

Interactive Relationships Between Fiscal Policy Volatility, Financial Deepening, and its Volatility

Hamid Lalkhezri^{*}, Malihe Ashena^{}**

Saleh Taheri Bazkhaneh^{*}**

Abstract

Changes in fiscal policies can lead to fluctuations in economic and financial indicators. In this context, examining the dynamic relationship between fiscal policy volatility, financial deepening, and its instability is particularly important for developing economies like Iran. Understanding the dynamics of this relationship and their mutual impacts is crucial for policymakers to make informed decisions and steer the economy toward stability. This study employs the Time-Varying Parameter Vector Autoregression (TVP-VAR) econometric method, focusing on Iran's economy, to analyze the dynamic relationship between fiscal policy volatility, financial deepening, and its instability during the period 1973–2021. The findings indicate that financial deepening, especially in the mid-2010s, can exacerbate financial sector instability and fiscal policy volatility. Conversely, fiscal policy volatility, notably in the mid-1990s and 2010s, hinders financial deepening. Additionally, the results reveal a bidirectional relationship between fiscal policy volatility and the instability of financial deepening, particularly during the periods 1976–1986 and the 2010s. Therefore, adopting predictable and stable fiscal policies can prevent the intensification of instabilities in the financial deepening process and

^{*} Assistant Professor of Economics, Department of Accounting, Faculty of Humanities, Bozorgmehr University of Qaenat, Qaen, Iran (Corresponding Author), H.lalkhezri@buqaen.ac.ir

^{**} Associate Professor of Economics, Department of Accounting, Faculty of Humanities, Bozorgmehr University of Qaenat, Qaen, Iran, Ashena@buqaen.ac.ir

^{***} Assistant Professor, Department of Economics, University of Guilan, Guilan, Iran, saleh.taheri@guilan.ac.ir

Date received: 27/03/2025, Date of acceptance: 04/10/2025



create a conducive environment for the healthy and sustainable development of Iran's financial sector. This study, by providing empirical evidence and utilizing the TVP-VAR method, contributes to a better understanding of the complexities of policymaking in the realm of fiscal policy and financial development.

Keywords: Fiscal Policy Volatility, Economic Development, Financial Deepening, Financial Instability, TVP-VAR Method.

JEL Classification: H39, E62, E63.

پیوندهای تعاملی میان نوسان سیاست مالی، تعمیق مالی و نوسان آن^۱

حمید لعل خضری*

ملیحه آشنا**، صالح طاهری بازخانه***

چکیده

تغییرات در سیاست‌های مالی، ممکن است به تغییرات شاخص‌های اقتصادی و مالی منجر شود. در این راستا، بررسی رابطه پویا بین نوسانات سیاست مالی، تعمیق مالی و بی‌ثباتی آن، به‌ویژه در اقتصادهای در حال توسعه مانند ایران، از اهمیت بالایی برخوردار است. درک پویایی‌های این ارتباط و چگونگی تأثیر متقابل آن‌ها بر یکدیگر، برای سیاست‌گذاران در جهت اتخاذ تصمیمات مناسب و هدایت اقتصاد به سوی ثبات نقش بسزایی دارد. این مطالعه با بهره‌گیری از روش اقتصادسنجی TVP-VAR و تمرکز بر اقتصاد ایران، به واکاوی ارتباط پویا میان نوسان سیاست مالی، تعمیق مالی و بی‌ثباتی آن طی دوره ۱۴۰۰ - ۱۳۵۲ می‌پردازد. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که تعمیق مالی، به‌ویژه در اواسط دهه‌ی ۱۳۹۰، می‌تواند به بی‌ثباتی بیشتر بخش مالی و نوسانات سیاست‌های مالی دامن بزند. از سوی دیگر، نوسانات سیاست مالی، به‌طور مشخص در اواسط دهه‌ی ۱۳۷۰ و دهه‌ی ۱۳۹۰، مانع از تعمیق مالی می‌شود. همچنین، یافته‌ها حاکی از یک رابطه‌ی دو سویه میان نوسان سیاست مالی و بی‌ثباتی تعمیق مالی به‌ویژه در دوره‌های ۱۳۵۵-۱۳۶۵ و دهه‌ی ۱۳۹۰ است. بر این اساس، اتخاذ سیاست‌های مالی پیش‌بینی‌پذیر و باثبات، از تشدید بی‌ثباتی‌های

* استادیار اقتصاد، گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه بزرگمهر قائنات، قائن، ایران (نویسنده

مسئول)، H.lalkhezri@buqaen.ac.ir

** دانشیار اقتصاد، گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه بزرگمهر قائنات، قائن، ایران،

Ashena@buqaen.ac.ir

*** استادیار گروه اقتصاد، دانشگاه گیلان، گیلان، ایران، Saleh.taheri@guilan.ac.ir

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۱/۰۷، تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۷/۱۲



فرآیند تعمیق مالی جلوگیری کرده و زمینه‌ی مناسب را برای توسعه‌ی سالم و پایدار بخش مالی در اقتصاد ایران فراهم می‌کند. این مطالعه با ارائه‌ی شواهدی تجربی و با استفاده از روش خودرگرسیون برداری با پارامترهای زمانی پویا، به درک بهتر از پیچیدگی‌های سیاست‌گذاری در حوزه‌ی سیاست مالی و توسعه مالی کمک می‌کند.

کلیدواژه‌ها: نوسان سیاست مالی، توسعه اقتصادی، تعمیق مالی، بی‌ثباتی مالی، روش TVP-VAR.

طبقه‌بندی JEL: H39, E62, E63

۱. مقدمه

سیاست مالی دولت به عنوان یکی از ابزارهای اصلی دولت برای تأثیرگذاری بر فعالیت‌های اقتصادی، می‌تواند منجر به تغییرات در شاخص‌های اقتصادی شود. این تغییرات در مواردی که سیاست مالی دولت به صورت غیرمنظم یا نامتوازن اجرا شود، ممکن است به بی‌ثباتی سیستم مالی منجر شود. همانطور که بلانچارد (Blanchard) (۲۰۱۶) پیشنهاد کرده است، آثار سیاست مالی دولت بسیار گسترده بوده و باید با جدیت بیشتری بررسی شود. بانک‌های مرکزی عمدتاً بر کنترل فشارهای تورمی متمرکز شده‌اند، و کمتر به اهداف توسعه و ثبات مالی توجه می‌کنند. درحالی که، لزوم لحاظ سیستم مالی در سیاست‌گذاری‌ها و ایفای نقش عمده در سیاست‌های تثبیت مالی دولت باید مورد توجه قرار گیرد (Blanchard & Summers, 2020: 125). نوسان سیاست مالی دولت با افزایش ریسک اقتصادی و بی‌ثباتی در انتظارات سرمایه‌گذاران، تصمیمات پس‌انداز را تحت تأثیر قرار داده و این امر می‌تواند موجب کاهش نقدینگی در سیستم بانکی، تغییر روند توسعه مالی، و بی‌ثباتی مالی شود. همچنین، نوسان سیاست مالی زمانی که دولت‌ها از بانک‌ها به عنوان منبع تأمین مالی کسری بودجه استفاده می‌کنند شاخص‌های توسعه مالی و بی‌ثباتی آن را تشدید می‌کند (Furceri & Zdzienicka, 2012).

بر اساس ادبیات اقتصادی، تصمیم‌های اقتصادی و رویکردهای سیاستی دولت می‌تواند اثرات مستقیم و غیرمستقیمی را بر بخش مالی در پی داشته باشد. زیرا در حالی که در کشورهای در حال توسعه، دولت‌ها نقش مستقیمی را در تأمین خدمات مالی بر عهده دارند، در کشورهای توسعه‌یافته نیز علی‌رغم پایین بودن درصد مالکیت دولتی بانک‌ها، همچنان دولت‌ها مسئولیت مستقیم تنظیم مقررات و نظارت بر بانک‌ها و مؤسسه‌های مالی خصوصی

پیوندهای تعاملی میان نوسان سیاست مالی، ... (حمید لعل خضری و دیگران) ۲۰۷

را برعهده داشته و بر نتایج کارکرد این مؤسسه‌ها نظارت دارند. در کنار نقش تنظیم مقررات مالی و سایر سیاست‌های مستقیم دولت در ارتباط با بخش مالی در یک کشور، دولت‌ها با حضور خود در انواع بازارها از جمله بازارهای اعتباری پول و سرمایه نیز می‌توانند باعث توسعه یا عدم توسعه بخش مالی در اقتصاد گردند (سلمانی و همکاران، ۱۳۹۴: ۹۸).

توسعه مالی سیاست‌ها و نهادهایی را در بر دارد که به واسطه‌گری مالی موثر و دسترسی عمیق و گسترده به منابع مالی منجر می‌شود (مجمع جهانی اقتصاد (World Economic Forum, 2012)). تعمیق مالی یکی از شاخص‌های توسعه مالی است که افزایش اندازه و نفوذ نظام مالی را نشان می‌دهد و با گسترش فعالیت نهادهای مالی، متنوع سازی ریسک و تخصیص بهینه سرمایه را در بر دارد و توسعه اقتصادی را سرعت می‌بخشد (Sahay et al., 2015). توسعه مالی با بهبود کارایی و عمق سیستم‌های مالی از طریق ایجاد نهادهای مالی، بازارهای سرمایه و ابزارهای مالی پیشرفته، می‌تواند تأثیر مهمی در کاهش نوسانات و ایجاد ثبات اقتصادی داشته باشد. توسعه مالی با تسهیل تأمین مالی، کاهش هزینه‌های مبادلاتی، و بهبود مدیریت ریسک، توانایی اقتصاد را در مقابله با شوک‌های داخلی و خارجی افزایش می‌دهد و در نهایت می‌تواند موجب کاهش بی‌ثباتی نوسان سیاست مالی دولت شود (Ma & LV, 2023). با توجه به نوسانات شاخص‌های اقتصادی در ایران طی ۵ دهه گذشته، رابطه بین عمق بخش مالی و رشد اقتصادی تحت تاثیر نوسانات اقتصادی خواهد بود (دودانگه و همکاران، ۱۴۰۲: ۹۱). به طور کلی، سیاست‌های مالی دولت که بدون توجه به وضعیت سیستم مالی اجرا شوند، نیز می‌توانند پیامدهای منفی زیادی در فرایند توسعه مالی داشته باشند.

