر قابل مبادله (Non-Tradable Good) است.

۲. Import ratio) این شاخص سهم مصرف کالاهای وارداتی نسبت به مصرف کل کالاهای تجاری را که توسط خانوارهای داخلی صورت می‌گیرد، اندازه گیری می‌کند. این نسبت به عنوان درجه بازبودن اقتصاد داخلی نیز مطرح می‌شود.

$$C_{H,t} = \left( \int_0^1 C_{H,t}^{\frac{\epsilon_{H,t}-1}{\epsilon_{H,t}}} (i) di \right)^{\frac{\epsilon_{H,t}}{\epsilon_{H,t}-1}}$$

$$C_{F,t} = \left( \int_0^1 C_{F,t}^{\frac{\epsilon_{F,t}-1}{\epsilon_{F,t}}} (i) di \right)^{\frac{\epsilon_{F,t}}{\epsilon_{F,t}-1}} \quad (14)$$

که در آن  $\epsilon_{j,t} > 0$  کشش بین انواع مختلف کالاهای مصرفی در اقتصاد داخلی است. بدون کاستن از کلیت موضوع می‌توان  $\epsilon$  را برای تمام کالاها یکسان در نظر گرفت.

هدف خانوار نمونه تخصیص بهینه منابع خود را بین کالاهای داخلی و خارجی قرار می‌دهد.

نتیجه این رفتار بهینه توابع تخصیص بهینه زیر است:

$$C_{T,t} = (1 - \lambda) \left( \frac{P_{T,t}}{P_t} \right)^{-\nu} C_t, C_{N,t} = \lambda \left( \frac{P_{N,t}}{P_t} \right)^{-\nu} C_t \quad (15)$$

همچنین توابع تخصیص بهینه برای تولید کالاهای داخلی و خارجی (وارداتی) توسط روابط

زیر توضیح داده می‌شود:

$$C_{H,t} = (1 - \alpha) \left( \frac{P_{H,t}}{P_{T,t}} \right)^{-\eta} C_{T,t}, C_{F,t} = \alpha \left( \frac{P_{F,t}}{P_{T,t}} \right)^{-\eta} C_{T,t} \quad (16)$$

شاخص قیمت کالاهای تجاری و غیر تجاری و همچنین شاخص قیمت کالاهای تولیدی

داخلی و وارداتی به قرار زیر است:

$$P_{T,t} = \left( \int_0^1 (P_{T,t}(i))^{1-\epsilon_{T,t}} di \right)^{\frac{1}{1-\epsilon_{T,t}}}$$

$$P_{N,t} = \left( \int_0^1 (P_{N,t}(i))^{1-\epsilon_{N,t}} di \right)^{\frac{1}{1-\epsilon_{N,t}}}$$

$$P_{H,t} = \left( \int_0^1 (P_{H,t}(i))^{1-\epsilon_{H,t}} di \right)^{\frac{1}{1-\epsilon_{H,t}}}$$

۱. این توابع حاصل بهینه‌یابی زیر است:

$$l = P_{T,t} C_{T,t} + P_{N,t} C_{N,t} + \mu_t \left\{ C_t - \left[ (1 - \lambda)^{\frac{1}{\nu}} C_{T,t}^{\frac{\nu-1}{\nu}} + \lambda^{\frac{1}{\nu}} C_{N,t}^{\frac{\nu-1}{\nu}} \right]^{\frac{\nu}{\nu-1}} \right\}$$

$$v = P_{H,t} C_{H,t} + P_{F,t} C_{F,t} + \psi_t \left\{ C_{T,t} - \left[ (1 - \alpha)^{\frac{1}{\eta}} C_{H,t}^{\frac{\eta-1}{\eta}} + \alpha^{\frac{1}{\eta}} C_{F,t}^{\frac{\eta-1}{\eta}} \right]^{\frac{\eta}{\eta-1}} \right\}$$

تأثیر سیاست‌های پولی و ارزی بر نوسانات تراز تجاری کشور ... ۴۰۷

$$P_{F,t} = \left( \int_0^1 (P_{F,t}(i))^{1-\epsilon_{F,t}} di \right)^{\frac{1}{1-\epsilon_{F,t}}} \quad (17)$$

به این ترتیب می‌توان شاخص کل قیمت مصرف‌کننده (CPI) را به صورت زیر محاسبه کرد:

$$P_t = \left[ (1-\lambda)(P_{T,t})^{1-\nu} + \lambda(P_{N,t})^{1-\nu} \right]^{\frac{1}{1-\nu}} \quad (18)$$

و شاخص قیمت برای کالاهای تجاری نیز به صورت زیر به دست می‌آید:

$$P_{T,t} = \left[ (1-\alpha)(P_{H,t})^{1-\eta} + \alpha(P_{F,t})^{1-\eta} \right]^{\frac{1}{1-\eta}} \quad (19)$$

فرایند تصمیم‌گیری خانوار نمونه راجع به توزیع مخارج مصرفی بین کالاهای تجاری و

غیرتجاری، تحت تأثیر گستردگی مصرف س، و امدها مصرف به‌وسیله غیرتجاری، پراسر،

قرار می‌گیرد. همچنین قیمت‌های نسبی این کالاها نیز متأثر از امکان جانشینی بین این دو گروه از

کالاها (پارامتر  $\nu$ ) می‌باشد. به طور مشابه تصمیم‌گیری خانوارها برای مصرف کالاهای داخلی و

وارداتی به درجه بازبودن اقتصاد داخلی (پارامتر  $\alpha$ )، قیمت‌های نسبی و امکان جانشینی بین این دو

گروه از کالاها (پارامتر  $\eta$ ) بستگی دارد. تصمیم بعدی خانوارها انتخاب  $i$  امین کالا از هر گروه از

کالاهاست. نتیجه این رفتار بهینه توابع تقاضای زیر است:

$$C_{T,t}(i) = \left( \frac{P_{T,t}(i)}{P_{T,t}} \right)^{-\epsilon_T} C_{T,t}, C_{N,t}(i) = \left( \frac{P_{N,t}(i)}{P_{N,t}} \right)^{-\epsilon_N} C_{N,t} \quad (20)$$

که در آن  $P_{T,t}(i)$  و  $P_{N,t}(i)$  به ترتیب قیمت‌های  $i$  امین کالای تجاری و غیرتجاری است. به

طور مشابه توابع تقاضا برای کالاهای تولید داخل و وارداتی را می‌توان به شکل زیر استخراج نمود:

$$C_{H,t}(i) = \left( \frac{P_{H,t}(i)}{P_{H,t}} \right)^{-\epsilon_H} C_{H,t}, C_{F,t}(i) = \left( \frac{P_{F,t}(i)}{P_{F,t}} \right)^{-\epsilon_F} C_{F,t} \quad (21)$$

شیوه محاسبه این توابع کاملاً مشابه هم است.<sup>۱</sup>

### ۳-۳. تولیدکننده

۱. برای استخراج توابع مذکور مسئله بهینه‌سازی زیر را باید حل نمود:

$$z = \min_{C_{j,t}(i)} P_{j,t}(i) C_{j,t}(i) + \zeta_t \left[ C_{j,t} - \left( \left( \int_0^1 C_{j,t}^{\frac{\epsilon_j-1}{\epsilon_j}}(i) di \right)^{\frac{\epsilon_j}{\epsilon_j-1}} \right) \right] \quad j = T, N, H, F$$

محصول کل یک جمعگر CES با کشش ثابت است. در اینجا یک زنجیره‌ای از بنگاه‌ها وجود دارد که با زروی فاصله واحد شاخص‌بندی شده‌اند:

$$Y_{j,t} = \left( \int_0^1 Y_{j,t}(i)^{\frac{\epsilon_j-1}{\epsilon_j}} di \right)^{\frac{\epsilon_j}{\epsilon_j-1}}, j = H, N \quad (22)$$

