



بیست و هشتمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی اصلاحات ساختاری برای ثبات مالی



تهران، مرکز همایش‌های بین‌المللی صدا و سیما - ۲۹ و ۳۰ خرداد ۱۳۹۷

بررسی آثار روش‌های مختلف تامین مالی کسری بودجه دولت بر متغیرهای اقتصاد کلان

سعید بیات^۱، وهاب قلیچ^۲

تاریخ تحویل مقاله: ۱۳۹۷/۳/۱۲

چکیده

بودجه دولت مهمترین ابزار جهت دستیابی به اهداف رشد اقتصادی بالاتر و ثبات قیمت‌هاست. بنابراین اگر دولت بخواهد به این اهداف دست پیدا کند باید توجه ویژه‌ای به نحوه تخصیص بودجه سالانه داشته باشد. حال سوالی که مطرح می‌شود این است که آیا دولت می‌تواند برای دستیابی به اهداف مذکور از سیاست خلق کسری بودجه استفاده نماید؟ پاسخ به این پرسش در گروی پاسخ‌دهی به دو سوال مقدماتی است: اول آنکه منابع تامین این کسری از کدام محل خواهد بود؟ دوم آنکه این کسری بودجه در کدام بخش‌های اقتصادی هزینه می‌شود؟

تجربه کشورهای در حال توسعه نفتی (نظیر ایران) نشان می‌دهد که در اغلب سال‌ها، بار تامین مالی کسری بودجه دولت‌ها عموماً از کانال درآمدهای نفتی بوده؛ اما اتفاق خوشایند این است که در سال‌های اخیر کشورهای در حال توسعه نفتی به تامین مالی اوراق محور کسری بودجه بیشتر روی آورده و تلاش کرده‌اند بخشی از بار تامین مالی کسری بودجه را بر دوش اوراق بدهی دولتی بگذارند.^۳ هدف مقاله حاضر این است که آثار روش‌های مختلف تامین مالی کسری بودجه بر نرخ تورم و نرخ رشد اقتصادی ایران را با استفاده از مدل خود رگرسیون برداری ضمیمه شده به متغیرهای توضیحی (VARX) و مبتنی بر روش تخمین پنجره انبساطی^۴ مورد ارزیابی قرار دهد. نتایج به دست آمده نشان می‌دهد که تاثیر کسری بودجه بر نرخ رشد اقتصادی به طور مستقیم از روش تامین مالی کسری بودجه تاثیر می‌پذیرد. به طوری که وقتی بار عمده تامین مالی کسری بودجه بر دوش حساب ذخیره ارزی است، کسری بودجه اثری مثبت بر رشد اقتصادی داشته و شدت آن نیز در طول زمان افزایش یافته است. اما زمانی که بار عمده تامین مالی کسری بودجه بر عهده واگذاری شرکت‌های دولتی قرار گرفته، هرچند تاثیر کسری بودجه بر رشد اقتصادی مثبت است اما شدت آن در طول زمان کاهش یافته است. در حالی که وقتی عمده بار تامین مالی بر دوش اوراق بدهی گذاشته شده، تاثیر مثبت کسری بودجه بر رشد اقتصادی بار دیگر روند صعودی پیدا کرده است. بنابراین توصیه سیاستی مقاله حاضر این است که اگر دولت تمایل دارد برای جبران کسری بودجه خود به راهی غیر از استفاده از درآمدهای نفتی و ذخایر ارزی متوسل شود، بهترین راه این است که بازار اوراق بدهی را توسعه دهد. نتیجه بعدی این است که در ادواری که حساب ذخیره ارزی محل اصلی تامین مالی کسری بودجه بوده، کسری بودجه تاثیری بر نرخ تورم نداشته، اما وقتی واگذاری شرکت‌های دولتی و فروش اوراق بدهی سهم بزرگی در تامین مالی کسری بودجه پیدا کرده، آثار تورمی این متغیر بروز نموده است.

^۱ پژوهشگر پژوهشکده پولی و بانکی، s.bayat@mbri.ac.ir

^۲ عضو هیئت علمی پژوهشکده پولی و بانکی vahabghelich@gmail.com

^۳ برای نمونه، دولت ایران از مهر ۱۳۹۴ به بعد برای جبران کسری بودجه سالانه خود، به انتشار اسناد خزانه اسلامی روی آورده و سهم عمده تامین مالی کسری بودجه را بر عهده بازار اوراق بدهی دولتی گذاشته است. البته انتشار اوراق بدهی در ایران مسیوق به سابقه است و محدود به انتشار اسناد خزانه اسلامی نیست. آمارهای وضع مالی دولت نشان می‌دهد که دولت در فاصله سال‌های ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۶ نیز از روش فروش اوراق مالی اسلامی برای جبران کسری بودجه استفاده کرده است.