همچنین، بی‌ثباتی شاخص‌های توسعه مالی بر نوسان سیاست مالی دولت نیز اثرگذار است و این اثر به چرخه مالی بستگی دارد. به طوری که اثر نامطلوب بی‌ثباتی توسعه مالی بر اعمال سیاست‌های مالی دولت در مرحله عادی چرخه مالی کاهش می‌یابد، اما در دوره‌های انبساط، رکود و بحران بیشتر می‌شود (ما و لو، ۲۰۲۳). سیاست‌گذاران به منظور کنترل محیط اقتصادی، مناسب است به تأثیر بی‌ثباتی مالی، رکود مالی و بحران مالی بر رفتار سیاست‌های بودجه‌ای دولت توجه داشته باشند. بنابراین، این موضوع مهم است که چگونه سیاست مالی در شرایط مختلف اقتصادی و مالی اجرا می‌شود (Ferraresi et al., 2015; Fetai, 2013).

بنابراین، روابط بین نوسانات سیاست مالی، توسعه مالی و بی‌ثباتی آن از موضوعات مهم اقتصادی است که نقش تعیین‌کننده‌ای در رشد و توسعه اقتصادی پایدار دارد. با این حال، ارتباط میان این عوامل دو سویه و پیچیده است. در حالی که توسعه مالی می‌تواند تأثیرات منفی نوسانات سیاست مالی دولت را کاهش دهد، بی‌ثباتی آن می‌تواند اثر مثبت توسعه مالی را محدود کرده و اثربخشی سیاست‌های مالی دولت را تضعیف کند. بدین منظور شاخص نوسان تعمیق مالی نیز به عنوان معیاری از وضعیت بی‌ثباتی مالی در نظر گرفته شده است. به این دلیل، درک تعاملات بین این سه مفهوم برای سیاست‌گذاران و اقتصاددانان از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است، زیرا می‌تواند راهکارهایی برای دستیابی به ثبات و رشد پایدار اقتصادی ارائه دهد.

مطالعه روابط شاخص‌های بیان شده در ایران به دلیل ویژگی‌های اقتصادی و چالش‌های موجود، از قبیل وابستگی بالای بودجه دولت به منابع نفتی و نوسانات درآمدی آن (توکل و همکاران، ۱۳۹۶)، عمق کم بازارهای مالی (Saber et al., 2024)، و بی‌ثباتی مالی شدید (کشاورز و رضایی، ۱۴۰۰)، از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است. با وجود تعدد شاخص‌های توسعه مالی (نظیر دسترسی مالی، کارایی مالی، ثبات مالی و ...)، تمرکز این مطالعه بر شاخص تعمیق مالی به دلیل نقش مهم آن بوده است. با توجه به ماهیت ساختاری نظام مالی ایران و بانک‌محور بودن آن، تعمیق مالی که عمدتاً از طریق شاخص‌هایی مانند نسبت نقدینگی به یا نسبت اعتبارات بانکی به بخش خصوصی به تولید ملی سنجیده می‌شود، بازتاب‌دهنده مناسبی از ظرفیت بالفعل و بالقوه نظام مالی در راستای رشد اقتصادی است. همچنین، به دلیل کاربردپذیری سیاستی و راهبردی، با توجه به نتایج مبتنی بر تعمیق مالی می‌توان توصیه‌های مشخصی درباره‌ی بهبود دسترسی به تسهیلات بانکی، اصلاح ساختار نقدینگی یا توسعه بازارهای مالی ارائه داد.

در شرایطی که ارتباط نوسانات سیاست مالی دولت و شاخص‌های مالی کمتر مورد توجه قرار گرفته، این مقاله تلاش می‌کند با تحلیل هم‌زمان نوسانات سیاست مالی، تعمیق مالی و نوسان تعمیق مالی درک نوینی از پیوند پویای تعامل این متغیرها ارائه دهد. در برخی مطالعات پیشین رابطه تعمیق مالی و نوسانات متغیرهای اقتصادی و نیز اثر نوسانات سیاست‌های اقتصادی بر ثبات مالی بررسی شده است (قاسمی و نظری، ۱۳۹۵؛ هادیان و درگاهی، ۱۳۹۶). با این وجود، با توجه به فقدان مطالعات در مورد ارتباط تعمیق مالی و نوسانات سیاست مالی دولت در ایران، این مقاله تلاش می‌کند تا با بررسی روابط نوسانات

پیوندهای تعاملی میان نوسان سیاست مالی، ... (حمید لعل خضری و دیگران) ۲۰۹

سیاست مالی، تعمیق مالی، و بی ثباتی آن این شکاف را پر کند. بنابراین، با استفاده از داده‌های سالانه طی دوره ۱۳۵۲-۱۴۰۰ و با استفاده از الگوی TVP-VAR (Time-Varying Parameter Vector Autoregression) روابط بین این متغیرها بررسی می‌شود. نوسان نسبت کسری بودجه به GDP به عنوان شاخص نوسان سیاست مالی دولت، نسبت اعتبارات بخش خصوصی به GDP به عنوان شاخص تعمیق مالی و نوسان آن به عنوان شاخص بی ثباتی تعمیق مالی در نظر گرفته شدند. در ادامه مقاله در بخش دوم مبانی نظری بیان می‌شود. در بخش سوم و چهارم روش پژوهش و نتایج تجربی بیان می‌شود. در بخش پنجم نتیجه ارائه می‌شود.

۲. مبانی نظری

۱.۲ نوسان سیاست مالی و تعمیق مالی

توسعه مالی به معنای بهبود عملکرد نهادها و بازارهای مالی است که با کاهش هزینه‌های معاملاتی و بهبود تخصیص منابع بر جریان وجوه مالی اثر می‌گذارد (Demirguc-Kunt and Levinem, 1996) و نقش مهمی در رشد اقتصادی دارد. پیشرفت‌ها در بازار مالی از طریق ارائه خدمات مالی و توزیع بهینه منابع مالی بر رشد اقتصادی و رشد بخش‌های مختلف اقتصاد اثر خواهد گذاشت (Svirydenka, 2016; Sehwat & Giri, 2016).

تجربه نشان داده است که سیستم‌های مالی کم عمق در کشورهایی که اقتصاد در حال توسعه و درآمد پایین دارند، باعث می‌شود خانوارها، شرکت‌ها و دولت ابزار کافی برای مقابله با شوک‌ها، حوادث پیش‌بینی نشده و نوسان‌های درآمدی را در اختیار نداشته و بیشتر تحت تأثیر شوک‌های اقتصادی قرار می‌گیرند. در چنین شرایطی متغیرهای کلان اقتصادی چنین کشورهایی با تلاطم بیشتری مواجه خواهند شد. تعمیق مالی باعث می‌شود شوک‌های وارده به اقتصاد به صورت کاراتری جذب و اثر این شوک‌ها بر اقتصاد بهتر دفع می‌گردد و اقتصاد با بی ثباتی کمتری مواجه خواهد شد (قاسمی و نظری، ۱۳۹۵).

تعمیق مالی می‌تواند با تقویت مکانیزم تخصیص منابع، به کاهش تأثیر شوک‌های اقتصادی کمک کنند و نوسانات اقتصادی و اثرات منفی سیاست‌های مالی دولت را کاهش دهند (Shaw, 1973). به طور کلی، توسعه مالی می‌تواند بی ثباتی‌های ناشی از سیاست‌های مالی نامنسجم یا چرخه‌های اقتصادی را کاهش دهد. نقش بالقوه تعمیق مالی در تأثیرگذاری

بر نوسانات از کانال‌های مختلفی اثرگذار است. به عنوان مثال، کسری‌های مالی دولت باید از طریق منابع مالی تامین شود، که در دسترس بودن آن تا حد زیادی به سطح توسعه و تعمیق مالی بستگی دارد (Ma & LV, 2023). همچنین، در زمان بی‌ثباتی مالی، چرخه تجاری وارد مرحله عدم اطمینان می‌شود که معمولاً منجر به افزایش نوسانات سیاست مالی دولت می‌شود (International Monetary Fund, 2025). علاوه بر این، در کشورهای دارای بازارهای مالی توسعه نیافته، دولت‌ها معمولاً بیشتر به ابزارهای سیاستی پرنوسان، مانند افزایش ناگهانی مخارج یا بدهی، متوسل می‌شوند (Fatas and Mihov, 2006). بر این اساس تعمیق مالی کاهش نوسان سیاست مالی دولت را در بر دارد.

ثبات در سیاست مالی دولت یکی از عوامل کلیدی در ایجاد محیطی مناسب برای توسعه مالی به شمار می‌رود. ثبات سیاست‌های مالی منجر به کاهش عدم اطمینان در اقتصاد می‌شود و سرمایه‌گذاران را به سرمایه‌گذاری در بخش مالی تشویق می‌کند (آشنا و لعل خضری، ۱۳۹۹). در حالی که تغییرات ناگهانی و غیرقابل پیش‌بینی در سیاست‌های مالی دولت، می‌تواند منجر به افزایش ریسک سرمایه‌گذاری و کاهش تمایل سرمایه‌گذاران به ورود به بازارهای مالی و کاهش منابع مالی شود. در مقابل، نوسانات شدید در سیاست مالی می‌تواند منجر به بی‌اعتمادی و رفتارهای ریسک‌گريزانه شوند. به عنوان مثال، تغییرات پیش‌بینی‌ناپذیر در نرخ مالیات یا مخارج دولت ممکن است باعث کاهش سرمایه‌گذاری در ابزارهای مالی شود و در نتیجه توسعه مالی را محدود کند (Afonso & Furceri, 2010: 517). به طور کلی رابطه میان نوسان سیاست مالی و توسعه مالی، می‌تواند هم مثبت و هم منفی باشد و به عوامل مختلفی از جمله نوع سیاست مالی، شرایط اقتصادی، ساختار نهادی و ظرفیت‌های جذب سرمایه‌گذاری کشور بستگی دارد.

۲.۲ نوسان سیاست مالی و بی‌ثباتی تعمیق مالی

بر اساس نظریه کینز (۱۹۳۶) سیاست‌های مالی (مانند مخارج دولت و مالیات‌ها) نقش مهمی در تثبیت اقتصادی دارد. بر اساس این دیدگاه، استفاده از سیاست‌های مالی انبساطی یا انقباضی می‌تواند بر نوسانات تولید و اشتغال تأثیر بگذارد. با این حال، اجرای غیرکارشناسی سیاست‌های مالی می‌تواند به افزایش بی‌ثباتی سایر متغیرها منجر شود.

رابطه بین ثبات سیستم مالی و ثبات اقتصاد کلان به عنوان موضوعی مهم در برخی مطالعات مورد تأکید قرار گرفته است. بازار مالی رابطه‌ای متقابل با بخش‌های واقعی اقتصاد

دارد و به عنوان عاملی مهم در تعادل عمومی اقتصاد محسوب می شود (هادیان و درگاهی، ۱۳۹۶). شوک های ناشی از نوسانات قیمت نفت و سیاست های مالی می توانند به بحران های مالی و اقتصادی منجر شوند (Van der Ploeg & Poelhekke, 2009). این دیدگاه در ادبیات مربوط به اقتصادهای وابسته به منابع طبیعی، مانند ایران، اهمیت ویژه ای دارد.