در این رابطه  $Y_{j,t}$  تولید کل بخش زام و  $Y_{j,t}(i)$  تولید بنگاه نمونه‌ای  $i$  مربوط به بخش زام است.  $\epsilon_j$  کشش بین انواع مختلف کالاهاست. حداکثرسازی سود به وسیله بنگاه تولیدکننده منجر به ایجاد یک منحنی تقاضا با شیب نزولی برای هر بخش خواهد شد:

$$P_{j,t} = \left( \int_0^1 P_{j,t}(i)^{1-\epsilon_j} di \right)^{-\frac{1}{\epsilon_j}}, j = H, N \quad (23)$$

به طوری که

$$P_{j,t} = \left( \int_0^1 P_{j,t}(i)^{1-\epsilon_j} di \right)^{-\frac{1}{\epsilon_j}}, j = H, N \quad (24)$$

### ۳-۴. رفتار قیمت گذاری بنگاه‌های داخلی

هرگاه  $P_{j,t}^*(i)$  (که در آن  $j = H, N$  نشانگر بخش‌های داخلی تجاری و غیرتجاری است) قیمت جدید بنگاه بهینه‌ساز قیمت باشد، در این صورت ارزش سود جاری بنگاه نمونه به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$E_t \sum_{s=0}^{\infty} (\omega_j \beta)^s \frac{\lambda_{t+s}}{\lambda_t} Y_{j,t}^D(i) \left[ \frac{P_{j,t+k-1}}{P_{j,t-1}} + \frac{\epsilon_j}{\epsilon_j-1} \frac{MC_{j,t}^N}{P_{j,t}^*(i)} \right] \quad (25)$$

رابطه (۲۵) را می‌توان برحسب قیمت بهینه به شکل زیر بازنویسی نمود:

$$P_{j,t}^*(i) = \frac{\epsilon_j}{\epsilon_j-1} \frac{E_t \sum_{s=0}^{\infty} (\beta \omega_j)^s \frac{\lambda_{t+s}}{\lambda_t} P_{j,t+s}^{\epsilon_j+1} Y_{j,t+s} MC_{j,t+s}}{E_t \sum_{s=0}^{\infty} (\beta \omega_j)^s \frac{\lambda_{t+s}}{\lambda_t} P_{j,t+s}^{\epsilon_j} \frac{P_{j,t+s-1}}{P_{j,t-1}} Y_{j,t+s}} \quad (26)$$

عبارت  $\frac{\epsilon_j}{\epsilon_j-1}$  مارک - آپ هزینه نهایی<sup>۱</sup> است که در حالت پایدار برابر است با  $\frac{\epsilon}{\epsilon-1}$  که بنام مارک - آپ در حالت پایدار یا مارک آپ بهینه اقتصاد تحت قیمت‌های کاملاً انعطاف‌پذیر نامیده می‌شود.

۱. مازاد قیمت تعیین شده بر هزینه نهایی در سطح معینی از تولید مارک - آپ نامیده می‌شود. یعنی:

$$Mark - up = \frac{p}{MC}$$

تأثیر سیاست‌های پولی و ارزی بر نوسانات تراز تجاری کشور ... ۴۰۹

توجه داشته باشید که مسئله بر حسب هزینه نهایی واقعی و نه اسمی نوشته شده است و چنانچه مشاهده می‌شود قیمت تعادلی،  $P_{j,t}^*(i)$ ، برای تمام بنگاه‌ها یکسان است زیرا طرف راست رابطه مستقل از شاخص  $i$  می‌باشد.

---

---

در رقابت کامل این نسبت برابر با یک و در ساختار بازار انحصاری بزرگتر از یک می‌باشد. هرگاه  $\omega_j = 0$  (اقتصاد تحت قیمت‌های کاملاً انعطاف‌پذیر) باشد رابطه (۲۶) به صورت زیر تبدیل می‌شود:

$$1 = \left( \frac{\epsilon}{\epsilon - 1} \right) \frac{Y_{j,t} MC_{j,t}}{Y_{j,t}} \Rightarrow MC_{j,t} = \frac{\epsilon}{\epsilon - 1}$$

### ۳-۵. بانک مرکزی و سیاست‌های پولی و ارزی

در این مقاله بانک مرکزی سیاست‌های پولی را با استفاده از قاعده ساده<sup>۱</sup> اجرا می‌کند. قاعد ساده سیاست پولی ممکن است درون‌زا، برون‌زا و یا با ضرایب بهینه باشند. تحت این مکانیزم سیاستی و در حالت وجود قاعده برای نرخ سود بانکی اسمی، بازخورد وجود خواهد داشت در صورتی که در قاعده شبه تیلور و وجود قاعده ساده برای نرخ تضعیف (تقویت) پول ملی (نرخ تغییر در ارز اسمی)، ممکن است بازخورد وجود نداشته باشد. همچنین بانک مرکزی می‌تواند تحت سه رژیم پولی جایگزین عمل نماید. رژیم یا نظام پولی بیانگر رویه‌ها و روش‌های عملیاتی بانک مرکزی در خصوص انتشار پول و مداخله احتمالی در بازارهای اوراق مشارکت داخلی و خارجی است که به منظور تحت‌تأثیر قرار دادن نرخ ارز انجام می‌گیرد. برای مداخله و اعمال سیاست‌های پولی توسط بانک مرکزی، سه سناریوی زیر طراحی شده است:

الف) رژیم نرخ ارز مدیریت شده<sup>۲</sup> (MER) که در آن بانک مرکزی از هر دو قاعده یا ابزار استفاده می‌کند.

ب) رژیم نرخ ارز شناور<sup>۳</sup> (FER) که در آن بانک مرکزی قاعده شبه تیلور را مورد استفاده قرار می‌دهد. به عبارت دیگر فقط از نرخ سود بانکی به عنوان ابزار سیاستی در حالت OPC<sup>۴</sup> استفاده می‌کند.

پ) رژیم نرخ ارز میخکوب شده<sup>۵</sup> (PER) که در آن بانک مرکزی فقط از نرخ تغییر در ارز اسمی استفاده می‌کند (یعنی در حالت OPC از نرخ ارز اسمی به عنوان ابزار استفاده می‌کند).

قواعد ساده به صورت زیر است:

- 
۱. Simple Rule
  ۲. Managed Exchange Rate (MER)
  ۳. Floating Exchange Rate (FER) regime
  ۴. Optimal Policy under Commitment
  ۵. Pegged Exchange Rate (PER) regime

تأثیر سیاست‌های پولی و ارزی بر نوسانات تراز تجاری کشور ... ۴۱۱

$$\frac{1+i_t}{1+i} = \left(\frac{1+i_{t-1}}{1+i}\right)^{h_1} \left(\frac{\pi_t}{\pi}\right)^{h_2} \left(\frac{y_t}{y}\right)^{h_3} \left(\frac{Q_t}{Q}\right)^{h_4} \quad (27)$$

$$\frac{\Delta_t}{\bar{\Delta}} = \left(\frac{\Delta_{t-1}}{\bar{\Delta}}\right)^{k_1} \left(\frac{\pi_t}{\pi}\right)^{k_2} \left(\frac{y_t}{y}\right)^{k_3} \left(\frac{Q_t}{Q}\right)^{k_4} \left(\frac{Q_t R_{r,t}/y_t}{\bar{R}}\right)^{k_5} \quad (28)$$

که در آن  $h_1 \neq 0$  و  $k_4 \neq 0$  و متغیرهای بدون اندیس زمانی مقادیر تعادلی بلندمدت می‌باشند.  $i_t$  نرخ اسمی سود بانکی،  $\bar{R}$  ذخایر اسمی خارجی بانک مرکزی،  $Q_t$  نرخ ارز واقعی،  $\bar{Q}$  نرخ ارز بلندمدت و  $\Delta_t$  نرخ تغییر در ارز است. اولین رابطه در رژیم‌های MER و FER و دومین رابطه در رژیم‌های MER و PER مورد استفاده قرار می‌گیرد. به هنگام استفاده از رژیم نرخ ارز شناور (FER)، بانک مرکزی از مداخله در بازار ارز خارجی خودداری می‌کند. از این رو منابع خارجی که در ترازنامه بانک ظاهر می‌شوند ثابت می‌مانند. در اینجا برای سادگی فرض می‌شود که منابع مذکور در مقدار بلندمدت سناریوی پایه (MER) یعنی  $\bar{R}$  ثابت می‌مانند.

