

## اثر سیاست‌های احتیاطی کلان بر رشد اعتبارات و قیمت مسکن

زهرا افشاری\*، اوین خضری\*\*

تاریخ وصول: ۹۷/۱۰/۱۰ تاریخ پذیرش: ۹۸/۷/۹

### چکیده

در سال‌های اخیر، بسیاری از کشورها چرخه‌های رونق و رکود را در اعتبارات و قیمت دارایی‌ها تجربه کرده‌اند که برخی از آن‌ها منجر به رکود شدید مالی شده است. از آنجاکه در هر دو گروه از کشورهای پیشرفته و نوظهور خرید مسکن به مقدار زیاد تحت تأثیر اعتبارات بخش مسکن بوده، کاهش قیمت مسکن در این دو گروه مشابه بوده است. در واکنش نسبت به این چرخه‌ها، سیاست‌گذاران در بسیاری از کشورها سیاست‌های احتیاطی کلان را به‌عنوان اولین راه مقابله با ریسک بی‌ثباتی مالی به‌کار برده‌اند. معیارهای احتیاطی کلان، ابزارهای سیاستی هستند که در سال‌های اخیر به‌شدت مورد استفاده قرار گرفته‌اند. این ابزارها عرضه‌کنندگان و یا متقاضیان خدمات مالی (خانوارها و بنگاه‌ها) را هدف قرار می‌دهند. در مورد رابطه بین ثبات پولی و ثبات مالی و اثرات آن‌ها بر یکدیگر اجماع نظر وجود ندارد. برخی استدلال می‌کنند که هرچند ممکن است نرخ‌های سود بالا باعث کنترل تورم (ثبات پولی) شوند، ولی از سوی دیگر موجب تخریب ترازنامه بانک‌ها (بی‌ثباتی مالی) می‌شوند. استدلال دیگر این است که در هنگام بی‌ثباتی مالی سیاست پولی انقباضی، احتمال بی‌ثباتی در نهادهای مالی را تشدید می‌کند. برخی اقدامات نهادهای پولی نظیر بانک مرکزی را عامل بی‌ثباتی‌های مالی می‌دانند. درحالی‌که برخی بر این باورند که حفظ ثبات مالی همیشه یکی از وظایف ذاتی بانک مرکزی است. به‌علاوه عدم همکاری میان سیاست‌گذاران احتیاطی کلان و مقام پولی ممکن است منجر به سیاست‌های متضاد شده و نتایج غیر بهینه به همراه داشته باشد. همچنین، سیاست پولی و سیاست‌های احتیاطی کلان به‌عنوان مکمل می‌توانند ثبات پولی و مالی راه‌طور هم‌زمان تضمین کنند. در این مقاله اثر سیاست‌های احتیاطی کلان و تعامل سیاست‌های پولی و احتیاطی بر رشد اعتبارات و قیمت مسکن با استفاده از روش گشتاور تعمیم‌یافته مورد مطالعه قرار می‌گیرد. برای این منظور ابتدا شاخص ابزارهای احتیاطی کلان (از جمله الزامات سرمایه‌ای، نسبت وام به ارزش و بازپرداخت بدهی به درآمد) برای اقتصادهای پیشرفته و نوظهور طی دوره زمانی ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۴ ساخته می‌شود. سپس یک شاخص کلی تحت دو سناریو

\* استاد و عضو هیات علمی گروه اقتصاد دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی دانشگاه الزهراء، تهران، ایران.

(نویسنده‌ی مسئول) (z.afshari@alzahra.ac.ir)

\*\* دانشجوی دکتری اقتصاد دانشگاه الزهراء، دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی. تهران، ایران.

سخت‌گیری (انقباضی)<sup>۱</sup> و سهولت (انبساطی)<sup>۲</sup> ساخته می‌شود. شاخص کلی ساخته‌شده وضعیت سیاست احتیاطی کلان هر کشور را نشان می‌دهد. برای ساخت ابزارهای احتیاطی کلان از داده‌های احتیاطی کلان پیمایش صندوق بین‌المللی پول (۲۰۱۱) که در مطالعه لیم و همکاران (۲۰۱۱) و شیم و همکاران (۲۰۱۳) آورده شده، استفاده شده است. در این مقاله به تبعیت از اکینسی و رمزی (۲۰۱۸) با استفاده از هفت ابزار احتیاطی کلان (نسبت وام به ارزش، بازپرداخت بدهی به درآمد و دیگر ابزارهای بخش مسکن، الزامات سرمایه‌ای پویا، الزامات پوشش زیان وام، محدودیت‌های وام مصرفی و سقف رشد اعتبارات)، شاخص کل برای سیاست احتیاطی کلان و به تفکیک زیر شاخص‌های مسکن و غیر مسکن برای کشورهای مورد مطالعه ساخته شده است. برای ساخت ابزارهای احتیاطی کلان از متغیر دامی استفاده شده است. اگر ابزار احتیاطی کلان در فصل مورد نظر اتخاذ شده باشد یا شدت بگیرد متغیر دامی عدد یک، کاهش یا عدد منفی یک، و اگر از هیچ ابزار احتیاطی استفاده نشود مقدار صفر را به خود می‌گیرد. شاخص کل سیاست احتیاطی کلان برای هر یک از بخش‌های مسکن و غیر مسکن حاصل جمع متغیرهای دامی است. به علاوه، با تجمیع متغیرهای دامی ابزارهای خاص در هر کشور، شاخص‌های سیاست احتیاطی کلان مسکن و غیر مسکن ساخته می‌شود. همچنین از جمع شاخص‌های مسکن و غیر مسکن شاخص کل کلان احتیاطی به دست آمده است. نتایج نشان داد که شاخص‌های سیاست احتیاطی کلان (کل مسکن) اثر معنی‌داری روی رشد قیمت مسکن و کاهش رشد اعتبارات نداشته است. اما اتخاذ هم‌زمان سیاست‌های احتیاطی کلان و سیاست پولی توانسته است رشد اعتبارات و به تبع آن رشد قیمت مسکن را مهار کند. مع‌هذا، مقایسه ضرایب نشان می‌دهد که اثر این ابزارها بر رشد اعتبارات بیشتر از رشد قیمت مسکن بوده است. این نتیجه که هم‌راستا با نتایج سایر تحقیقات از جمله وندن بیچ و همکاران (۲۰۱۲)، کاتنر و شیم (۲۰۱۳)، بیرن و فریدریچ (۲۰۱۴)، برونو و همکاران (۲۰۱۷) است، نشان داد که کارایی سیاست‌های احتیاطی کلان در کنترل رشد اعتبارات بیشتر از کاهش قیمت مسکن است. از طرف دیگر سیاست‌های پولی در تعامل با سیاست‌های احتیاطی غیر اعتبارات و در تعامل با سیاست‌های احتیاطی بخش مسکن در کنترل قیمت مسکن مؤثرتر بوده‌اند. به عبارت دیگر سیاست‌های احتیاطی که بخش مسکن را هدف قرار داده‌اند سیاست‌های مؤثرتری در مهار قیمت مسکن بوده‌اند. این در حالی است که برای کاهش رشد اعتبارات سیاست‌های احتیاطی غیر مسکن مؤثرتر بوده است.

طبقه بندی JEL: F41, F44, G15, E32.

واژه‌های کلیدی: قیمت مسکن، سیاست‌های احتیاطی کلان، روش گشتاور تعمیم یافته

---

<sup>۱</sup> Tightening

<sup>۲</sup> Easing

<sup>۳</sup> Akinci and Rumsey