نسبت کسری یا مازاد بودجه به GDP معیاری برای سنجش سیاست مالی دولت است. سطح بالای کسری بودجه به طور مداوم می تواند نشان دهنده سیاست های مالی ناپایدار دولت باشد و منجر به افزایش بدهی دولت، تورم و بی ثباتی اقتصادی شود. نوسانات زیاد در سیاست مالی، به ویژه در اقتصادهای در حال توسعه، می تواند هزینه های تأمین مالی دولت را افزایش دهد (Talvi & Vegh, 2005).

از دیدگاه نظری، این رابطه از طریق چندین کانال مورد بررسی قرار گرفته است. نخست، نوسان سیاست مالی می تواند باعث افزایش ریسک اقتصادی و بی ثباتی در انتظارات سرمایه گذاران شود. در نتیجه تصمیمات پس انداز را تحت تأثیر قرار داده و این امر می تواند موجب کاهش نقدینگی در سیستم بانکی و افزایش ریسک های اعتباری شود. همچنین، تغییرات تعمیق مالی با تغییرات عرضه منابع مالی و اعتبارات بانکی به کاهش اعتماد به سیستم بانکی و مالی منجر شده که اثر منفی بر تولید، درآمد، و تخصیص بهینه منابع در اقتصاد خواهد داشت (Koong et al., 2017).

دوم، نوسان سیاست مالی دولت می تواند از طریق تأثیر بر سیستم بانکی به بی ثباتی تعمیق مالی دامن بزند. به ویژه زمانی که دولت ها از بانک ها به عنوان منبع تأمین مالی کسری بودجه استفاده می کنند، این شرایط در نهایت بی ثباتی مالی را تشدید می کند (Furceri & Zdzienicka, 2012).

از سوی دیگر، همانگونه که منسکی (Minsky) (۱۹۷۷) بیان می کند، سیستم های مالی در دوره های رشد اقتصادی به تدریج به سمت بی ثباتی حرکت می کنند. نوسانات سیاست مالی و ضعف در توسعه مالی می توانند این روند را تشدید کنند. در حالی که، در اقتصادهای با سیستم مالی توسعه یافته تر اثر بی ثباتی مالی بر نوسانات سیاست مالی کمتر خواهد بود (ما و لو، ۲۰۲۳). براساس برخی مطالعات، زمانی که چرخه مالی در حالت عادی قرار دارد، سیاستگذاران ممکن است رفتار احتیاطی بیشتری را در سیاست مالی دولت اعمال کنند (Ma & LV, 2023, Borio, 2014).

۳.۲ تعمیق مالی و نوسان آن

توسعه مالی با کاهش هزینه معاملات، شمول مالی و دسترسی به منابع مالی، و ایجاد پرتفوی متنوع، نقدینگی را افزایش داده و گسترش بازار سرمایه را به دنبال دارد (King & Levine, 1993) که می‌تواند بر ثبات مالی اثر گذارد. توسعه مالی و افزایش نسبت اعتبارات بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی (GDP) معمولاً با رشد اقتصادی و ارتقای بهره‌وری همراه است. با این حال، اگر این اعتبارات به درستی مدیریت نشود یا بیشتر به سمت فعالیت‌های غیرمولد (مانند سفته‌بازی یا دارایی‌های پرریسک) سوق پیدا کند، می‌تواند منجر به آسیب‌پذیری سیستم مالی و ایجاد بی‌ثباتی مالی شود (آشنا و لعل خضری، ۱۴۰۲). این موضوع به‌ویژه در اقتصادهایی که نظارت مالی ضعیف است یا بانک‌ها تمایل به اعطای اعتبارات غیرمسئولانه دارند، اهمیت بیشتری پیدا می‌کند. در چنین شرایطی، افزایش نسبت اعتبارات بخش خصوصی به GDP ممکن است زمینه‌ساز بحران‌های مالی و اقتصادی شود. نوسانات بالا در فرآیند تعمیق مالی می‌تواند باعث عدم اطمینان در بازارهای مالی شوند، که این امر ممکن است به کاهش سرمایه‌گذاری و منابع مالی منجر شود (Tong, et al., 2023).

۴.۲ پیشینه تحقیق

از منظر تاریخی و نهادی، ژیرون و کورآ (Girón & Correa) (۲۰۲۱) بیان می‌کنند که در دوران پس از بحران مالی و با عمیق‌تر شدن سیاست‌های ریاضتی و کنار گذاشته شدن اشتغال‌زایی به منظور پاسخگویی به کاهش کسری مالی دولت، بی‌ثباتی مالی عمیق‌تر می‌شود. در این شرایط، هماهنگی میان سیاست‌های اقتصادی برای کاهش بی‌ثباتی و حمایت از رشد اقتصادی از اهمیت بالایی برخوردار است. در همین راستا، تعمیق مالی که یکی از ابزارهای مؤثر در افزایش دسترسی به منابع مالی و بهبود تخصیص سرمایه است، با رشد اقتصادی همسو بوده و ارتباط تنگاتنگی با یکدیگر دارند (ابوترابی و همکاران، ۱۳۹۹).

در سطح گسترده‌تر و بررسی پیوند میان سیاست‌های کلان و توسعه اقتصادی پایدار، هادیان و تحویلی (۱۳۹۳) به اثر نوسانات سیاست مالی بر سرمایه‌گذاری بخش خصوصی تاکید کردند به طوری که نوسان مخارج دولت در کوتاه‌مدت و نوسان درآمدهای دولت در بلندمدت بر سرمایه‌گذاری اثر منفی دارد. از آنجا که سرمایه‌گذاری خصوصی یکی از عوامل

پیوندهای تعاملی میان نوسان سیاست مالی، ... (حمید لعل خضری و دیگران) ۲۱۳

کلیدی در رشد اقتصادی و ثبات مالی است، نتایج این مطالعه نیز بر اهمیت ثبات و انسجام در اجرای سیاست‌های مالی تأکید دارد. دینه و همکاران (Dinh et al.) (۲۰۲۴) رابطه بین ثبات مالی و توسعه اقتصادی پایدار را از منظر سیاست مالی و پولی در ۳۳ کشور در حال توسعه و ۷ کشور توسعه یافته در دوره ۲۰۰۵-۲۰۲۰ بررسی کردند. تحلیل‌ها بر اساس الگوی رگرسیون بیزی نشان دهنده اثر مثبت ثبات مالی بر توسعه پایدار در هر دو گروه از کشورها است. در حالی که ثبات مالی در محیط تورم بالا و افزایش عرضه پول در هر دو گروه کشورها با احتمال بالا اثر منفی بر توسعه پایدار می‌گذارد. هنگام در نظر گرفتن نقش سیاست مالی، ثبات مالی با احتمال بیش از ۹۹.۷٪ در هر دو گروه از کشورها اثر مثبت بر توسعه پایدار می‌گذارد.

در ادبیات پژوهش در راستای تبیین ارتباطات پیچیده میان سیاست‌های مالی، توسعه مالی و بی‌ثباتی مالی برخی مطالعات بر تعامل دوطرفه میان سیاست‌های مالی و فرآیندهای تأمین مالی تأکید داشته‌اند (Aghion et al., 2014, Obstfeld, 2013, B'en'etrix & Lane, 2010, Y'opez, 2018). آنیلا و سوزا (Agnello and Souza) (۲۰۱۴) و سویک و تکسوز (Cevik and Teksoz) (۲۰۱۴) بیان می‌کنند که عوامل مختلفی بر نوسان سیاست مالی اثر گذار است. در ادامه این جریان، ما و لو (۲۰۲۳) آثار توسعه مالی و بی‌ثباتی مالی بر نوسانات سیاست مالی را با استفاده از برآوردگر GMM بر اساس داده‌های تابلویی ۹۶ کشور بررسی کردند. نتایج نشان داد که سطوح بالاتر توسعه مالی با نوسانات سیاست مالی کمتر مرتبط است، در حالی که افزایش بی‌ثباتی مالی منجر به نوسانات بیشتر در سیاست مالی می‌شود.

در بررسی شرایط ثبات مالی، تعامل میان سیاست‌های اقتصادی و ثبات مالی در برخی مطالعات بررسی شده و به واکنش به موقع سیاست‌ها تأکید شده است (عرفانی و طالب بیدختی، ۱۳۹۶؛ باستان‌زاد و داودی، ۱۳۹۷؛ گودرزی فراهانی و همکاران، ۱۴۰۳). هادیان و درگاهی (۱۳۹۶) نقش سیاست‌های اقتصاد کلان در ثبات مالی را در یک الگوی تعادل عمومی پویای تصادفی بررسی کردند. بر اساس نتایج بخش حقیقی باثبات، بخش مالی باثبات را در بر خواهد داشت. همچنین، بر اساس این نتایج بیان شد که کاهش بی‌ثباتی مالی موجب ثبات سیاست‌های اقتصاد کلان می‌شود. سپس، تقی‌زاده و همکاران (۱۴۰۰) در ارزیابی ثبات مالی ایران تحت سیاست‌های کلان احتیاطی این نتیجه را بیان کردند که به منظور ثبات مالی و تنظیم ریسک‌پذیری بانک‌ها، باید سیاست کلان احتیاطی ضد چرخه تجاری به کارگرفته شود. در همین راستا، سنتینیو و همکاران (Centinaio et al.) (۲۰۲۴) تأثیر

تصمیمات دولت را بر بازارهای مالی برای ۱۱ اقتصاد منطقه یورو (از سال ۱۹۹۵ تا ۲۰۲۱) در کوتاه‌مدت با استفاده از مطالعه وقایع بررسی کردند. در یک الگوی TVP-FAVAR با یافتن یک واکنش مثبت (منفی) به اطلاعاتی‌های توسعه (ادغام) مالی در کوتاه مدت، تامین مالی قوی‌تر رابطه مستقیم بین سیاست‌های مالی و قیمت سهام و رابطه غیرمستقیم با بازده اوراق قرضه ۱۰ ساله را نشان می‌دهد.

مرور مطالعات فوق نشان می‌دهد که هرچند بخش قابل توجهی از پژوهش‌ها به بررسی روابط دوجانبه یا انفرادی میان متغیرهایی چون نوسان سیاست مالی، بی‌ثباتی مالی و توسعه مالی پرداخته‌اند، اما تعاملات پویای سه‌جانبه این متغیرها کمتر مورد توجه قرار گرفته است. این مقاله در تلاش است با تمرکز بر روابط متقابل و پویای میان نوسانات سیاست مالی، بی‌ثباتی مالی و تعمیق مالی، به درک عمیق‌تری از سازوکارهای انتقال اثر در چارچوب سیاست‌های کلان اقتصادی کمک کرده و خلأ موجود در ادبیات را پوشش دهد.