### ۳-۶. بخش خارجی

در این بخش ابتدا روابط اقتصاد خارجی مورد بررسی قرار می‌گیرد و سپس با ایجاد تعدیلاتی در این روابط سیستم اقتصاد باز کوچک (SOE) طراحی می‌گردد.

رفتار کارگزاران خارجی مشابه کارگزاران داخلی است. بر اساس فرضیات اولیه و استفاده از روابط خرد اقتصادی، تقریباً همان شرایط اقتصاد داخلی حاصل می‌شود. با این حال بین اقتصاد داخلی و خارجی تفاوتی‌های نیز وجود دارد:

- تفاوت در گروه‌بندی کالاها: در اقتصاد خارجی کالاهای غیرتجاری وجود ندارد و تنها کالاهای وارداتی و تولیدی وجود دارد.
- تفاوت در اندازه اقتصاد: در مقایسه با اقتصاد خارجی، اقتصاد داخلی کوچک در نظر گرفته می‌شود. به دلیل تشابه روابط و عملیات بخش خارجی با اقتصاد داخلی از شرح آن‌ها در این قسمت خودداری می‌شود. همه روابط این بخش در قسمت خلاصه روابط مدل آورده می‌شود با این توضیح که تمام متغیرهای خارجی با بالانویس ستاره مشخص شده‌اند.

### ۴. شرط تسویه بازارها در اقتصاد داخلی و استخراج معادله تعادل خطی

در اقتصاد داخلی محصول داخلی برابر با مجموع تولیدات بخش‌های تجاری ( $Y_{H,t}$ ) و غیر تجاری ( $Y_{N,t}$ ) است:

$$Y_t = Y_{H,t} + Y_{N,t} \quad (۲۹)$$

فرم خطی این رابطه به صورت زیر است:

$$\hat{y}_t = (1 - \lambda)\hat{y}_{H,t} + \lambda\hat{y}_{N,t} \quad (۳۰)$$

که در آن  $\lambda$  سهم کالای غیر تجاری از کل مصرف داخلی است. متغیرهایی که با هت<sup>۱</sup> مشخص شده‌اند انحراف از حالت پایدار<sup>۲</sup> را نشان می‌دهند. از طرفی قید منابع کل برابر است با:

$$GDP_t = C_t + X_t - M_t + Y_{oil,t} \quad (۳۱)$$

که در آن  $C_t$  مصرف کل،  $X_t$  صادرات،  $M_t$  واردات و  $Y_{oil,t}$  درآمدهای نفتی است.<sup>۳</sup> مصرف کل نیز برابر با مصرف کالاهای داخلی به اضافه مصرف کالاهای وارداتی است:  $C_t = C_{H,t} + C_{F,t}$ . همچنین میزان کل صادرات برابر با مصرف خارجی کالاهای ساخت داخل و میزان واردات کل برابر با مصرف داخلی کالاهای ساخت خارج است یعنی:  $X_t = C_{H,t}^*$  و  $M_t = C_{F,t}$ . با جایگذاری این روابط در قید منابع حاصل می‌شود:

$$GDP_t = C_{H,t} + C_{H,t}^* + Y_{oil,t}$$

از سوی دیگر حاصل جمع تولیدات بخش داخلی و درآمدهای نفتی برابر با درآمد ناخالص داخلی می‌باشد:

$$GDP_t = Y_{H,t} + Y_{oil,t}$$

با ترکیب دو رابطه اخیر نتیجه زیر حاصل می‌شود:

$$Y_{H,t} = C_{H,t} + C_{H,t}^* \quad (۳۲)$$

## ۵. پویایی مدل و سیستم خطی

۱. Hat

۲. Steady State

۳. به دلیل تمرکز تحقیق بر سیاست پولی و ارزی (فارغ از مقام سیاست‌گذار)، مخارج دولت به صورت برونزا در نظر گرفته شده و برای سادگی در مصرف کل ادغام شده است.

پویایی‌های مدل در دو مرحله صورت گرفته است. در مرحله اول پویایی‌های محصول، نرخ تورم، نرخ ارز واقعی و تراز پرداخت‌ها استخراج می‌شود. در قسمت دوم پویایی‌های مذکور برحسب شکاف تولید دوباره محاسبه شده‌اند. به دلیل طولانی بودن محاسبات ریاضی در اینجا فقط به ذکر روابط اکتفا شده است. همه روابط در قالب لگاریم-خطی انحراف از حالت پایدار بیان شده است. در جدول ۱ متغیرهای به کار رفته در مدل پویا معرفی شده است.

جدول ۱. متغیرهای مدل

متغیر	شرح	متغیر	شرح
$x_t$	شکاف تولید	$\hat{r}_t^*$	نرخ بهره خارجی
$\hat{r}_t$	نرخ واقعی سود بانکی تعدیل شده	$\hat{y}_t^*$	تولید خارجی
$\hat{r}_t^F$	نرخ واقعی سود بانکی در حالت انعطاف‌پذیری کامل قیمت‌ها	$\hat{q}_t^F$	نرخ ارز واقعی در حالت انعطاف‌پذیری کامل قیمت‌ها
$\hat{d}_{F,t}$	دارایی‌های خارجی	$\hat{q}_t$	نرخ ارز واقعی
$\hat{y}_t^F$	تولید داخلی در حالت انعطاف‌پذیری کامل قیمت‌ها	$\hat{y}_t$	تولید داخلی
$a_t^D$	شوکت تکنولوژی	$\hat{i}_t$	نرخ اسمی سود بانکی
$\hat{a}_{H,t}^D$	شوکت تکنولوژی کالاهای داخلی	$\hat{\pi}_{H,t}$	تورم داخلی
$\hat{a}_{N,t}^D$	شوکت تکنولوژی کالاهای تجاری	$\hat{\pi}_{N,t}$	تورم کالاهای تجاری
$\hat{a}_t^*$	شوکت تکنولوژی خارجی	$\hat{\pi}_t^*$	تورم خارجی
$\hat{\Lambda}_t$	نرخ تغییر در ارز اسمی	$\hat{\pi}x_t^F$	تراز تجاری در حالت انعطاف‌پذیری کامل قیمت‌ها
$\hat{\delta}_{HN,t}$	قیمت‌های نسبی	$\hat{\pi}x_t$	تراز تجاری
$\varepsilon_t^i$	شوکت بخش آم		

مأخذ: نتایج تحقیق

منحنی IS نیوکینزینی خطی شامل هفت معادله خطی زیر است:

$$\begin{aligned}
 x_t &= E_t x_{t+1} - f(\hat{r}_t - \hat{r}_t^F) - g \hat{d}_{F,t} \\
 \hat{r}_t^F &= \frac{1}{f}(E_t \hat{y}_{t+1}^F - \hat{y}_t^F) + \left(\frac{\sigma f - 1}{\sigma f}\right) \hat{r}_t^* - \left(\frac{1 - \theta}{\sigma f}\right) (E_t \varepsilon_t^c - \varepsilon_t^c) \\
 \hat{y}_t^F &= \frac{1}{\sigma + \psi(1 - \theta)} \{ \sigma \theta \hat{y}_t^* + \Gamma \hat{q}_t^F + (1 + \psi)(1 - \theta) a_t^D + (1 - \theta)(\varepsilon_t^c - \varepsilon_t^n) \} \\
 \hat{y}_t &= (1 - \theta) \hat{c}_t + \theta \hat{y}_t^* - \frac{\theta \lambda \omega}{1 - \theta} \hat{\delta}_{HN,t} + \frac{\theta \varphi}{1 - \theta} \hat{q}_t
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \hat{i}_t &= i_t - \{hE_t \hat{\pi}_{H,t+1} + (1-h)E_t \hat{\pi}_{N,t+1}\} \\ \hat{i}_t^* &= i_t^* - E_t \hat{\pi}_{t+1}^* \\ x_t &= y_t - y_t^F \\ \hat{a}_t^D &= (1-\lambda)\hat{a}_{H,t}^D + \lambda\hat{a}_{N,t}^D \end{aligned}$$