^۴ Expanding window



بیست و هشتمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی اصلاحات ساختاری برای ثبات مالی



تهران، مرکز همایش‌های بین‌المللی صدا و سیما - ۲۹ و ۳۰ خرداد ۱۳۹۷

واژه‌های کلیدی: کسری بودجه، درآمدهای نفتی، اوراق بدهی، واگذاری شرکت‌های دولتی
طبقه‌بندی JEL: H61

۱. مقدمه

بودجه دولت مهمترین ابزار جهت دستیابی به اهداف رشد اقتصادی بالاتر و ثبات قیمت‌هاست (فاخر، ۲۰۱۶). اگر دولت بخواهد به این اهداف دست پیدا کند باید توجه ویژه‌ای به نحوه تخصیص بودجه سالانه خود داشته باشد (مولایی و گل‌خندان^۱، ۲۰۱۳). اما اگر دولت مدعی باشد با خلق کسری بودجه به شکل بهتری می‌تواند به اهداف مزبور دست پیدا کند باید بداند که تحقق این ادعا تابع چند عامل مهم است. عامل اول این است که کسری بودجه به چه منظور و برای هزینه‌کرد در کدام بخش اقتصادی ایجاد می‌شود. عامل دوم این است که منابع تامین مالی کسری بودجه از کدام محل خواهد بود، و عامل سوم این است که شرایط اقتصاد کلان در چه وضعیتی قرار دارد (سالامون^۲، ۲۰۰۴). بنابراین موفقیت یا عدم موفقیت انبساط مالی و ایجاد کسری بودجه در بهبود شرایط اقتصادی کشور، یک امر مطلق نیست بلکه تابعی از رویکرد دولت به نحوه تامین مالی و نحوه هزینه‌کرد آن است.

نرخ تورم و نرخ رشد اقتصادی دو متغیر بسیار مهمی هستند که تا حد زیادی می‌توانند شرایط اقتصادی کشور را نمایندگی کنند. حال اگر قرار باشد تاثیر سیاست خلق کسری بودجه بر شرایط اقتصاد ایران در طول سالیان گذشته به درستی موشکافی شود، لازم است نحوه هزینه‌کرد و روش‌های تامین مالی کسری بودجه به دقت بررسی شده و آثار آن بر نرخ تورم و نرخ رشد اقتصادی در گذر زمان مورد تحلیل آماری قرار گیرد تا بتوان فهم صحیحی از درجه موفقیت عملکرد بودجه‌ای دولت در سال‌های مختلف به دست آورد. سوالی که مقاله حاضر به دنبال پاسخ آن است این است که روش‌های مختلف تامین مالی کسری بودجه دولت ایران در طول سالیان گذشته چه بوده، و هریک از این روش‌ها چگونه نرخ تورم و نرخ رشد اقتصادی را تغییر داده است؟ و آیا شدت تاثیر این روش‌ها بر نرخ تورم و نرخ رشد اقتصادی با هم متفاوت است؟ و اگر پاسخ مثبت است، چه دلایلی برای این تفاوت‌ها قابل بیان است؟

تاثیر رشد کسری بودجه بر رشد اقتصادی و نرخ تورم از دو کانال متفاوت صورت می‌گیرد. تاثیر کسری بودجه بر رشد اقتصادی از کانال نحوه هزینه‌کرد کسری بودجه و تاثیر آن بر نرخ تورم از کانال نحوه تامین مالی کسری بودجه به وقوع می‌پیوندد. به بیان دیگر، اگر هزینه‌کرد کسری بودجه در جهت تامین هزینه‌های عمرانی، بهبود شرایط بهداشت و درمان، و بهبود و ارتقای سیستم آموزشی کشور باشد می‌تواند به توسعه زیرساخت‌ها و افزایش شاخص توسعه انسانی کشور کمک کرده و زمینه افزایش رشد اقتصادی را فراهم نماید. اما اگر هزینه‌کرد کسری بودجه در جهت تامین هزینه‌های

¹ Molaei & Golkhandan

² Solomon



بیست و هشتمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی اصلاحات ساختاری برای ثبات مالی



تهران، مرکز همایش‌های بین‌المللی صدا و سیما - ۲۹ و ۳۰ خرداد ۱۳۹۷

جاری و پرداخت حقوق و دستمزد به آن بخش‌های دولتی باشد که بازدهی کافی ندارند آنگاه خلق کسری بودجه نمی‌تواند به رشد اقتصادی کمک نماید و تنها می‌تواند زمینه‌ساز افزایش تورم گردد.