۳. روش پژوهش

۱.۳ محاسبه نوسان سیاست مالی

برای اندازه‌گیری نوسان سیاست مالی، انحراف معیار استاندارد چندساله از شاخص سیاست مالی مخارج دولت در نظر گرفته می‌شود. با این حال این رویکرد توسط اقتصاددانان به جهت اینکه مولفه‌های برونزا تغییرات سیاست مالی را متمایز نمی‌کند مورد انتقاد قرار می‌گیرد. برای متمایز کردن نوسانات سیاست مالی از روند تغییرات ناگهانی شرایط اقتصادی، ادبیات پیشین را دنبال می‌کنیم (مانند، وو Woo، ۲۰۱۱؛ آنجلو و سوزا Agnello and Souza، ۲۰۱۴؛ سویک و تکساز Cevik and Teksoz، ۲۰۱۴) و مولفه اختیاری سیاست مالی را استخراج می‌کنیم. به طور خاص برای ایجاد معیار سیاست مالی صلاحیدی، معادله زیر را تخمین می‌زنیم:

$$F_t = c + \alpha_1 F_{t-1} + \alpha_2 GAP_t + \alpha_3 Z_t + \xi_t^F \quad (1)$$

که در آن F_t نشان دهنده متغیر سیاست مالی (نوسان نسبت کسری بودجه به GDP)، GAP_t شکاف GDP، Z_t متغیرهای کنترلی مانند روند زمانی، تورم، C جز ثابت و ξ_t^F مولفه اختیاری سیاست مالی است. مطابق با فرمول (۱) سیاست مالی می‌تواند به سه جزء تجزیه شود: دائمی، اختیاری و نوسان. به استثنای جزء دائمی و اختیاری، باقیمانده‌ها (ξ_t^F) با

نوسان سیاست مالی مرتبط است. در این مطالعه برای متغیر سیاست مالی، از شاخص نسبت کسری بودجه به GDP استفاده شده است.

معادله (۱) با استفاده از روش حداقل مربعات معمولی تخمین زده شده است. در مرحله بعد، جز اختیاری (ξ_t^F) از روند تغییر باقیمانده‌ها با استفاده از روش فیلتر هودریک پرسکات (HP) محاسبه شده است. سپس نوسان سیاست مالی به صورت انحراف معیار استاندارد مقدار چرخه بدون روند باقیمانده‌ها (ξ_t^F) برای دوره‌های سه ساله متوالی همپوشانی از سال ۱۳۵۲ تا ۱۴۰۰ بدست آمده است. در نهایت برآورد مقداری از نوسان سیاست مالی (Vol_t^F) براساس مطالعه (Fatas and Mihov, 2006) برای دوره زمانی مورد نظر بدست آمده است.

۲.۳ تعمیق مالی و بی‌ثباتی آن

شاخص نسبت اعتبارات بخش خصوصی به GDP به عنوان معیاری برای تعمیق مالی در این تحقیق به کار گرفته شده است. برای اندازه‌گیری بی‌ثباتی آن، روش محاسبه انحراف معیار استاندارد متغیر تعمیق مالی در نظر گرفته شده است. مزیت این روش سادگی محاسبه آن است، اما جز دائمی و روند ذاتی در محاسبه متغیر سیاست مالی را نادیده می‌گیرد. روش دیگر، روشی انعطاف پذیر است که توسط گیلامونت-جنانی و پدار (Guillaumont-Jeanneney, & Kpodar (۲۰۱۱) پیشنهاد شده است که بی‌ثباتی مالی به صورت نوسان باقیمانده بدست آمده از رگرسیون زیر است:

$$FD_t = \theta_1 + \theta_2 T_t + \xi_t^{FD} \quad (2)$$

که در آن FD_t نشان دهنده متغیر عمق مالی (نسبت اعتبارات بخش خصوصی به GDP)، T_t جز زمانی و ξ_t^{FD} باقیمانده است. با توجه به مطالعه گیلامونت-جنانی و پدار (۲۰۱۱)، معادله فوق با روش حداقل مربعات معمولی (OLS) تخمین زده می‌شود. سپس همانند محاسبه نوسان سیاست مالی، بی‌ثباتی مالی نیز به صورت انحراف استاندارد جزء چرخه بدون روند باقیمانده‌ها (ξ_t^{FD}) برای دوره‌های سه ساله متوالی استخراج می‌شود. قابل ذکر است که این شاخص تنها یک تقریب جایگزین از بی‌ثباتی مالی است.

همانطور که مشاهده می شود روش دوم (گیلامونت-جنانی و پدار (۲۰۱۱)) از این جهت که تداوم و روند متغیر توسعه مالی را از محاسبه بی ثباتی مالی حذف می کند، برتری دارد.

۳.۳ مدل TVP-VAR

مدل خودرگرسیون برداری با پارامترهای قابل تغییر طی زمان بر خلاف مدل خودرگرسیون برداری امکان محاسبه ضرایب متغیر در طول زمان را فراهم می کند. مدل TVP-VAR (Time-Varying Parameters) دارای برتری ها و مزیت های زیادی نسبت به دیگر مدل های استفاده شده در مطالعات داخلی و خارجی است، به طوری که ضرایب تخمین آن ها می تواند در طول زمان تغییر کند. با توجه به این که سری های زمانی اقتصاد کلان دارای شکست های ساختاری و تغییرات سیکلی در طول زمان هستند؛ استفاده از ضرایب متغیر زمانی (TVP) منجر به نتایج دقیق تری می شوند (Del Negro and Otrok, 2008; Korobilis, 2013).

در مدل VAR با پارامترهای متغیر در زمان با نوسانات تصادفی که به وسیله پرمیسی (Primiceri) (۲۰۰۵) پیشنهاد داده شد، مدل را می توان با استفاده از زنجیره کارکوف مونت کارلو (Markov Chain Monte Carlo) (MCMC) در فضای استنباط بیزی تخمین زد. در ادامه مدل TVP-VAR را در قالب مدل های فضا-حالت بیان می کنیم و در نهایت، توضیحی کلی درباره روش بیزین بیان می شود، به منظور معرفی مدل TVP-VAR، ابتدا یک مدل VAR ساختاری را در نظر می گیریم که به صورت زیر نشان داده می شود:

$$Ay_t = Q_1 y_{t-1} + \dots + Q_p y_{t-p} + u_t, \quad T = p + 1. \quad (3)$$

که y_t نشان دهنده بردار $n \times 1$ متغیرهای مشاهده شده، A و $Q_1 \dots Q_p$ ماتریس $n \times n$ پارامترها و $u_t \sim (0, \Sigma_u)$ بردار $n \times 1$ شوک های ساختاری است که به صورت زیر نشان داده می شود:

$$\Sigma = \begin{bmatrix} \sigma_1 & 0 & \dots & 0 \\ 0 & \sigma_2 & \ddots & \vdots \\ \vdots & \ddots & \ddots & 0 \\ 0 & \dots & 0 & \sigma_n \end{bmatrix} \quad (4)$$

رابطه شبیه سازی بین شوک های ساختاری به شکل بازگشتی تعیین می شود، فرض کنید A یک ماتریس پایین مثلثی که عناصر روی قطر اصلی برابر با یک هستند:

$$A = \begin{bmatrix} 1 & 0 & \cdots & 0 \\ a_{2,1} & 1 & \ddots & \vdots \\ \vdots & \ddots & \ddots & 0 \\ a_{n,1} & \cdots & a_{n,m-1} & 1 \end{bmatrix} \quad (5)$$

در معادله (۳)، مشکل تعیین مقدار منحصر به فرد برای پارامترها در مدل وجود دارد؛ زیرا ضرایب مجهول هستند و متغیرها ممکن است هم زمان بر یکدیگر اثر بگذارند (بردین و ریلی، ۲۰۰۴). برای تخمین پارامترها، معادله (۳) را به صورت مدل VAR تعدیل شده، دوباره تصریح می کنیم.

$$y_t = B_1 y_{t-1} + \cdots + B_p y_{t-p} + A^{-1} \Sigma_t \varepsilon_t, \quad \varepsilon_t \sim (0, I_n). \quad (6)$$

در معادله (۶)، $B_i = A^{-1} Q_i$ برای $i = 1, \dots, p$ همچنین B را به عنوان یک سطر $B_1, \dots, B_n$ تعریف می کنیم تا الگوی تعدیل شده را به صورت زیر نشان دهیم:

$$y_t = X_t B + A^{-1} \Sigma_t \varepsilon_t \quad (7)$$

که در اینجا $X_t = I_n \otimes [1, y'_{t-1}, \dots, y'_{t-p}]$ و $\otimes$ نیز حاصلضرب کرونکر است. مطابق پرایمیری (۲۰۰۵) و ناکاجیما و واتاناب (Nakajima & Watanabe) (۲۰۱۱) فرض می کنیم که همه پارامترهای (B, A, Σ) در طی زمان تغییر می کنند؛ سپس معادلات (۶) و (۷) را مجدد به شکل زیر تصریح می کنیم:

$$y_t = B_1 y_{t-1} + \cdots + B_p y_{t-p} + \varepsilon_t, \quad \varepsilon_t \sim (0, \Phi_t) \quad (8)$$

$$y_t = X_t B + \varepsilon_t, \quad t = p+1, \dots, n. \quad (9)$$

y_t بردار $(k \times 1)$ از متغیرهای مشاهده شده است. $B_{1t}, \dots, B_{pt}$ بردار $(k \times k)$ است؛ همچنین Φ_t برابر با $\Phi_t = A_t^{-1} \Sigma_t A_t^{-1}$ است که A_t ماتریس پایین مثلثی با عناصر قطری برابر با یک و Σ_t نیز ماتریس قطری شامل انحراف معیار شوک های ساختاری است. X_t همان تعریف قبلی را دارد. همه پارامترها غیر متغیر در زمان هستند. B_t برداری سطری به صورت $B_{1t}, \dots, B_{pt}$ نیز بردار سطری از عناصر ماتریس A_t است. در نهایت عناصر بردار $X_t = (x_{1t}, \dots, x_{nt})$ را به صورت $x_{ji} = \log \sigma_{ji}$ تعریف می کنیم ($j=1, \dots, n$). فرض می شود که پارامترهای متغیر در زمان از یک فرایند گام تصادفی پیروی می کنند (Nakajima & Watanabe, 2011؛ پرایمیری، ۲۰۰۵).

$$B_t = B_{t-1} + v_t$$

$$a_t = a_{t-1} + \xi_t$$

$$x_t = x_{t-1} + \eta_t$$

$$\begin{pmatrix} \varepsilon_t \\ v_t \\ \xi_t \\ \eta_t \end{pmatrix} \sim N \left(0, \begin{pmatrix} I_n & 0 & 0 & 0 \\ 0 & \Sigma_B & 0 & 0 \\ 0 & 0 & \Sigma_a & 0 \\ 0 & 0 & 0 & \Sigma_X \end{pmatrix} \right) \quad (10)$$