منحنی فلیس خطی شامل چهار معادله خطی زیر است:

$$\begin{aligned} \hat{\pi}_{H,t} &= \frac{\beta}{1+\beta} E_t \hat{\pi}_{H,t+1} + \frac{1}{1+\beta} \hat{\pi}_{H,t-1} + \phi_H \left( \psi + \frac{\sigma}{1-\theta} \right) x_t - \frac{\Gamma\phi_H}{1-\theta} (\hat{q}_t - \hat{q}_t^F) + \frac{\Omega\phi_H}{1-\theta} \delta_{HN,t} \\ \hat{\pi}_{N,t} &= \frac{\beta}{1+\beta} E_t \hat{\pi}_{N,t+1} + \frac{1}{1+\beta} \hat{\pi}_{N,t-1} + \phi_N \left( \psi + \frac{\sigma}{1-\theta} \right) x_t - \phi_N \left( \frac{\Gamma}{1-\theta} \right) (\hat{q}_t - \hat{q}_t^F) + \phi_N \left( 1 + \frac{\Omega}{1-\theta} \right) \delta_{HN,t} \\ \hat{\pi}_t^* &= \frac{\beta}{1+\beta} E_t \hat{\pi}_{t+1}^* + \frac{1}{1+\beta} \hat{\pi}_{t-1}^* + \phi_F^* [(\psi - \sigma)\hat{y}_t^* - (1 + \psi)\hat{a}_t^*] \\ \hat{y}_t^* &= E_t \hat{y}_{t+1}^* - \frac{1}{\sigma} (i_t^* - E_t \hat{\pi}_{t+1}^*) \end{aligned}$$

معادله نرخ ارز واقعی خطی شامل معادلات خطی نرخ ارز واقعی و نرخ ارز واقعی تحت شرایط انعطاف پذیری قیمت‌ها:

$$\begin{aligned} \hat{q}_t &= E_t \hat{q}_{t+1} - \left( \frac{\sigma}{\Gamma+1} \right) E_t (\hat{x}_{t+1} - \hat{x}_t) - \frac{\sigma\theta\lambda\omega}{(1-\theta)(\Gamma+1)} E_t (\hat{\pi}_{H,t+1} - \hat{\pi}_{N,t+1}) - \frac{k(1-\theta)}{\Gamma+1} \hat{a}_{F,t} - E_t (\hat{q}_{t+1}^F - \hat{q}_t^F) \\ \hat{q}_t^F &= \left( \frac{\sigma}{\Gamma+1} \right) (\hat{y}_t^F - \hat{y}_t^*) - \left( \frac{1-\theta}{\Gamma+1} \right) \varepsilon_t^F \end{aligned}$$

معادلات دارایی‌های خارجی و تراز تجاری خطی این بلوک شامل سه معادله زیر است:

$$\begin{aligned} \hat{a}_{F,t} &= m\hat{a}_{F,t-1} - m \left( \frac{1-\theta-\lambda}{1-\theta} \right) \hat{\pi}_{H,t} - m \left( \frac{\lambda}{1-\theta} \right) \hat{\pi}_{N,t} - m \left( \frac{\theta}{1-\theta} \right) (\Delta\hat{q}_t - \Delta\hat{q}_t^F) + m(\beta - 1)(\hat{\pi}_{x,t} - \hat{\pi}_{x,t}^F) \\ \hat{\pi}_{x,t} &= \frac{1}{(1-\theta)(1-\alpha)} [ (1-\theta-\alpha)x_t + Z\delta_{HN,t} + H(\hat{q}_t - \hat{q}_t^F) ] + \hat{\pi}_{x,t}^F \\ \hat{\pi}_{x,t}^F &= \frac{1}{(1-\theta)(1-\alpha)} [ (1-\theta-\alpha)\hat{y}_t^F + \alpha\theta\hat{y}_t^* + H\hat{q}_t^F ] \end{aligned}$$

سیاست‌های پولی و ارزی شامل دو معادله سیاستی زیر است:

$$\begin{aligned} \hat{i}_t &= h \cdot \hat{i}_{t-1} + h_1 \hat{\pi}_t + h_2 \hat{y}_t + h_3 \hat{q}_t \\ \hat{\Lambda}_t &= \kappa \cdot \hat{q}_{t-1} + \kappa_1 \hat{\Lambda}_{t-1} + \kappa_2 \hat{y}_t + \kappa_3 \hat{q}_t + \kappa_4 (\hat{q}_t + \hat{R}_{r,t} - \hat{y}_t) \end{aligned}$$

اتحادهای تورم قیمت‌های نسبی این بلوک شامل معادلات تورم و معادلات قیمت‌های نسبی است:

$$\begin{aligned} \hat{\pi}_{H,t} &= \hat{p}_{H,t} - \hat{p}_{H,t-1} \\ \hat{\pi}_{N,t} &= \hat{p}_{N,t} - \hat{p}_{N,t-1} \\ \hat{\pi}_t^* &= \hat{p}_t^* - \hat{p}_{t-1}^* \\ \hat{p}_{NP,t} &= \left( \frac{\theta-1+\lambda}{1-\theta} \right) \delta_{HN,t} - \left( \frac{\theta}{1-\theta} \right) \hat{q}_t \\ \hat{p}_{HP,t} &= \left( \frac{\lambda}{1-\theta} \right) \delta_{HN,t} - \left( \frac{\theta}{1-\theta} \right) \hat{q}_t \\ \delta_{HN,t} &= \hat{p}_{H,t} - \hat{p}_{N,t} \end{aligned}$$

فرایندهای برونزای مدل شش معادله زیر است:

تأثیر سیاست‌های پولی و ارزی بر نوسانات تراز تجاری کشور ... ۴۱۵

$$\begin{aligned} \varepsilon_t^c &= \rho_c \varepsilon_{t-1}^c + v_t^c, v_t^c \sim N(0, \sigma_{v^c}^2) && \text{شوگ مصرف} \\ \varepsilon_t^m &= \rho_m \varepsilon_{t-1}^m + v_t^m, v_t^m \sim N(0, \sigma_{v^m}^2) && \text{شوگ نقدینگی} \\ \varepsilon_t^n &= \rho_n \varepsilon_{t-1}^n + v_t^n, v_t^n \sim N(0, \sigma_{v^n}^2) && \text{شوگ اشتغال} \\ \hat{a}_{H,t}^D &= \rho_H^D \hat{a}_{H,t-1}^D + \hat{\varepsilon}_{H,t}^A, \hat{\varepsilon}_{H,t}^A \sim N(0, \sigma_{\varepsilon_H^A}^2) && \text{شوگ تکنولوژی داخلی} \\ \kappa_t^P &= \rho_p \kappa_{t-1}^P + \hat{\varepsilon}_{p,t}, \hat{\varepsilon}_{p,t} \sim N(0, \sigma_{\varepsilon_p}^2) && \text{شوگ صرف ریسک دارایی‌های خارجی} \\ \hat{a}_t^* &= \rho^{*A} \hat{a}_{t-1}^* + \varepsilon_t^{*A}, \varepsilon_t^{*A} \sim N(0, \sigma_{\varepsilon^*}^2) && \text{شوگ تکنولوژی خارجی} \end{aligned}$$

پارامترهای ترکیبی به کار رفته در معادلات فوق به شرح جدول زیر است:

جدول ۲. پارامترهای ترکیبی مدل پویا

پارامتر	رابطه	پارامتر	رابطه	پارامتر
$\omega$	$\omega = v(\alpha - 1) + \eta(\gamma - \alpha)$	$g$	$g = k \left( \frac{\theta}{1 - \theta} \right) (f - \varphi)$	
$\varphi$	$\varphi = \eta(\gamma - \alpha) - \alpha \lambda v$	$\Gamma$	$\Gamma = \sigma \varphi \left( \frac{\theta}{1 - \theta} \right) - \theta$	
$\theta$	$\theta = \alpha(1 - \lambda)$	$\Omega$	$\Omega = \sigma \lambda \omega \left( \frac{\theta}{1 - \theta} \right) - \lambda$	
$\phi_H$	$\phi_H = \frac{(1 - \beta \omega_H)(1 - \omega_H)}{(1 + \beta)\omega_H}$	$m$	$m = \frac{1}{\beta(k + 1)}$	
$\phi_N$	$\phi_N = \frac{(1 - \beta \omega_N)(1 - \omega_N)}{(1 + \beta)\omega_N}$	$H$	$H = \alpha \varphi \left( \frac{\theta}{1 - \theta} \right) - \theta$	
$\phi_F$	$\phi_F = \frac{(1 - \beta \omega_F)(1 - \omega_F)}{(1 + \beta)\omega_F}$	$Z$	$Z = \alpha \omega \lambda \left( \frac{\theta}{1 - \theta} \right) - \lambda$	
$\phi_F^*$	$\phi_F^* = \frac{(1 - \beta \omega_F^*)(1 - \omega_F^*)}{(1 + \beta)\omega_F^*}$	$g$	$g = k \left( \frac{\theta}{1 - \theta} \right) (f - \varphi)$	
$f$	$f = \frac{\theta \varphi \sigma + (1 - \theta)^\gamma}{\sigma}$			

مأخذ: نتایج تحقیق

## ۶. کالبرسیون و شبیه‌سازی مدل

در این بخش، مدل لگاریتم-خطی با توجه به پارامترهای کالیبره شده و مقادیر تعادلی بلندمدت متغیرهای درون‌زای مدل شبیه‌سازی شده است. فرایند شبیه‌سازی شامل دو مرحله است.

در مرحله اول مدل لگاریتم - خطی با استفاده از ضرایب کالیبره شده بازنویسی می‌شود. مرحله دوم پروسه تولید داده و محاسبه نوسانات متغیرهای کلیدی مدل می‌باشد.

## ۶-۱. کالیبرسیون مدل

هدف از این بخش اختصاص مقادیر به پارامترهای ساختاری مدل است. کالیبراسیون معمولاً هم شامل گرفتن پارامترها از ادبیات گذشته که ساختار مشابه اقتصادی دارند، می‌باشد و هم شامل تخمین پارامترها از داده‌های سری زمانی برای یک اقتصاد خاص و یا ترکیب هر دوی این موارد می‌باشد. جدول (۳) مقدار کالیبره شده پارامترهای مدل را نشان می‌دهد. مقدار کالیبره شده برخی از پارامترها از مطالعات پیشین گرفته شده است و برخی دیگر از پارامترها بر پایه داده‌ها و اطلاعات در دسترس و محاسبات اقتصادسنجی، کالیبره و برآورد شده‌اند. کلیه داده‌های سری زمانی مورد نیاز از بانک اطلاعات سری‌های زمانی بانک مرکزی اخذ شده است.

جدول ۳. کالیبرسیون مدل

پارامتر	شرح	مقادیر کالیبرسیون	منبع
$\beta$	نرخ تنزیل ذهنی مطلوبیت مصرف‌کننده	۰/۹۶	توکلییان ۱۳۹۱
$\sigma$	عکس کشش جانشینی بین دوره‌ای مصرف	۱/۵۷۱	توکلییان ۱۳۹۱
$\tau$	عکس کشش جانشینی بین دوره‌ای مانده‌های حقیقی	۲/۱۷	طائی ۱۳۸۵
$\psi$	عکس کشش بین دوره‌ای بین کار و فراغت	۲/۳۹	توکلییان ۱۳۹۱
$\lambda$	سهم کالای غیر تجاری از کل مصرف داخلی	۰/۹۸	محاسبات تحقیق
$\nu$	کشش جانشینی بین کالاهای تجاری و غیر تجاری	۰/۴۳	محاسبات تحقیق
$\eta$	کشش جانشینی بین کالاهای تجاری داخلی و خارجی	۱/۵۶	امیری ۱۳۹۳
$\alpha$	نسبت واردات (درجه باز بودن اقتصاد داخلی)	۰/۵۴	محاسبات تحقیق
$\epsilon$	کشش بین انواع مختلف کالاها	۴/۳۳	متوسلی و همکاران ۱۳۸۹
$\kappa$	ثابت دارایی‌های خارجی	۰/۰۰۰۷	مالیک ۲۰۰۵
$\omega_H$	نسبت بنگاه‌های داخلی تجاری که توانایی تعدیل قیمت ندارند	۰/۶۸	محاسبات تحقیق

پارامتر	شرح	مقادیر کالیبرسیون	منبع
$\omega_N$	نسبت بنگاه‌های داخلی غیرتجاری که توانایی تعدیل قیمت ندارند	۰/۲	محاسبات تحقیق
$\omega_F$	نسبت بنگاه‌های واردکننده که توانایی تعدیل قیمت ندارند	۰/۵	محاسبات تحقیق
$\omega_H^*$	نسبت بنگاه‌های واردکننده که توانایی تعدیل قیمت ندارند	۰/۵	محاسبات تحقیق
$\omega_F^*$	نسبت بنگاه‌های خارجی که توانایی تعدیل قیمت ندارند	۰/۲	محاسبات تحقیق
$\rho_C$	ضریب خودرگرسیون شوک مصرف	۰/۵	انتخابی
$\rho_m$	ضریب خودرگرسیون شوک تقاضای پول	۰/۲	انتخابی
$\rho_l$	ضریب خودرگرسیون شوک عرضه نیروی کار	۰/۵	انتخابی
$\rho_H^D$	ضریب خودرگرسیون شوک تکنولوژی بنگاه‌های تجاری داخلی	۰/۲	انتخابی
$\rho_N^D$	ضریب خودرگرسیون شوک تکنولوژی بنگاه‌های غیرتجاری	۰/۵	انتخابی
$\rho^{*A}$	ضریب تکنولوژی خارجی در فرایند اتورگرسیون	۰/۲	انتخابی
$\rho^i$	ضریب نرخ بهره در قاعده پولی بانک مرکزی	۰/۵	انتخابی
$\psi_1$	ضریب تورم در قاعده پولی	۰/۵	انتخابی
$\psi_2$	ضریب شکاف تولید در قاعده پولی	۰/۵	انتخابی
$\kappa_1$	تعهد بانک مرکزی در حفظ سطح مشخصی از ذخایر خارجی	۰/۲	انتخابی
$\kappa_2$	تعهد بانک مرکزی در ثابت نگهداشتن نرخ ارز	۰/۲	انتخابی
$\kappa_3$	تعهد بانک مرکزی در هدفگذاری تورمی	۰/۵	انتخابی

مأخذ: مطالعات قبلی و اطلاعات پیشین تحقیق

## ۶-۲. نتایج شبیه‌سازی

سناریوی اول نرخ ارز مدیریت شده: به طور کلی در این نوع سیاست نرخ ارز آزاد است تا براساس مکانیزم‌های عرضه و تقاضا نوسان کند. با این حال بانک مرکزی از طریق دخالت در هر دو بازار سطح مطلوب و مسیر نرخ ارز را مدیریت می‌کند. همچنین اغلب این سیاست‌ها همراه با هدفگذاری (مثلاً نرخ تورم) طراحی می‌شود.