نکته‌ای که باید بدان توجه داشت این است که به نظر می‌رسد کیفیت هزینه‌کرد کسری بودجه تابعی از نحوه‌ی تامین مالی آن باشد. به این معنا که اگر تامین مالی کسری بودجه به آسانی و بدون پاسخگویی کافی به مراجع نظارتی و متقاعد کردن افکار عمومی انجام گیرد ممکن است به گونه‌ای نامناسب هزینه شود. برای نمونه، وقتی دولت کسری بودجه خود را از محل واگذاری شرکت‌های دولتی تامین مالی می‌کند حداقل پاسخگویی را در قبال نحوه‌ی هزینه‌کرد منابع به دست آمده از محل واگذاری‌ها خواهد داشت. در حالی که اگر تامین مالی کسری بودجه با زحمت و ایجاد تعهد برای دولت انجام شود، مثلاً دولت ناچار باشد بخشی از پس‌اندازهای مردم را از طریق فروش اوراق بدهی در اختیار بگیرد و یا با متقاعد کردن مراجع نظارتی از حساب ذخیره ارزی برداشت نماید، آنگاه کیفیت هزینه‌کرد کسری بودجه بهبود خواهد یافت.

در خصوص اطلاعات نحوه‌ی هزینه‌کرد و تامین مالی کسری بودجه باید گفت، اطلاعات مناسبی در خصوص نحوه‌ی هزینه‌کرد و منشا ایجاد کسری بودجه (به خصوص بعد از سال ۱۳۸۸) در دسترس نیست اما در خصوص تامین مالی کسری بودجه، آمارهای وضع مالی دولت نشان می‌دهد که بخش عمده‌ی تامین مالی کسری بودجه در برخی سال‌ها از محل حساب ذخیره ارزی صورت گرفته و در برخی دیگر از سال‌ها بخش عمده‌ی آن از محل واگذاری شرکت‌های دولتی و فروش اوراق بدهی تامین مالی شده است. بنابراین فرضیه قابل طرح در مورد تاثیر کسری بودجه بر رشد اقتصادی این است که در ادواری که کسری بودجه از محل حساب ذخیره ارزی و فروش اوراق بدهی تامین مالی شده است، نسبت به ادواری که تامین مالی کسری بودجه از محل واگذاری شرکت‌های دولتی صورت گرفته، کیفیت هزینه‌کرد کسری بودجه بالاتر و آثار مثبت آن بر رشد اقتصادی شدیدتر بوده است.

همچنین در مورد تاثیر کسری بودجه بر نرخ تورم باید گفت نحوه‌ی تامین مالی کسری بودجه دولت عامل مهمی در شدت تورمزایی آن است. فرضیه‌ای که در مورد تاثیر کسری بودجه بر نرخ تورم قابل طرح است این است که در ادواری که تامین مالی کسری بودجه از محل حساب ذخیره ارزی انجام شده است نسبت به زمان‌هایی که کسری بودجه از منابع دیگر تامین مالی شده است، تورمزایی کسری بودجه ضعیف‌تر است. چراکه دولت علاوه بر سهم خود از درآمدهای نفتی، به ذخایر ارزی هم دسترسی داشته و با تثبیت نرخ ارز و واردات ارزان‌قیمت، اثر تورمی رشد کسری بودجه و رشد نقدینگی را پنهان^۱ می‌کند. اما در ادواری که کسری بودجه از منابعی غیر از حساب ذخیره ارزی تامین مالی می‌شود، آثار تورمی رشد کسری بودجه آشکار می‌گردد.