در اینجا $t = p + 1, \dots, n$ است، همچنین $e_t = A_t^{-1} \Sigma_t \varepsilon_t$ است و I_n ماتریس واحدی با n عنصر است زمانی که Σ_a, Σ_B و Σ_X ماتریس‌های معین مثبت باشند. فرض می‌شود که ماتریس کوواریانس Σ_a و Σ_X قطری هستند در این ماتریس، شوک‌ها بین پارامترهای متغیر در زمان ناهمبسته هستند. همانطور که مشاهده می‌شود معادلات (۹) و (۱۰) در فرم فضا-حالت بیان شده‌اند. مدل‌های فضا-حالت شامل دو معادله است: یکی معادله حالت در اینجا معادله (۱۰) که معادله انتقال نیز نامیده می‌شود و دیگری معادله اندازه‌گیری. معادله اندازه‌گیری، معادله‌ای است که ارتباط بین متغیرهای مشاهده شده (داده‌ها) و متغیرهای مشاهده نشده را توصیف می‌کند و معادله حالت پویای متغیرهای حالت را نشان می‌دهد. مجموع این دو معادله، همان مدل فضا-حالت نامیده می‌شود. مطابق با ناکاجیما و مونه هیسا (Nakajima, J. & K. Munehisa) (۲۰۱۱)، فرض می‌کنیم که حالت برای پارامترهای متغیر در زمان برابر با $B_{p+1} \sim N(v_{\beta 0}, \Sigma_{\beta 0})$ و $a_{p+1} \sim N(v_{a 0}, \Sigma_{a 0})$ و $x_{p+1} \sim N(v_{x 0}, \Sigma_{x 0})$ هستند. همچنان که از مدل مشاهده می‌شود، تخمین مدل TVP-VAR با نوسانات تصادفی، شامل برآورد تعداد زیادی از پارامترها است؛ علاوه بر این وجود نوسانات تصادفی در مدل به دلیل انعطاف پذیری تابع راست نمایی تخمین را دشوار می‌کند (Peretti et al, 2012). برای رفع این مشکل، مدل TVP-VAR را با استفاده از روش استنباط بیزی (Bayesian Inference Methodology) و از طریق زنجیره مارکوف مونت کارلو (MCMC) تخمین می‌زنیم. با استفاده از الگوریتم MCMC، می‌توان توزیع پسین مشترک پارامترها را ارزیابی کرد در شرایطی که توزیع پیشین قبلاً تعیین شده‌اند.

۴. داده‌ها و نتایج تجربی

۱.۴ آزمون ریشه واحد

جدول شماره (۱)، به نتیجه آزمون ریشه واحد را برای متغیرهای نوسان سیاست مالی، بی‌ثباتی مالی و توسعه مالی اختصاص دارد. در جدول شماره (۱)، بررسی فرضیه وجود ریشه واحد به ناپایا بودن سری زمانی دلالت دارد.

پیوندهای تعاملی میان نوسان سیاست مالی، ... (حمید لعل خضری و دیگران) ۲۱۹

جدول ۱. آزمون ریشه واحد دیکی فولر تعیم یافته در حالت سطح
(با عرض از مبدأ و بدون روند)

نام متغیر	آماره آزمون	سطح احتمال	نتیجه
تعمیق مالی (نسبت اعتبارات بخش خصوصی به GDP)	- ۰/۶	۰/۸۶	ناپایا
بی ثباتی تعمیم مالی (نوسان نسبت اعتبارات بخش خصوصی به GDP)	- ۲/۲۹	۰/۱۸	ناپایا
نوسان سیاست مالی (نوسان نسبت کسری بودجه به GDP)	- ۳/۴۷	۰/۰۱	پایا

مقدار آماره بحرانی: ۲/۹۲- است.

منبع: یافته‌های تحقیق

نتایج به دست آمده نشان می‌دهد تنها نوسان سیاست مالی در حالت سطح پایا است و دو متغیر دیگر فاقد این ویژگی می‌باشند. این ناپایایی می‌تواند به دلیل شکست‌های ساختاری باشد، جدول (۲) آزمون ریشه واحد را با لحاظ شکست ساختاری برای دو متغیر توسعه مالی و بی ثباتی مالی گزارش کرده است.

جدول ۲. آزمون ریشه واحد با لحاظ شکست ساختاری

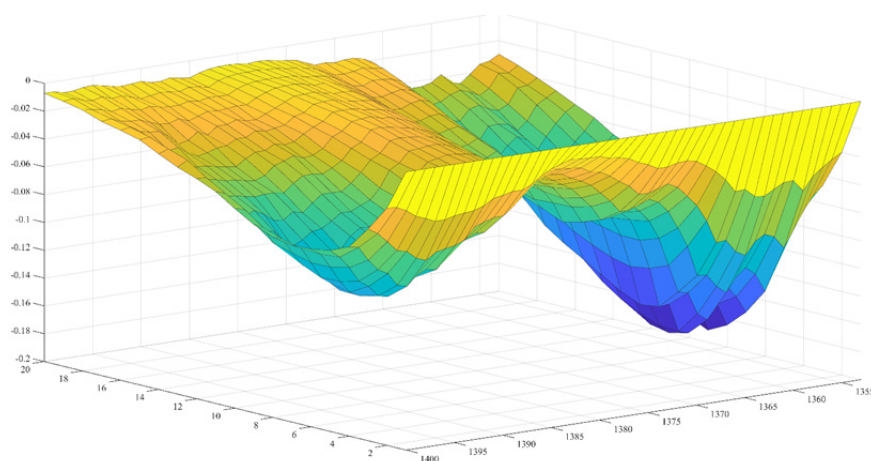
نام متغیر	نوع شکست (سال)	آماره آزمون	سطح احتمال	نتیجه
تعمیق مالی	عرض از مبدأ (۱۳۹۳)	- ۴/۵۸۴	۰/۰۳	پایا
بی ثباتی تعمیم مالی	عرض از مبدأ (۱۳۷۱)	- ۲۳/۶۸	۰/۰۰	پایا

منبع: یافته‌های تحقیق

نتیجه به دست آمده نشان می‌دهد دو متغیر توسعه مالی و بی ثباتی مالی نیز در حالت سطح پایا می‌باشند. از این رو، می‌توان از عدم برآورد رگرسیون جعلی اطمینان حاصل کرد.

۲.۴ برآورد الگو

۱.۲.۴ اثر نوسان سیاست مالی دولت بر تعمیق مالی



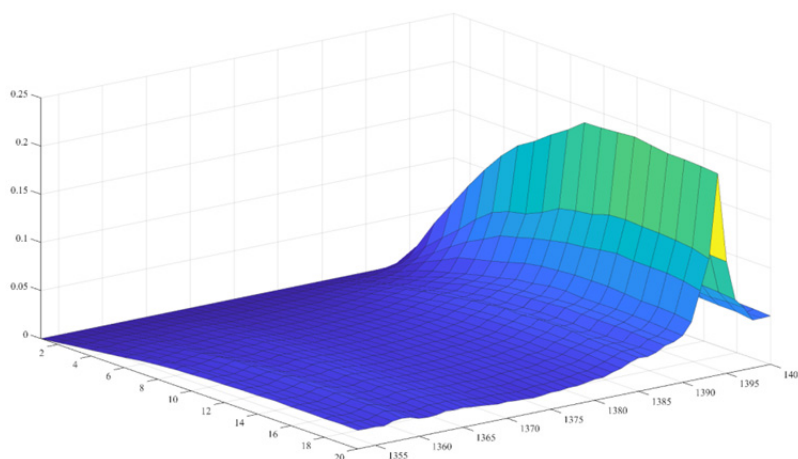
شکل ۱. واکنش تعمیق مالی نسبت به تکانه سیاست مالی دولت

(منبع: یافته‌های تحقیق)

نتایج به دست آمده نشان می‌دهد در طول دوره زمانی تحقیق واکنش تعمیق مالی به بی‌ثباتی سیاست مالی دولت همواره منفی است. با این توضیح که در دهه ۱۳۷۰ و در دهه ۱۳۹۰ از لحاظ شدت بیشتر می‌باشد. بنابراین، در اقتصاد ایران، تعمیق مالی به طور قابل توجهی تحت تاثیر سیاست‌های مالی قرار گرفته و این تاثیر در دوره‌هایی، به ویژه اواسط دهه ۱۳۷۰ و ۱۳۹۰، شدیدتر بوده است.

سیاست مالی دولت در صورتی که موجب نوسانات شدید در تخصیص منابع شود، می‌تواند مانع تعمیق مالی شود. نوسانات بودجه‌ای، به‌ویژه در اقتصادهای نفتی، با افزایش ریسک‌های محیط اقتصاد کلان و اختلال در سازوکارهای تامین مالی، موجب تضعیف اعتماد سرمایه‌گذاران نسبت به ثبات و پیش‌بینی‌پذیری سیاست‌های اقتصادی می‌شود (Aghion et al., 2014). این کاهش اعتماد، انگیزه ورود سرمایه‌های بلندمدت به بازارهای مالی را کاهش داده و در نهایت فرآیند تعمیق مالی را کند می‌کند. در مقابل، اجرای سیاست‌های مالی پایدار از طریق تقویت مکانیسم‌های بازار و تقویت اعتماد عمومی و ثبات مالی، مسیر تعمیق مالی را هموارتر می‌سازد.

۲.۲.۴ اثر تعمیق مالی بر نوسان سیاست مالی دولت



شکل ۲. واکنش نوسان سیاست مالی دولت نسبت به تکانه تعمیق مالی
(منبع: یافته‌های تحقیق)

تامین مالی کسری بودجه از طریق سیستم بانکی و بازار بدهی، منجر به رشد نقدینگی می‌شود. در شرایطی که ظرفیت تولید اقتصاد محدود است و عرضه کالاها و خدمات به اندازه کافی افزایش نمی‌یابد، این رشد نقدینگی به تشدید تورم منجر می‌شود. تورم بالا خود به بی‌ثباتی اقتصاد کلان و کاهش ارزش پول ملی دامن می‌زند و دولت را وادار به اتخاذ سیاست‌های انقباضی می‌کند که می‌تواند رکود اقتصادی را به دنبال داشته باشد.