این رژیم با توجه به شرایط سخت اقتصادی کشور (تحریم‌های نفتی و بانکی) احتمالاً مناسب‌ترین سیاست پولی می‌باشد. بر این اساس در معادلات (۲۷) و (۲۸) ضرایب سیاستی ( $h_i$ ها و  $\kappa_i$ ها) به شکل زیر طراحی شده‌اند:

$$h_1 = 0.8, h_2 = 0.8, h_3 = 0.5, h_4 = 0.5$$

$$\kappa_1 = 0.5, \kappa_2 = 0.8, \kappa_3 = 0.8, \kappa_4 = 0 - 0.8 \leq \kappa_4 \leq 1.2$$

فرض می‌شود که  $\kappa_4$  با نرخ ۰/۲ به صورت خطی افزایش می‌یابد. با به کار بردن قواعد ساده سیاست و اعمال این سناریو و با استفاده از نرم افزار dynare مدل شبیه‌سازی شده است. نتایج در جدول شماره ۴ نمایش داده شده است.

همان‌طوری که ملاحظه می‌شود حداکثر و حداقل نوسانات نرخ سود بانکی به ترتیب ۰/۳۵۵ و ۰/۳۸۳ است و به این ترتیب برای ثبات‌سازی این متغیر نیاز به کاهش ۷ درصدی نوسانات وجود دارد. دومین ابزار سیاستی بانکی مرکزی ذخایر خارجی این بانک است که نوسانات آن در مقدار ۰/۷۱۲ حداکثر و در مقدار ۰/۵۵۹ حداقل می‌شود. به این ترتیب برای پایداری این متغیر کاهش ۲۱ درصدی نوسانات مورد نیاز است.

جدول شماره ۴. قاعده سیاست ساده تحت نرخ ارز مدیریت شده

ابزارهای سیاستی	حداقل نوسان	حداکثر نوسان	درصد تثبیت مورد نیاز
نرخ سود بانکی	۰/۳۵۵	۰/۳۸۳	۷
ذخایر خارجی	۰/۵۵۹	۰/۷۱۲	۲۱
نرخ تغییر در ارز اسمی	۰/۷۰۱	۰/۹۴۲	۲۵
متغیرهای مورد بررسی			
نام متغیر	حداقل نوسان	حداکثر نوسان	درصد کاهش نوسان
تراز تجاری	۰/۶۳۹	۰/۶۷۲	۵
شکاف تولید	۰/۷۲۲	۰/۷۴۳	۳
نرخ تورم	۰/۳۷۲	۰/۳۹۲	۶
نرخ واقعی	۰/۱۰۵۱	۰/۱۲۶۵	۹

۱۷	۰/۰۹۴۲	۰/۰۷۰۱	دارایی‌های خارجی
----	--------	--------	------------------

مأخذ: نتایج تحقیق

همچنین حداکثر و حداقل نوسانات نرخ ارز اسمی به ترتیب ۰/۰۹۴۲ و ۰/۰۷۰۱ بوده و این متغیر نیز برای پایداری نیاز به کاهش نوسان ۲۵ درصدی دارد. با تثبیت این ابزارها تحت سناریوی نرخ ارز مدیریت شده می‌توان بر نوسانات متغیرهای مورد بررسی (تراز تجاری، شکاف تولید، تورم، نرخ ارز واقعی و دارایی‌های خارجی) تأثیر گذاشته و آن‌ها را پایدار نمود (به جدول ۴ مراجعه شود).

سناریوی دوم نرخ ارز میخکوب شده: این سناریو حالتی می‌باشد که در آن سیستم ارزی ثابت در نظر گرفته شده است. بر اساس ادبیات نظری و تجربی، نظام ارزی میخکوب برای اقتصادهایی کاربرد دارد که از مشخصه‌هایی نظیر کوچک بودن، اقتصاد تک محصولی، عدم تنوع تولیدات و تجارت، بازارهای مالی غیر کارا و ارتباط ضعیف با بازارهای سرمایه جهانی برخوردار باشد. بر این اساس فرض می‌شود که نرخ ارز گذشته‌نگر است و ۵۰ درصد از ارزش فعلی آن تحت تأثیر قیمت دوره قبل قرار دارد ( $\kappa_t = -0.5$ ). همچنین بانک مرکزی ثبات تورم را به ثبات تولید ترجیح می‌دهد ( $\kappa_1 = -1.5$  و  $\kappa_2 = -0.5$ ). بر این اساس معادله (۳-۱۰۶) به شکل زیر تغییر می‌یابد:

$$\hat{\Lambda}_t = -0.5\hat{\Lambda}_{t-1} - 1.5\hat{\pi}_t - 0.5\hat{y}_t - 0.02\hat{q}_t + \kappa_4(\hat{q}_t + \hat{R}_{r,t} - \hat{y}_t)$$

که در آن در دامنه  $-0.8 \leq \kappa_4 \leq 0.8$  در حال نوسان است.

مطابق این سناریو مقام پولی از یک سطح معینی از نرخ ارز حمایت و پشتیبانی می‌کند. با توجه به معادله قاعده ساده تحت نرخ ارز میخکوب شده، و استفاده از نرم افزار dynare شبیه‌سازی انجام و نتیجه در جدول شماره ۵ گزارش شده است.

بر اساس جدول حداقل و حداکثر نوسانات نرخ سود بانکی به ترتیب ۰/۰۸۲۵ و ۰/۰۸۰۱ است و بنابراین برای تثبیت این متغیر نوسانات بایستی حدود ۳ درصد کاهش یابند. ذخایر خارجی بانک

مرکزی نیز از کمترین مقدار خود ۰/۰۵۳۱ با شیب ملایم به بیشترین مقدار خود ۰/۰۵۷۶ می‌رسد و به این ترتیب ۶ درصد نوسان را تجربه می‌کند. بدیهی است که برای تثبیت این متغیر باید به همین میزان از نوسانات آن کاسته شود.

جدول شماره ۵. قاعده ساده تحت سناریوی نرخ ارز میخکوب شده

ابزارهای سیاستی	حداقل نوسان	حداکثر نوسان	درصد تثبیت مورد نیاز
نرخ سود بانکی	۰/۰۸۰۱	۰/۰۸۲۵	۳
ذخایر خارجی بانک مرکزی	۰/۰۵۳۱	۰/۰۵۶۷	۶
نرخ تغییر در ارز اسمی	۰/۰۴۲۹	۰/۰۴۹۰	۱۲
متغیرهای مورد بررسی			
نام متغیر	حداقل نوسان	حداکثر نوسان	درصد ناپایداری
تراز تجاری	۰/۰۵۳۲	۰/۰۵۴۳	۲
شکاف تولید	۰/۱۰۱۵	۰/۱۲۵۸	۱۹
نرخ تورم	۰/۰۱۰۲	۰/۰۱۸۷	۴۵
نرخ ارز واقعی	۰/۰۴۵۱	۰/۰۵۰۸	۱۱
دارایی‌های خارجی	۰/۱۰۰۲	۰/۱۰۲۸	۳

مأخذ: نتایج تحقیق

حداکثر نرخ تغییر ارز اسمی حدود ۰/۰۴۹۰ و حداقل آن حدود ۰/۰۴۲۹ بوده است. از این رو میزان نوسانات آن ۱۲ درصد می‌باشد.

درصد ناپایداری‌های متغیرهای مورد بررسی یعنی تراز تجاری، شکاف تولید، نرخ تورم و دارایی‌های خارجی به ترتیب ۲، ۱۹، ۴۵، ۱۱ و ۳ درصد می‌باشد که تثبیت ابزارهای سیاستی در مقادیر فوق منجر به پایداری این شاخص‌ها می‌شود (جدول ۵ را ملاحظه فرمایید).