¹ hidden



بیست و هشتمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی اصلاحات ساختاری برای ثبات مالی



تهران، مرکز همایش‌های بین‌المللی صدا و سیما - ۲۹ و ۳۰ خرداد ۱۳۹۷

نتایج به دست آمده از مقاله نشان می‌دهد که هیچ‌یک از فرضیات مقاله قابل رد کردن نیست. مشاهدات به دست آمده گویای این است که وقتی بار عمده تامین مالی کسری بودجه بر دوش حساب ذخیره ارزی است، کسری بودجه اثری مثبت بر رشد اقتصادی داشته و شدت آن نیز در طول زمان افزایش یافته است. اما زمانی که بار عمده تامین مالی کسری بودجه بر عهده واگذاری شرکت‌های دولتی قرار گرفته، هرچند تاثیر کسری بودجه بر رشد اقتصادی مثبت است اما شدت آن در طول زمان کاهش یافته است. در حالی که وقتی بار عمده تامین مالی بر دوش اوراق بدهی گذاشته شده، تاثیر مثبت کسری بودجه بر رشد اقتصادی بار دیگر روند صعودی پیدا کرده است. در واقع، به این دلیل که دولت ناچار است تعهد مالی بازپرداخت اصل و سود اوراق بدهی را بپذیرد بنابراین سعی می‌کند کیفیت هزینه‌کرد درآمدهای حاصل از فروش اوراق بدهی را افزایش دهد تا فروش اوراق بدهی برای دولت صرفه اقتصادی داشته باشد. بنابراین هرچند با فروش اوراق بدهی جمع بدهی‌های دولت در طول زمان افزایش می‌یابد اما به نظر می‌رسد دولت منابع به دست آمده را طوری هزینه کرده که به رشد اقتصادی کمک کرده است. یافته دیگر مقاله این است که در دورانی که حساب ذخیره ارزی محل اصلی تامین مالی کسری بودجه بوده، کسری بودجه تاثیری بر نرخ تورم نداشته است اما وقتی واگذاری شرکت‌های دولتی و اوراق بدهی سهم بزرگی در تامین مالی کسری بودجه پیدا کرده، آثار تورمی این متغیر بروز نموده است. بنابراین توصیه می‌شود که اگر دولت تمایل دارد برای جبران کسری بودجه خود به راهی غیر از استفاده از درآمدهای نفتی و ذخایر ارزی متوسل شود، بهترین راه این است که همانند بسیاری دیگر از کشورهای نفتی (نظیر عربستان سعودی و کویت)، بازار اوراق بدهی را توسعه دهد.

در ادامه مقاله، ابتدا ادبیات تجربی و مبانی نظری ارائه می‌شود. در بخش سوم، تجربه کشورهای نفتی در مواجهه با کسری بودجه مورد بحث قرار می‌گیرد. در بخش چهارم، روش‌های تامین مالی کسری بودجه در ایران تحلیل می‌شود. بخش پنجم به توصیف داده‌ها و روش مدلسازی می‌پردازد. در بخش ششم، نتایج تحقیق ارائه می‌گردد و در بخش پایانی جمع‌بندی و توصیه‌های سیاستی انجام می‌پذیرد.

۲. ادبیات تجربی و مبانی نظری

با نگاهی آکادمیک به رابطه کسری بودجه با متغیرهای اقتصاد کلان می‌توان ملاحظه کرد که از نظر کینزی‌ها افزایش کسری بودجه به افزایش رشد اقتصادی منجر می‌شود در حالی که نئوکلاسیک‌ها معتقدند کسری بودجه با کاهش سرمایه‌گذاری جانشین شده و عملاً اثر مثبتی بر رشد اقتصادی نخواهد داشت. بنابراین از نظر مکاتب اقتصادی نمی‌توان جواب روشنی در خصوص تاثیر کسری بودجه به رشد اقتصادی به دست آورد. از این حیث بررسی اثرگذاری کسری بودجه بر متغیرهای اساسی اقتصاد کلان همچون تورم و رشد اقتصادی همواره مورد دغدغه سیاست‌گذاران بوده است.

در باب اثرگذاری کسری بودجه بر تورم، مبانی نظری حاکی از تایید این اثرگذاری است. مرور رابطه همبستگی کسری بودجه دولت فدرال آمریکا و نرخ تورم این کشور در دوران دهه ۶۰ میلادی نشان می‌دهد که کسری بودجه نقش مهم و