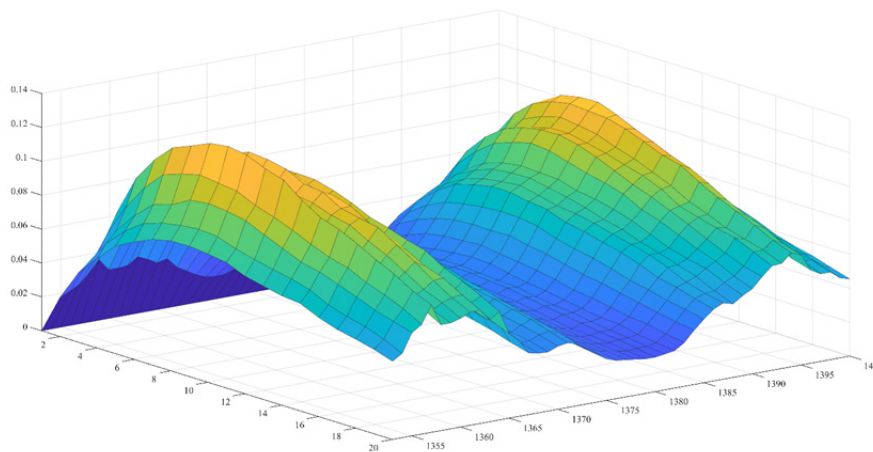
تعمیق مالی و نوسان سیاست مالی دولت رابطه‌ای پیچیده و چندوجهی دارند. برخی تحقیقات نشان داده‌اند که تعمیق مالی می‌تواند به کاهش نوسانات اقتصاد کلان کمک کند، اما این تأثیر تا یک آستانه مشخصی برقرار است و پس از آن ممکن است موجب افزایش نوسانات شود (قاسمی و نظری، ۱۳۹۵: ۳۱). تعمیق مالی در ابتدا باعث کاهش نوسانات اقتصاد کلان می‌شود، اما پس از رسیدن به یک سطح خاص، افزایش تعمیق مالی می‌تواند موجب بی‌ثباتی اقتصادی گردد.

۳.۲.۴ اثر نوسان سیاست مالی دولت بر بی‌ثباتی تعمیق مالی

شکل (۳) تأثیرپذیری بی‌ثباتی تعمیق مالی از نوسان سیاست مالی دولت را دوره زمانی تحقیق به تصویر کشیده است. نتایج نشان می‌دهند بخش مالی در پی افزایش نوسان سیاست مالی دولت، بی‌ثبات‌تر شده است. با این توضیح که در حد فاصل سال‌های ۱۳۶۵-۱۳۵۵ و هم چنین دهه ۱۳۹۰ این اثرگذاری شدیدتر می‌باشد.

در ایران، سیاست مالی به شدت تحت تأثیر درآمدهای نفتی قرار دارد. این درآمدها اغلب برای مخارج جاری دولت استفاده شده‌اند، به جای آنکه به‌عنوان محرکی برای توسعه مالی و سرمایه‌گذاری مولد به کار گرفته شوند. این امر باعث شده که سیستم مالی نتواند نقش مؤثری در رشد پایدار اقتصادی ایفا کند (محمدی و همکاران، ۱۳۹۲: ۱۵۳).

همچنین تغییرات در سیاست مالی، از جمله نحوه هزینه‌کرد دولت و میزان وابستگی به درآمدهای نفتی، تأثیر مستقیمی بر بازارهای مالی دارد. در ایران، نوسانات شدید سیاست‌های مالی باعث بی‌ثباتی در بازارهای مالی شده و توانایی جذب سرمایه‌گذاری را کاهش داده است، به عبارت دیگر سیاست‌های مالی ناپایدار موجب تضعیف بخش مالی و افزایش بی‌ثباتی آن شده است.

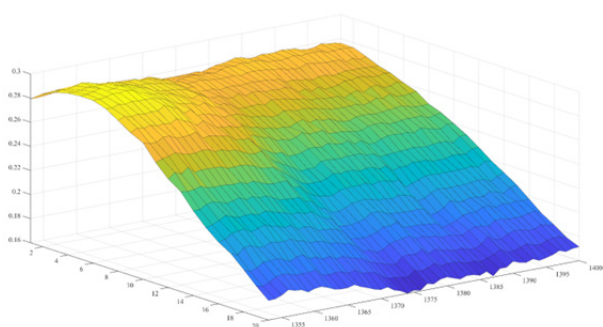


شکل ۳. واکنش بی‌ثباتی تعمیق مالی نسبت به تکانه سیاست مالی دولت
(منبع: یافته‌های تحقیق)

پیوندهای تعاملی میان نوسان سیاست مالی، ... (حمید لعل خضری و دیگران) ۲۲۳

۴.۲.۴ اثر بی ثباتی تعمیق مالی بر نوسان سیاست مالی دولت

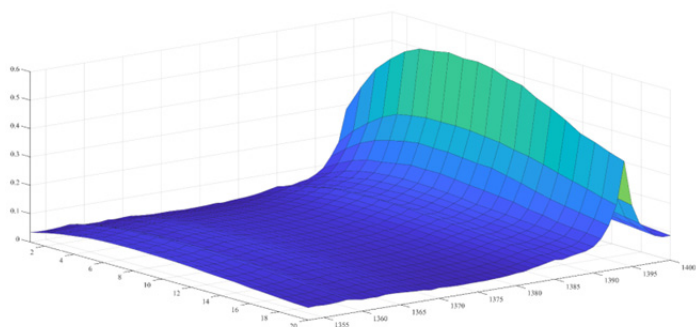
شکل شماره (۴) تأثیرپذیری نوسان سیاست مالی دولت از تکانه بی ثباتی تعمیق مالی را به تصویر کشیده است. طیف نتایج به دست آمده نوسان سیاست مالی با تکانه بی ثباتی تعمیق مالی افزایش می یابد.



شکل ۴. واکنش نوسان سیاست مالی دولت نسبت به تکانه بی ثباتی تعمیق مالی
(منبع: یافته های تحقیق)

نتیجه به دست آمده می تواند ناشی از ساختار بودجه ریزی (تمرکز و انعطاف پذیری اندک در برابر تکانه ها)، عدم شفافیت کامل سیاست مالی، نرخ های ارز چندگانه (اثرگذاری بر بودجه دولت) و عدم قاعده مندی سیاست های پولی و مالی باشد.

۵.۲.۴ اثر تعمیق مالی بر بی ثباتی تعمیق مالی



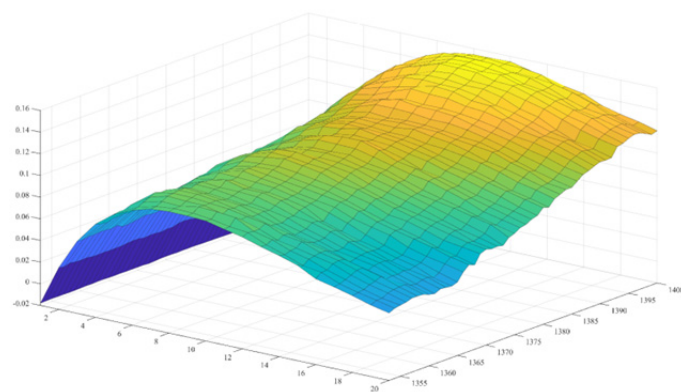
شکل ۵. واکنش نوسان تعمیق مالی نسبت به تکانه تعمیق مالی
(منبع: یافته های تحقیق)

شکل (۵) واکنش آنی بی‌ثباتی تعمیق مالی به تعمیق مالی را نشان می‌دهد. برآوردها حاکی از این است که بی‌ثباتی تعمیق مالی در ابتدای دوره زمانی تحقیق واکنش مثبت و ناچیزی در طول زمان داشته است. از اواسط دهه ۱۳۸۰، واکنش مذکور شدت یافته است. به طوری که در میانه دهه ۱۳۹۰ به مقدار اوج خود رسیده است.

تعمیق مالی، با فراهم کردن فرصت‌های متنوع و دسترسی به منابع مالی بیشتر، می‌تواند باعث افزایش ثبات مالی شود؛ زیرا ریسک‌ها پراکنده‌تر و مدیریت آن‌ها ساده‌تر می‌شود. ولی در مقابل اگر تعمیق مالی خیلی سریع و بدون نظارت کافی رخ دهد حتی می‌تواند ثبات مالی و تعمیق مالی را با نوسانات بیشتری رو به رو سازد و آن را تهدید کند. نتیجه به دست آمده با شرایط اقتصاد ایران و مطالعات انجام شده توسط تانگ و همکاران (۲۰۲۳) و آشنا و لعل خضری (۱۴۰۲) تطابق دارد.

۶.۲.۴ اثر بی‌ثباتی تعمیق مالی بر تعمیق مالی

طبق شکل شماره (۶)، بی‌ثباتی تعمیق مالی اثر مثبتی بر تعمیق مالی در اقتصاد ایران دارد.



شکل ۶. واکنش تعمیق مالی نسبت به تکانه بی‌ثباتی تعمیق مالی
(منبع: یافته‌های تحقیق)

با توجه به آن چه که در بخش مبانی نظری ذکر شد، نتیجه حاصله می‌تواند به دلایل زیر باشد:

مدیریت ریسک و افزایش تقاضا برای خدمات مالی پیچیده‌تر، نوآوری‌های ناشی از بی‌ثباتی مالی و همچنین افزایش آگاهی و سواد مالی.

۵. نتیجه گیری

بررسی رابطه بین سیاست‌های مالی دولت، تعمیق مالی و بی‌ثباتی آن می‌تواند به سیاست‌گذاران در طراحی و اجرای سیاست‌های اقتصادی مؤثر و تنظیم سیاست‌های پولی و مالی کمک کند. بنابراین، مناسب است که روابط متقابل سیاست‌های مالی دولت و تعمیق مالی و تأثیر آن بر بی‌ثباتی مالی مورد بررسی قرار گیرد. سیاست بودجه‌ای باثبات می‌تواند نوسانات اقتصادی را کاهش داده و با کاهش ریسک اقتصادی منابع مالی بیشتری را به بازارهای مالی تزریق کند و به تعمیق آن‌ها کمک کند. از طرف دیگر، ثبات روند تعمیق مالی تخصیص بهینه منابع و مدیریت ریسک را بهبود بخشیده و نیاز به اجرای سیاست‌های اضطراری دولت را کاهش دهد. همچنین، تعمیق مالی با فراهم سازی منابع مالی و افزایش شمول مالی و کاهش هزینه‌های مبادلاتی، می‌تواند به رشد و پایداری اقتصادی کمک کند.

یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد که رابطه‌ای پویا میان سیاست‌های مالی، تعمیق مالی و بی‌ثباتی مالی وجود دارد. نوسان سیاست‌های مالی، به‌ویژه در اقتصادهای وابسته به منابع طبیعی مانند ایران، در کنار ضعف ساختارهای مالی، نه تنها مانع تعمیق مالی می‌شوند بلکه از طریق ایجاد نوسانات کلان، به بی‌ثباتی مالی دامن می‌زند. در این چارچوب، نقش سیاست مالی باثبات و پیش‌بینی‌پذیر، به‌عنوان عامل محرک تعمیق و توسعه مالی، اهمیت بسزایی دارد. بر این اساس، دلالت‌ها و پیشنهادهای سیاستی زیر بر پایه نتایج پژوهش ارائه می‌شود:

- بی‌ثباتی سیاست مالی دولت و تعمیق مالی اثر متقابل و اغلب منفی بر یکدیگر دارند.