سناریوی سوم نرخ ارز شناور: در سناریوی سوم سیستم ارزی شناور در نظر گرفته شده است. در این سیستم ارزی، نرخ ارز صرفاً در بازار توسط مکانیزم عرضه و تقاضای بازار ارز تعیین

تأثیر سیاست‌های پولی و ارزی بر نوسانات تراز تجاری کشور ... ۴۲۱

می‌شود. در چنین نظامی ارزی سیاستگذار پولی در بازار ارز دخالتی نمی‌کند. سیاست پولی از نظام ارزی مستقل بوده و می‌تواند به طور آزادانه برای هدایت اقتصاد داخلی مورد استفاده قرار گیرد. همچنین در این حالت فرض شده است ضریب اهمیت تورم  $h_1$  متغیر بوده و از ۱ تا ۲/۴ به صورت خطی (با شیب ثابت ۰/۲) تغییر نماید. علاوه بر آن نرخ بهره گذشته‌نگر بوده و ضریب  $h_1$  برابر با ۰/۰۵ در نظر گرفته شده است. ضرایب اهمیت تولید ۰/۰۵- و نرخ ارز و برابر با ۰/۰۴ منظور شده است. بر این اساس معادله (۲۸) به شکل زیر تغییر می‌یابد:

$$\hat{i}_t = 0.05\hat{i}_{t-1} + h_1\hat{\pi}_t - 0.05\hat{r}_t + 0.04\hat{q}_t, 1 \leq h_1 \leq 2.4$$

با به کار بردن رژیم ارز شناور در مدل و اجرای برنامه مربوطه در نرم افزار dynare نتیجه به شرح جدول شماره ۶ گزارش شده است.

با نگاهی به ابزارهای سیاستی ملاحظه می‌شود که نرخ تغییر ارز اسمی از بالاترین نوسان در بین این ابزارها برخوردار است. با توجه به شناور بودن نرخ ارز اسمی این امر دور از انتظار نبوده است. نوسانات این ابزار از ۰/۰۸۶۹ (بالاترین نوسان) به ۰/۰۷۷۹ (پایینترین نوسان) رسیده و به این ترتیب حدود ۱۲ درصد ناپایداری را تجربه کرده است. در مقابل، کاهش نوسانات این نرخ باعث تشدید نوسانات ذخایر خارجی بانک مرکزی شده است به طوری که از کمترین مقدار خود ۰/۰۰۱۲ به بیشترین مقدار خود ۰/۰۰۱۶ افزایش یافته و در نتیجه حدود ۳۳ درصد ناپایداری را تجربه کرده است.

همچنین نوسانات آخرین ابزار بانک مرکزی یعنی نرخ سود بانکی ابتدا کاهشی می‌شود و پس از رسیدن به کمترین مقدار ۰/۰۲۶۴، افزایش یافته تا به بیشترین مقدار خود ۰/۰۲۹۲ می‌رسد و به این ترتیب ۱۱ درصد ناپایداری را تجربه می‌کند.

تغییرات تراز تجاری از ۰/۰۶۸۰ (بالاترین نوسان) به ۰/۰۶۵۱ (پایینترین نوسان) بوده و به این ترتیب درصد ناپایداری این متغیر حدود ۴ درصد خواهد بود. رفتار تغییرات نوسانات شکاف تولید مشابه تراز تجاری است. در این مورد نیز بالاترین نوسان این متغیر در حدود ۰/۰۷۵۷ و پایینترین آن در حدود ۰/۰۷۰۲ بوده است. از این رو درصد ناپایداری شکاف تولید حدود ۸ درصد

می‌باشد. نوسانات نرخ تورم از ۰/۰۴۸۶ تا ۰/۰۵۳۰ در تغییر بوده است و به این ترتیب درصد ناپایداری این شاخص حدود ۹ درصد خواهد بود.

جدول شماره ۶. قاعده ساده تحت سناریوی نرخ ارز شناور

ابزارهای سیاستی	حداقل نوسان	حداکثر نوسان	درصد تثبیت مورد نیاز
نرخ سود بانکی	۰/۰۶۴۰	۰/۰۲۹۲	۱۱
ذخایر خارجی بانک مرکزی	۰/۰۰۱۲	۰/۰۱۶۰	۳۳
نرخ تغییر در ارز اسمی	۰/۰۷۷۹	۰/۰۸۶۹	۱۲

متغیرهای مورد بررسی			
نام متغیر	حداقل نوسان	حداکثر نوسان	درصد ناپایداری
تراز تجاری	۰/۰۶۵۱	۰/۰۶۸۰	۴
شکاف تولید	۰/۰۷۰۲	۰/۰۷۵۷	۸
نرخ تورم	۰/۰۴۸۶	۰/۰۵۳۰	۹
نرخ ارز واقعی	۰/۰۷۸۴	۰/۰۸۳۶	۷
دارایی‌های خارجی	۰/۰۱۶۰	۰/۰۱۹۹	۲۴

مأخذ: نتایج تحقیق

نوسانات نرخ ارز واقعی همسو و همجهت با نوسانات نرخ تورم بوده به طوری که این نرخ در مقدار ۰/۰۷۸۴ حداقل و در مقدار ۰/۰۸۳۶ حداکثر نوسانات را داشته است. از این رو درصد ناپایداری نرخ ارز واقعی حدود ۷ درصد خواهد بود. آخرین متغیر مورد بررسی دارایی‌های خارجی است. چنان که ملاحظه می‌شود با افزایش ضریب اهمیت تورم نوسانات این متغیر کاهش می‌یابد. حداکثر نوسان آن ۰/۰۱۹۹ و حداقل آن ۰/۰۱۶۰ است و در نتیجه درصد ناپایداری این متغیر ۲۴ درصد به دست می‌آید.

## ۷. جمع‌بندی و توصیه‌های سیاستی

در این مقاله یک مدل تعادل عمومی پویای تصادفی (DSGE) برای اقتصاد ایران طراحی و اجزا و بخش‌های مختلف آن شامل بخش‌های خانوار، بنگاه‌ها، بانک مرکزی و بخش خارجی به تفصیل مورد بررسی قرار گرفت. مدل اولیه مورد بررسی، مدل دو کشوری (ایران - سایر کشورها) بوده که به عنوان مدل پایه مطرح شد. مهمترین ویژگی این مدل درون‌زا بودن بخش خارجی است. هرگاه بخش خارجی برون‌زا در نظر گرفته شود مدل پایه به مدل اقتصاد کوچک و باز (SOE) تبدیل

می‌شود. در ادامه پس از استخراج شروط مرتبه اول، مدل پایه به صورت لگاریتمی-خطی درآمد و سپس با انجام تعدیلات ضروری این مدل پایه به مدل SOE تبدیل گردید.

در ادامه جهت آزمون مدل و سنجش تناسب آن با اقتصاد ایران، پارامترهای آن به روش کالیبراسیون محاسبه گردید. در فرآیند شبیه‌سازی مدل، نوسانات متغیرهای درون‌زای تراز تجاری، شکاف تولید، نرخ تورم، نرخ ارز واقعی و دارایی‌های خارجی به عنوان متغیرهای مورد بررسی و شاخص‌های نرخ سود بانکی، ذخایر خارجی بانک مرکزی و نرخ تغییر در ارز اسمی به عنوان ابزارهای سیاستی و با به کارگیری قاعده ساده به عنوان الگوی سیاست پولی تحت سه نظام ارزی مدیریت شده، شناور و میخکوب شده مورد سنجش قرار گرفت. نتایج نشان می‌دهد که سیاست‌های پولی و ارزی در ثبات متغیرهای مرتبط با بخش خارجی تأثیر دارد. در مقایسه رژیم‌های ارزی بر اساس ناپایداری متغیرهای مورد بررسی، سناریوی نظام ارزی میانی (نرخ ارز مدیریت شده) بر سایر نظام‌های ارزی برتری داشته و منجر به نوسانات کمتری در متغیرهای درون‌زای مدل شده است. در پایان نکات زیر که از نتایج تحقیق استخراج شده است به عنوان توصیه‌های سیاستی مطرح می‌شود:

در اجرای تمام قواعد سیاستی، به کار بردن نظام ارزی مدیریت شده موجب شده است که علاوه بر کاهش زیان بانک مرکزی نوسانات متغیرهای بخش خارجی اقتصاد ایران نیز به حداقل برسد از این رو توصیه می‌شود بانک مرکزی به هنگام تنظیم بسته‌های سیاستی به طور اکید از نظام ارزی میانی به عنوان سناریوی مسلط استفاده نماید.