معناداری بر روی تورم در دهه ۶۰ و ۷۰ میلادی این کشور داشته است (دارات^۱، ۱۹۸۵). همچنین در کشور یونان نیز کسری بودجه مداوم دولت در بازه زمانی ۱۹۵۴ تا ۱۹۹۳، نقش مستقیم و معناداری بر روند تورمی این کشور برجای گذاشته است (دارات، ۲۰۰۰). این نتیجه در کشور ترکیه در بازه ۱۹۵۰ تا ۱۹۸۸ (متین^۲، ۱۹۹۵)، در کشورهای در حال توسعه اروپایی در دوره ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۸ (سahan^۳، ۲۰۱۰)، در چهار کشور جزیره‌ای^۴ (جایارامان و چن^۵، ۲۰۱۳)، در برخی کشورهای آسیایی در بازه زمانی ۱۹۹۳ تا ۲۰۱۳ (فاخر^۶، ۲۰۱۶) و نیز در مطالعه داده‌های ۹۱ کشور جهان (لین و چاو^۷، ۲۰۱۳) هم به اثبات رسیده است.

در اقتصاد ایران نیز شواهد دال بر اثرگذاری مثبت و معنادار کسری بودجه بر نرخ تورم است. این نتیجه‌ای است که برای بازه زمانی ۱۳۴۲ تا ۱۳۷۸ (علوی راد و آتوال^۸، ۲۰۰۵)، بازه ۱۳۵۷ تا ۱۳۸۷ (اسلامی بیدگلی و همکاران، ۱۳۹۱)، بازه ۱۳۵۵ تا ۱۳۹۰ (امامی میبیدی و دایی کریم‌زاده، ۱۳۹۲) و بازه ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۳ (دهقانی، احمایی و صفوی، ۱۳۹۶) برآورد شده است.

نکته قابل توجه آن است که شدت اثرگذاری کسری بودجه بر نرخ تورم بی‌ارتباط به سطحی که نرخ تورم در آن قرار گرفته نیست. مشاهدات حاکی از آن است که این تاثیر در سطوح تورمی بالا، شدیدتر از زمانی است که نرخ تورم در سطوح تورمی پایین‌تری قرار دارد (لین و چاو، ۲۰۱۳).

در خصوص اثرگذاری کسری بودجه بر رشد اقتصادی نتایج برخی مطالعات نشان می‌دهد که رابطه‌ای منفی میان این دو متغیر وجود دارد، بدین معنا که افزایش کسری بودجه اثرگذاری منفی بر رشد اقتصادی برجای می‌گذارد (ویت^۹، ۲۰۰۴). این نتیجه در بررسی مقطعی^{۱۰} آمارهای ۸۹ کشور در بازه ۱۹۶۰ تا ۱۹۸۵ نشان داده شده است (بارو^{۱۱}، ۱۹۹۱). همچنین این اثر منفی در اقتصاد ایران (عیسی‌زاده، ۱۳۷۴ و دلاوری و بصیر، ۱۳۹۱ و امامی میبیدی و دایی کریم‌زاده،

¹ Darrat

² Metin

³ Sahan

⁴ Pacific Island Countries

⁵ Jayaraman & Chen

⁶ Fakher

⁷ Lin & Chu

⁸ Alavirad & Athawale

⁹ Vit

¹⁰ Cross Section

¹¹ Barro



بیست و هشتمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی اصلاحات ساختاری برای ثبات مالی



تهران، مرکز همایش‌های بین‌المللی صدا و سیما - ۲۹ و ۳۰ خرداد ۱۳۹۷

۱۳۹۲) و در سایر کشورها همچون کشور ویتنام در بازه زمانی ۱۹۹۰ تا ۲۰۰۶ (هیون^۱، ۲۰۰۷)، کشور غنا در بازه زمانی ۱۹۹۴ تا ۲۰۱۴ (کورانتین^۲، ۲۰۱۷)، کشور بنگلادش (رانا و وحید^۳، ۲۰۱۶)، کشورهای جنوب آسیا در بازه ۱۹۸۰ تا ۲۰۱۴ (ناواراتنام و مایاندی^۴، ۲۰۱۶)، کشور هند در بازه زمانی ۱۹۷۰ تا ۱۹۷۱ و ۲۰۱۱ تا ۲۰۱۲ (رامو و گایتری^۵، ۲۰۱۶)، کشور پاکستان در دوره زمانی ۱۹۷۸ تا ۲۰۰۹ (فاطمیما^۶ و دیگران، ۲۰۱۲) به اثبات رسیده است.^۷ آنچه در مورد تاثیر کسری بودجه بر رشد اقتصادی مهم است، کیفیت هزینه‌کرد کسری بودجه است. با توجه به اینکه کیفیت هزینه‌کرد کسری بودجه در کشورهای مختلف با هم متفاوت است و حتی در یک کشور مشخص، کیفیت هزینه‌کرد کسری بودجه در طول زمان می‌تواند بهتر یا بدتر شود، بنابراین نمی‌توان به صورت قطعی در مورد تاثیر مثبت یا منفی کسری بودجه بر رشد اقتصادی اظهار نظر کرد و لازم است از روش‌های تحلیل آماری استفاده گردد.