بر مبنای یافته‌های تجربی، نوسانات مکرر سیاست مالی در ایران (به‌ویژه ناشی از وابستگی به درآمدهای نفتی و ضعف در کنترل کسری بودجه) اثر منفی بر تعمیق مالی دارد. سیاست‌های مالی در ایران، به ویژه در دوره‌های بحران اقتصادی، مانند اواسط دهه‌های ۱۳۷۰ و ۱۳۹۰، باعث بی‌ثباتی اقتصاد کلان، افزایش تورم، کاهش اعتماد به سیستم مالی و کاهش سرمایه‌گذاری شده است که همگی از عوامل بازدارنده توسعه و تعمیق مالی هستند. برای بهبود شرایط توسعه مالی در ایران، لازم است که سیاست‌های مالی با هدف ثبات اقتصاد کلان، کنترل تورم و تقویت اعتماد به سیستم مالی طراحی و اجرا شوند. از طرف دیگر، تعمیق مالی با افزایش شمول مالی، کاهش هزینه‌های مبادلاتی، و بهبود تخصیص منابع، می‌تواند آسیب‌پذیری اقتصاد در برابر نوسانات اقتصادی را کاهش دهد. افزایش تعمیق مالی موجب کاهش وابستگی دولت به درآمدهای منابع طبیعی می‌شود، که از نوسانات شدید

سیاست‌های مالی جلوگیری می‌کند. برای تقویت تعمیق مالی، باید سیاست‌های مالی دولت از نوسانات درآمدی مستقل شوند و با شفافیت، انضباط بودجه‌ای و قواعد مالی پایدار، اعتماد سرمایه‌گذاران جهت جذب منابع مالی جلب شود.

- بی‌ثباتی سیاست مالی دولت و بی‌ثباتی تعمیق مالی اثر همسو بر یکدیگر دارند.

نوسان سیاست مالی دولت با ایجاد عدم اطمینان، تشدید چرخه‌های رونق و رکود، افزایش ریسک اعتباری، اختلال در بازارهای مالی، فشار بر بانک مرکزی و کاهش اعتبار دولت می‌تواند باعث بی‌ثباتی بخش مالی شود. یک سیاست مالی باثبات و قابل پیش‌بینی برای توسعه و ثبات بخش مالی ضروری است. نوسان سیاست مالی در اقتصاد ایران، به دلیل وابستگی به نفت، کسری بودجه ساختاری، دخالت دولت در بازارهای مالی، ضعف نظام بانکی، تحریم‌ها و تورم مزمن، تأثیر بیشتری بر بی‌ثباتی بخش مالی دارد. در دوره‌های ۱۳۵۵-۱۳۶۵ و دهه ۱۳۹۰، به دلیل عوامل خاص این دوره‌ها، مانند جنگ تحمیلی، تحریم‌های بین‌المللی و نوسانات شدید درآمدهای نفتی و نرخ ارز، نوسانات سیاست مالی دولت تأثیر شدیدتری بر بی‌ثباتی بخش مالی داشته است. این تجربه نشان می‌دهد که ثبات سیاسی و اقتصادی و همچنین سیاست‌های بودجه‌ای مناسب برای توسعه و ثبات بخش مالی ضروری هستند. برای کاهش این بی‌ثباتی، لازم است که اصلاحات ساختاری در اقتصاد ایران انجام شود، از جمله کاهش وابستگی به نفت، اصلاح ساختار بودجه، کاهش دخالت دولت در بازارهای مالی، تقویت نظام بانکی و کنترل تورم.

- تعمیق مالی و بی‌ثباتی آن رابطه تعاملی با یکدیگر دارند.

در شرایط فعلی اقتصاد ایران، تعمیق مالی بدون اصلاحات ساختاری و تقویت نظارت، می‌تواند به بی‌ثباتی مالی منجر شود. کنترل تورم، کاهش کسری بودجه، افزایش شفافیت، و تقویت نظارت بر بازارهای مالی، از جمله اقدامات ضروری برای کاهش ریسک بی‌ثباتی ناشی از تعمیق و توسعه مالی هستند. همچنین، توسعه متوازن بخش مالی و هدایت منابع به سمت بخش‌های مولد اقتصاد، می‌تواند به ثبات مالی کمک کند. بنابراین، پیشنهاد می‌شود سیاست‌هایی اتخاذ شود که دسترسی به تسهیلات بانکی را برای بخش‌های مولد اقتصاد، مانند صنایع کوچک و متوسط، افزایش دهد. این اقدام می‌تواند به تخصیص بهینه منابع و کاهش ریسک‌های ناشی از تمرکز اعتبارات در بخش‌های غیرمولد کمک کند.

پی‌نوشت

۱. این مقاله برگرفته از طرح پژوهشی با عنوان "روابط متقابل شوک‌های سیاست مالی، پایداری و توسعه مالی" مصوب شورای پژوهشی دانشگاه بزرگمهر قائنات به شماره ابلاغیه ۳۹۳۱۲ است. بدینوسیله از حمایت مالی دانشگاه بزرگمهر قائنات از این پژوهش، تقدیر و تشکر می‌نمایم

کتاب‌نامه

- ابوترابی، محمد علی، حاج امینی، مهدی و توحیدی، سحر. (۱۳۹۹). عملکرد سیستم مالی و رشد اقتصادی در ایران: برخی واقعیت‌های سبک وار، بررسی مسائل اقتصاد ایران، ۷(۲)، ۱-۳۱. DOI: 10.30465/ce.2020.6336
- آشنا، ملیحه، و لعل خضری، حمید. (۱۴۰۲). رابطه نااطمینانی بازار پول و ارز با بی‌ثباتی اقتصادی در ایران. نظریه های کاربردی اقتصاد، ۱۰(۳)، ۱۷۳-۲۰۰. DOI: 10.22034/econj.2023.56385.3191
- آشنا، ملیحه، و لعل خضری، حمید. (۱۳۹۹). همبستگی پویای شاخص نااطمینانی سیاست اقتصادی جهانی با نوسان بازارهای سهام، ارز و سکه در ایران: کاربرد الگوی M-GARRCH رهیافت DCC. مدل سازی اقتصادسنجی، ۵(۲)، ۱۷۲-۱۴۷. DOI: 10.22075/jem.2020.20667.1480
- باستان‌زاد، حسین، و داودی، پدرام. (۱۳۹۷). سیاست پولی بهینه و ثبات مالی در ایران با استفاده از رویکرد خودبازگشت برداری تحت سیاست. مدل سازی اقتصادسنجی، ۴(۱)، ۹۱-۵۷. DOI: 10.22075/jem.2019.17882.1317
- تقی زاده، حمید، شریفی رنانی، حسین، و قبادی، سارا. (۱۴۰۰). ارزیابی ثبات مالی در اقتصاد ایران تحت سیاست های پولی و کلان احتیاطی. فصلنامه علمی پژوهشی راهبرد اقتصاد، ۱۰(۳۶)، ۱۷۶-۱۴۵.
- توکلی، سپیده، هوشمند، محمود، سلیمی فر، مصطفی و گرجی، ابراهیم. (۱۳۹۶). بررسی اثر سیاست مالی به‌عنوان مکانیسم انتشار شوک‌های نفتی در اقتصاد ایران با استفاده از یک مدل خودرگرسیون برداری ساختاری. فصلنامه مطالعات اقتصادی کاربردی ایران، ۶(۲۲)، ۷۷-۹۸. DOI: 10.22084/aes.2017.12127.2312
- دودانگه، صدیقه، حسینی، سید شمس الدین، معمارنژاد، عباس و غفاری، فرهاد. (۱۴۰۲). توسعه مالی و رشد اقتصادی در شرایط شکست ساختاری: رهیافت علّیت گرنجر مارکوف سوئیچینگ. بررسی مسائل اقتصاد ایران، ۱۰(۱)، ۸۷-۱۱۷. DOI: 10.30465/ce.2023.42726.1829
- سلمانی، بهزاد، یآوری، کاظم، اصغرپور، حسین، سحابی، بهرام. (۱۳۹۴). اثرات انواع بدهی های دولت بر بازار سهام در ایران: ضرورت توسعه ابزارهای مالی اسلامی دولتی. فصلنامه بورس و اوراق بهادار، ۱۱(۴۲)، ۹۶-۱۳۵.
- قاسمی، عبدالرسول و نظری، صبا (۱۳۹۵). بررسی نقش تعمیق مالی بر تلاطم اقتصاد کلان. فصلنامه اقتصاد مالی، ۱۰(۳۵)، ۴۴-۲۷.

کشاوری، هادی، و رضایی، محمد. (۱۴۰۰). بی‌ثباتی سیاسی، مالی و اقتصادی در اقتصاد ایران: ابعاد و عوامل موثر بر آن. *مطالعات اقتصاد سیاسی بین‌الملل*، ۴(۲)، ۶۹۱-۷۲۴. DOI: 10.22126/ipes. 2022.6122.1348

گودرزی فراهانی، یزدان، مرسلی ارزق، زلیخا، و عباسی، ابراهیم (۱۴۰۳). تاثیر ثبات مالی بر سیاست پولی در کشورهای در حال توسعه: کاربرد مدل غیرخطی. تحلیل های اقتصادی توسعه ایران، ۱۰(۱)، ۲۶۹-۲۹۰. DOI: 10.22051/ieda.2024.46906.1413

عرفانی، علیرضا، و طالب بیدختی، ازاده (۱۳۹۶). بررسی نقش سیاست پولی و اهرم مالی بر ثبات مالی در اقتصاد ایران، فصلنامه مطالعات اقتصادی کاربردی ایران، ۶(۲۴)، ۷۵-۹۴. DOI: 10.22084/aes. 2017.14263.2505

محمدی، تیمور، ناظمان، حمید و خداپرست پیرسرایی، یونس. (۱۳۹۳). بررسی رابطه علیت پویای بین توسعه مالی، باز بودن تجاری و رشد اقتصادی؛ مقایسه موردی دو کشور نفتی ایران و نروژ. فصلنامه اقتصاد انرژی ایران، ۳(۱۰)، ۱۷۸-۱۵۱.