هرگاه هدف بانک مرکزی تثبیت متغیرهای کلان اقتصادی باشد استفاده از ابزار سود بانکی نسبت به سایر ابزارهای سیاستی، با کمترین هزینه صورت می‌گیرد لذا استفاده از این ابزار برای این منظور توصیه می‌شود.

## منابع

- بهرامی، جاوید، نیره سادات قریشی (۱۳۹۰). "تحلیل سیاست پولی در اقتصاد ایران با استفاده از یک مدل تعادل عمومی پویای تصادفی"، *فصلنامه مدل‌سازی اقتصادی*، سال پنجم، شماره ۱، پیاپی ۱۳، صص ۲۲-۱.
- توکلیان، حسین (۱۳۹۱). "بررسی منحنی فیلیس کینزی جدید در قالب یک مدل تعادل عمومی پویای تصادفی برای ایران"، *مجله تحقیقات اقتصادی*، دوره ۴۷، شماره ۳، صص ۲۲-۱.
- جعفری صمیمی، احمد، طهرانچیان، امیر منصور، ابراهیمی، ایلناز و روزبه بالوی نژاد نوری (۱۳۹۳). "اثر تکانه‌های پولی و غیرپولی بر تولید و تورم در یک الگوی تعادل عمومی پویای تصادفی در شرایط اقتصاد باز: مطالعه موردی اقتصاد ایران"، *فصلنامه علمی-پژوهشی مطالعات اقتصادی کاربردی ایران*، سال سوم، شماره ۱۰، صص ۳۲-۱.
- شاهمرادی، اصغر و ایلناز ابراهیمی (۱۳۸۹). "ارزیابی اثرات سیاست‌های پولی در اقتصاد ایران در قالب یک مدل پویای تصادفی کینزی"، *فصلنامه پول و اقتصاد* شماره ۳، بهار ۱۳۸۹، صص ۵۵-۳۳.
- فخر حسینی، فخرالدین (۱۳۹۳). "ادوار تجاری حقیقی تحت ترجیحات مصرفی و فراغت در اقتصاد ایران: رهیافت تعادل عمومی پویای تصادفی"، *فصلنامه علمی-پژوهشی مطالعات اقتصادی کاربردی ایران*، سال سوم، شماره ۱۱، صص ۱۰۶-۸۱.
- کمیحانی، اکبر و حسین توکلیان (۱۳۹۱). "سیاست‌گذاری پولی تحت سلطه مالی و تورم هدف ضمنی در قالب یک مدل تعادل عمومی پویای تصادفی برای اقتصاد ایران"، *فصلنامه تحقیقات مدل‌سازی اقتصادی*، شماره ۸، صص ۱۱۷-۸۸.
- متوسلی، محمود؛ ابراهیمی، ایلناز؛ شاهمرادی، اصغر و اکبر کمیحانی (۱۳۸۹). "طراحی یک مدل تعادل عمومی پویای تصادفی نیوکینزی برای اقتصاد ایران به عنوان یک کشور صادرکننده نفت"، *فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی*، سال دهم، شماره چهارم، صص ۱۱۶-۷۸.
- منظور، داود و انوشیروان تقی پور (۱۳۹۴). "تنظیم یک مدل تعادلی عمومی تصادفی (DSGE) برای اقتصاد باز کوچک صادرکننده نفت: مورد مطالعه: ایران"، *فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی*، سال بیست و سوم، شماره ۷۵، صص ۴۴-۷.
- نوفروستی، محمد (۱۳۸۲). "بررسی تأثیر سیاست‌های پولی و ارزی بر اقتصاد ایران در چارچوب یک الگوی اقتصادسنجی کلان پویا"، *مجله تحقیقات اقتصادی*، شماره ۷۰، صص ۲۹-۱.

**Adolfson M., Laséen S., Lindé J. and M. Villani** (۲۰۰۷), “Bayesian Estimation of an Open Economy DSGE Model with Incomplete Pass-through”, *Journal of International Economics*, No. ۷۲, pp ۴۸۱-۵۱۱.

**Annicchiarico B. and L. Rossi** (۲۰۱۳). “Optimal Monetary Policy in a New Keynesian Model with endogenous Growth”. *Journal of Macroeconomics*, No. ۳۸, pp. ۲۷۴-۲۸۵.

**Calvo Guillermo** (۱۹۸۳), “Staggered Prices in a Utility Maximizing Framework”, *Journal of Monetary Economics*, pp. ۳۸۳-۳۹۸.

**Carlin W. and D. Soskice** (۲۰۰۵). “The ۳-equation New Keynesian Model- a graphical exposition”. *Contributions in Macroeconomics*, ۵(۱).

**Cavallo M. and Fabio Ghironi** (۲۰۰۲), “Net Foreign Assets and the Exchange Rate: Redux Revisited”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. ۴۹, No. ۵, pp. ۱۰۵۷- ۱۰۹۷.

**De Waque G., Smts F. and R. Wuters** (۲۰۰۵). “An Estimated Two-country DSGE Model for the Euro area and the US Economy”. European Bank, mimeo.

**Dornbuch R.** (۱۹۶۷). “Expectations and Exchange Rate Dynamics”. *Journal of political Economy*. ۷۵(۶), pp. ۱۱۶۱-۱۱۷۶.

**Fleming, J. M.** (۱۹۶۲). “Domestic financial polices under fixed and under floating exchange rates”. *Staff papers*, ۹(۳), pp. ۳۶۹-۳۸۰.

**Funke M., Paetz M. and E. Pytlarczyk** (۲۰۱۱), “Stock Market Wealth Effects in an Estimated DSGE Model for Hong Kong”, *Economic Modelling* No. ۲۸, pp. ۳۱۶-۳۳۴.

**Hove Ravn Søren** (۲۰۱۴), “Asymmetric Monetary Policy Towards the Stock Market: A DSGE Approach”, *Journal of Macroeconomics*, No. ۳۹, pp ۲۴-۴۱.

**Malik H.** (۲۰۰۵). “Monetary Exchange Rate Policy and Current Account Dynamics”. *Journal of Monetary Economics*, ۱(۴۸), pp. ۵۵-۸۰.

**Morrison C.J.** (۱۹۹۰), “Market Power, Economic Profitability and Productivity Growth Measurement: An Integrated Approach,” *NBER Working Paper* ۳۳۵۵.

**Mundell R.A.** (۱۹۶۳). "Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates". *Canadian Journal of Economics and political Science/ Revue Canadian de economiques et science politique*, ۲۹(۴), pp. ۴۷۵-۴۸۵.

**Musil K.** (۲۰۰۹). "International Growth Rule Model: New Approach to the Foreign Sector of the Open Economy" (Doctoral dissertation, Mosaykova Univerzita Ekonomiko- Sprami Fakulta).

**Nistico S.** (۲۰۱۲). "Monetary Policy and Stock- Price Dynamics in a DSGE Framework". *Journal of Macroeconomics*, No. ۳۴, pp. ۱۲۶-۱۴۶.

**Obstfeld M., and Kenneth Rogoff** (۲۰۰۲), "Global Implications of Self-Oriented National Monetary Rules," *Quarterly Journal of Economics*, No. ۱۱۷, pp ۵۰۳-۵۳۶.

**Rogoff Kenneth** (۲۰۰۷), "Impact of Globalization on Monetary Policy", in Federal Reserve Bank of Kansas City, *The New Economic Geography: Effects and Policy Implications*.

**Sims Christopher A., Discussion of Bernanke, Gertler and Watson** (۱۹۹۷), *Brooking Papers on Economic Activity*, No. ۱.

**Sun Xiaojin, Ping Tsang, Kwok** (۲۰۱۴), "Optimal Interest Rate Rule in a DSGE Model with Housing Market Spillovers", *Economics Letters* No. ۱۲۵, pp ۴۷-۵۱.

**Walsh Carl E.** (۲۰۱۰), "Monetary Theory and Policy", third edition, Massachusetts, MIT Pres.