نکته دیگر آنکه بایستی در اثرات کوتاه‌مدت و بلندمدت کسری بودجه تفکیک قائل شد. گرچه کسری بودجه می‌تواند یک متغیر اقتصادی را در کوتاه‌مدت به صورت مثبت متاثر کند اما همان کسری در بلندمدت قادر است اثر منفی بر آن متغیر داشته باشد. مثلا کسری بودجه می‌تواند در کوتاه‌مدت با تحریک تقاضای موثر در بازارها، به افزایش رشد اقتصادی کمک کند اما در بلندمدت ممکن است اثر منفی بر رشد برجای بگذارد (باریسیک و کسکوگلو^۸، ۲۰۰۶). این نتیجه‌ای است که برای اقتصاد ایران نیز برآورد شده است. به عبارتی در اقتصاد ایران افزایش کسری بودجه در کوتاه‌مدت به افزایش رشد اقتصادی منجر می‌گردد اما در بلندمدت نتیجه‌ای به جز افزایش تورم در پی ندارد (موسوی آزاد کسمایی، ۱۳۷۷ و رضوی زاده، ۱۳۸۳ و آل عمران و دیگران، ۱۳۹۰).

۲/۱ اثرات محل «هزینه‌کرد» و «تامین مالی» کسری بودجه بر متغیرهای اقتصاد کلان

نتایج تحقیقات فوق‌الذکر اینگونه القا می‌کند که افزایش کسری بودجه دولت تاثیری مثبت بر نرخ تورم دارد، اما در مورد تاثیر مثبت یا منفی کسری بودجه بر نرخ رشد اقتصادی نمی‌توان بدون تحلیل آماری اظهار نظر قطعی کرد. مطالعات نشان می‌دهد محل هزینه‌کرد و منشا کسری بودجه نقش مهمی در نوع تاثیر این متغیر بر رشد اقتصادی دارد؛ چنانچه کسری

¹ Huynh

² Kurantin

³ Rana & Wahid

⁴ Navaratnam & Mayandy

⁵ Ramu & Gayithri

⁶ Fatima

^۷ البته برخی از مطالعات نیز رابطه همبستگی میان کسری بودجه و رشد اقتصادی را ضعیف دانسته‌اند (کیلی (Kelly)، ۱۹۹۷ و نور حیاتی (Nur Hayati)، ۲۰۱۲)

⁸ Barışık & Kesikoğlu



بودجه ایجاد شده به منظور سرمایه‌گذاری برای تقویت زیرساخت‌های ضروری کشور، افزایش کیفیت و کمیت خدمات آموزشی و بهداشتی و هزینه‌کرد برای افزایش بهره‌وری نیروی کار و سرمایه باشد، می‌تواند به رشد اقتصادی کمک کند (باریسک و کسکوگلو، ۲۰۰۶). بنابراین دولت باید کسری بودجه را در مسیری قرار دهد که زیرساخت‌های مورد نیاز برای تسهیل فعالیت‌های تولیدی و توسعه‌ای بخش خصوصی فراهم گردد. از این رو، اگر کسری بودجه برای اهداف توسعه‌ای ایجاد شده باشد و به تامین کالاهای سرمایه‌ای و افزایش بهره‌وری در اقتصاد بیانجامد تاثیر کسری بر رشد اقتصادی مثبت خواهد بود؛ در سوی دیگر، اگر تامین مالی کسری بودجه به گونه‌ای باشد که امکان استقراض و سرمایه‌گذاری بخش خصوصی را کاهش دهد و برای تامین مخارج جاری^۱ استفاده شود اثر منفی بر رشد اقتصادی خواهد داشت (الی^۲، ۲۰۱۰ و ییلماز^۳، ۲۰۱۰). بنابراین باید اذعان داشت که تاثیر کسری بودجه بر رشد اقتصادی تابعی از محل هزینه‌کرد کسری بودجه است. این نتیجه‌ای است که مطالعه کشور کنیا (وینی روز^۴، ۲۰۱۴) و نیز برخی دیگر از کشورهای آفریقای شرقی (تانزانیا، اوگاندا، رواندا و برونی) (ماگهیم^۵، ۲۰۱۵) آن را به اثبات رسانیده‌اند.