هادیان مهدی، و درگاهی، حسن. (۱۳۹۶). نقش سیاست‌های اقتصاد کلان در ثبات مالی اقتصاد ایران. *پژوهش‌های اقتصادی ایران*، ۲۲(۷۳)، ۴۵-۸۲. DOI: 10.22054/ijer.2018.8298

هادیان، ابراهیم، و تحویلی، علی. (۱۳۹۳). تأثیر نوسانات سیاست های مالی بر سرمایه گذاری بخش خصوصی در ایران. *فصلنامه مطالعات اقتصادی کاربردی ایران*، ۳(۱۲)، ۹۱-۱۱۰. https://aes.basu.ac.ir/article_1001.html

Afonso, A. and Furceri, D. (2010). Government Size, Composition, Volatility, and Economic Growth. *European Journal of Political Economy*, 26, 517-532. DOI:10.1016/j.ejpoleco.2010.02.002

Aghion, P., Hemous, D., & Kharroubi, E. (2014). Cyclical Fiscal Policy, Credit Constraints, and Industry Growth. *Journal of Monetary Economics*, 62, 41-58. DOI: 10.1016/j.jmoneco.2013.12.003

Agnello, L., & Souza, R. (2014). The Determinants of The Volatility of Fiscal Policy Discretion. *Fiscal Studies*, 35(1), 91-115. DOI: 10.1111/j.1475-5890.2014.12024.x

B'en'etrix, A., & Lane, P. (2010). Fiscal Shocks and the Sectoral Composition of Output. *Open Economies Review*, 21(3), 335-350. DOI:10.1007/s11079-009-9161-5

Blanchard, Olivier, and Lawrence Summers. (2020). Automatic Stabilizers in a Low-rate Environment. *American Economic Review Papers and Proceedings*, 110: 125-130. DOI: 10.1257/pandp.20201075

Blanchard, O. (2016). The State of Advanced Economies and Related Policy Debates: A Fall 2016 Assessment, *Policy Briefs PB16-14, Peterson Institute for International Economics*. [https://www.piie.com/publications/policy-briefs/st ... fall-2016-assessment \(text/html\)](https://www.piie.com/publications/policy-briefs/st...fall-2016-assessment(text/html))

Borio, C. (2014). The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learned? *Journal of Banking & Finance*, 45, 182-198. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2013.07.031

- Bredin, D., & O'Reilly, G. (2004). An Analysis of The Transmission Mechanism of Monetary Policy in Ireland. *Applied Economics*, 36(1), 49-58. DOI:10.1080/0003684042000177198.
- Centinaio, A., Pacocco, F., Serati, M., & Venegoni, A. (2024). Government Decisions and Macroeconomic Stability: Fiscal Policies and Financial Market Fluctuations. *International Review of Economics & Finance*, 96(A). DOI: 10.1016/j.iref.2024.103599
- Cevik, S., and Teksoz, K. (2014). Deep Roots of Fiscal Behavior. *Journal of Banking and Financial Economics*, 2(2):5-33. DOI:10.7172/2353-6845.jbfe.2014.2.1
- Demirguc-Kunt, A., & Levine, R. (1996). Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts, *World Bank Economic Review*, 10 (2), 291-321. https://mpira.ub.uni-muenchen.de/101855/1/MPRA_paper_101855.
- Del Negro, M., and Otrok, C. (2008). Dynamic Factor Models with Time-Varying Parameters: Measuring Changes in International Business Cycles, Staff Reports 326, Federal Reserve Bank of New York. DOI:10.2139/ssrn.1136163
- Dinh, L. Q., Oanh, T. T. K., & Ha, N. T. H. (2024). Financial Stability and Sustainable Development: Perspectives from Fiscal and Monetary Policy. *International Journal of Finance & Economics*, 24, 1–12. DOI:10.1002/ijfe.2981
- Fatas, A., & Mihov, I. (2006). The Macroeconomic Effects of Fiscal Rules in The US States. *Journal of Public Economics*, 90(1–2), 101–117. DOI: 10.1016/j.jpubeco.2005.02.005
- Ferraresi, T., Roventini, A., & Fagiolo, G. (2015). Fiscal Policies and Credit Regimes: A TVAR Approach. *Journal of Applied Econometrics*, 30(7), 1047–1072. <https://www.jstor.org/stable/26609075>
- Fetai, B. (2013). The Effectiveness of Fiscal and Monetary Policy during the Financial Crisis. *EAST-WEST Journal of Economics and Business*, 16(2), 53–66. DOI:10.1080/00036846.2012.736943
- Furceri, D., & Zdzienicka, A. (2010). The Consequences of Banking Crises for Public Debt, *International Finance*, 15(3), 289-307. DOI: 10.1111/j.1468-2362.2013.12003.x
- Girón, A., & Correa, E. (2021). Fiscal Stimulus, Fiscal Policies, and Financial Instability. *Journal of Economic Issues*, 55(2), 552–558. DOI:10.1080/00213624.2021.1915083
- Guillaumont-Jeanneney, S., & Kpodar, K. (2011). Financial Development and Poverty Reduction: Can There be a Benefit without A Cost? *Journal of Development Studies*, 47(1), 143–163. DOI: 10.1080/00220388.2010.506918
- International Monetary Fund. (2025). *Fiscal Monitor: Fiscal Policy under Uncertainty*. Washington, DC: International Monetary Fund. <https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2025/04/23/fiscal-monitor-April-2025>
- Keynes, J. M. (1936). The General Theory of Employment, Interest and Money. *New York, Harcourt, Brace. The Quarterly Journal of Economics*, 51(2), 209-223. DOI: 10.2307/1882087
- King, R. G., & Levine, R. (1993). Finance, Entrepreneurship and Growth. *Journal of Monetary Economics*, 32(3), 513-542. DOI: 10.1016/0304-3932(93)90028-E

- Koong S.S., Law S.H. and M.H. Ibrahim (2017). Credit Expansion and Financial Stability in Malaysia. *Economic Modelling*, No. 61, pp. 339-350. DOI: 10.1016/j.econmod.2016.10.013
- Korobilis, D. (2009). Assessing the Transmission of Monetary Policy Shocks using Dynamic Factor Models, Discussion Paper 9-14, and University of Strathclyde. Korobilis, Dimitris, Assessing the Transmission of Monetary Policy Shocks Using Dynamic Factor Models (August 24, 2009). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1461152> or DOI: 10.2139/ssrn.1461152
- Korobilis, D. (2013). Assessing the Transmission of Monetary Policy Shocks Using Time-varying Parameter Dynamic Factor Models. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, - (75): 157-179. DOI:10.1111/j.1468-0084.2011.00687.x
- Ma, Yong, Lv, Lin. (2023). Financial Development, Financial Instability, and Fiscal Policy Volatility: International Evidence. *The North American Journal of Economics and Finance*, 64, 101873. DOI:10.1016/j.najef.2022.101873
- Minsky H. P. (1977). A Theory of Systemic Fragility. In E. I. Altman, & A. W. Sametz (Eds.), *Financial Crisis: Institutions and Markets in a Fragile Environment*, 138-152. *New York: John Wiley and Sons*.
- Nakajima, J. & K. Munehisa. Toshiaki. W. (2011). Bayesian Analysis of Time-Varying Parameter Vector Autoregressive Model for The Japanese Economy and Monetary Policy. *Journal of The Japanese and International Economies*, 25(3), 225-245. DOI: 10.1016/j.jjie.2011.07.004
- Nakajima, J., & Watanabe, T. (2011). Bayesian Analysis of TimeVarying Parameter Vector Autoregressive Model with the Ordering of Variables for the Japanese Economy and Monetary Policy, 25(3), 225-245. DOI: 10.1016/j.jjie.2011.07.004
- Obstfeld, M. (2013). On Keeping Your Powder Dry: Fiscal Foundations of Financial and Price Stability, CEPR Discussion Paper No. DP9563, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2297202>
- PerettiLi, V., Gupta, R., & Inglesi-Lotz, R. (2012). Do House Prices Impact Consumption and Interest Rate in South Africa? Evidence from a Time-Varying Vector Autoregressive Model, Working Papers No 201216 from University of Pretoria, Department of Economics <https://EconPapers.repec.org/RePEc:pre:wpaper:201216>
- Primiceri. G. (2005). Time Varying Structural Vector Auto Regressions and Monetary Policy, *Review of Economic Studies* – (72): 821-852. DOI: 10.1111/j.1467-937X.2005.00353.x
- Saberi, E., Sabet, S. A. H., Razouh, M. S. and Hosseinpour, A. (2024). Analyzing the impact of financial repression policies and financial depth on macroeconomic variables in Iran: Simultaneous equations approach. *International Journal of Nonlinear Analysis and Applications*, 15(5), 155-168. doi: 10.22075/ijnaa.2023.29101.4060
- Sahay, R., Čihák, M., N'Diaye, P., Barajas, A., Bi, R., Ayala, D., Gao, Y., Kyobe, A., Nguyen, L., Saborowski, C., Svirydzenka, K., & Yousefi, S. R. (2015). *Rethinking financial deepening: Stability and growth* (IMF Staff Discussion Note SDN/15/08). International Monetary Fund.
- Schrawat, M. & Giri, A.K. (2016). Panel data Analysis of Financial Development, Economic

- Growth, and Rural-Urban Income Inequality. *International Journal of Social Economics*, 43(10), 998-1015. DOI: 10.1108/IJSE-10-2014-0211
- Shaw, E.S. (1973) Financial Deepening in Economic Development. *Oxford University Press, New York*.
- Svirydzenka, K. (2016). Introducing A New Broad-Based Index of Financial Development. *IMF Working Papers*, 16/5. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2754950>
- Talvi, E., & Vegh, C. A. (2005). Tax Base Variability and Procyclical Fiscal Policy in Developing Countries. *Journal of Development Economics*, 78, 156-190. DOI:10.1016/j.jdeveco.2004.07.002
- Tong, C., Huang, Z., Wang, T and Zhang, C. (2023). The Effects of Economic Uncertainty on Financial Volatility: A Comprehensive Investigation. *Journal of Empirical Finance*, 73, 369-389.
- Van der Ploeg, F., Poelhekke, S., (2009). Volatility and the Natural Resource Curse, *Oxford Economic Papers*, Volume 61, Issue 4, Pages 727–760, DOI:10.1093/oep/gpp027
- Y'opez, C. A. (2018). The Impact of Credit and Fiscal Policy Under a Liquidity Trap. *North American Journal of Economics and Finance*, 44, 1–11. DOI: 10.1016/j.najef.2017.09.005
- World Economic Forum. (2012). *The Financial Development Report 2012*. World Economic Forum USA Incorporated. https://www3.weforum.org/docs/WEF_FinancialDevelopmentReport_2012.pdfGoogle Books
- York, USA.Woo, J. (2011). Growth, Income Distribution, and Fiscal Policy Volatility. *Journal of Development Economics*, 96(2), 289–313. DOI: 10.1016/j.jdeveco.2010.10.002