علاوه بر نحوه هزینه‌کرد و منشأ کسری بودجه، محل و نحوه تامین مالی کسری هم در نوع اثرگذاری آن بر نرخ رشد اقتصادی و نرخ تورم اهمیت دارد. به بیان دیگر، تاثیر کسری بودجه بر متغیرهای اقتصاد کلان تابع روشی است که این کسری از آن طریق تامین مالی می‌شود (جرج^۶، ۲۰۰۹ و اوجانگ^۷ و دیگران، ۲۰۱۳). در اثرگذاری کسری بودجه بر نرخ تورم، تحقیقات نشان داده است که اگر نحوه تامین مالی کسری بودجه به شکلی باشد که به انبساط طرف دارایی ترازنامه بانک مرکزی بیانجامد و کسری بودجه دولت، پولی شود، آنگاه خطر ایجاد تورم بسیار جدی خواهد بود (کوزیمبی^۸، ۲۰۰۹). این بیانی است که برای اقتصاد بنگلادش در بازه ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۸ به اثبات رسیده است (کریتر و پاول^۹، ۲۰۱۰). همچنین در سمت رشد اقتصادی نیز نحوه تامین مالی کسری بودجه حائز اهمیت است (کاپلان‌اوغلو و راپانوس^{۱۰}، ۲۰۱۳). چنانچه تامین مالی کسری بودجه از طریق شبکه بانکی انجام شده باشد، وجوه وام‌دانی^{۱۱} که می‌تواند به شکل

¹ recurrent expenditure

² Eli

³ Yilmaz

⁴ Winnyrose

⁵ Magehema

⁶ George

⁷ Ojong

⁸ Kosimbei

⁹ Kreiter & Paul

¹⁰ Kaplanoglou & Rapanos

¹¹ Loanable Funds



تسهیلات در اختیار بخش خصوصی قرار گیرد کاهش می‌یابد؛ علاوه‌براین در صورت عدم بازپرداخت منابع به شبکه بانکی از سوی دولت، منابع بانک‌ها در بدهی دولت قفل شده و امکان اعطای تسهیلات به سرمایه‌گذاران کمتر می‌شود؛ بدیهی است این دو امر می‌تواند بر رشد اقتصادی تاثیر منفی بگذارد. همچنین تامین مالی کسری بودجه از منابع بانک مرکزی با خلق نقدینگی مازاد در اقتصاد به تورم دامن می‌زند و با ایجاد فضای نااطمینانی، انگیزه‌های سوداگرانه را در بازار مسکن و دارایی‌ها افزایش داده و انگیزه‌های تولید را کاهش می‌دهد. بنابراین در بلندمدت کسری بودجه‌های مداوم و بزرگ که تامین مالی آن از کانال بانک مرکزی و شبکه بانکی انجام می‌شود، موجبات ناپایداری اقتصاد کلان^۱ را فراهم کرده و می‌تواند رشد اقتصادی را با کاهش مواجه سازد.

بنابراین اگر محل تامین مالی کسری بودجه دولت به صورتی باشد که سبب کاهش دسترسی بخش خصوصی به منابع مالی شود و سرمایه‌گذاری بخش خصوصی را کاهش دهد آنگاه تاثیر کسری بودجه بر رشد اقتصادی منفی خواهد بود. اما اگر تامین مالی کسری بودجه از محلی باشد که آسیبی به تسهیلات‌گیری بخش خصوصی نرسد و همچنین مبالغ کسری بودجه صرف پروژه‌های مفید و سازنده که بازدهی آنها بیشتر از هزینه آنهاست شود، آنگاه کسری بودجه می‌تواند به رشد اقتصادی کمک کند. در واقع، هزینه‌کرد دولت در توسعه زیرساخت‌ها و شکل‌دهی سرمایه اجتماعی، راه بخش خصوصی برای پیشبرد سرمایه‌گذاری و توسعه را فراهم می‌کند. به این ترتیب، سرمایه‌گذاری دولت در بخش‌های کلیدی اقتصاد می‌تواند تسهیل‌کننده رشد اقتصادی باشد (ارشاد حسین و الحق^۲، ۲۰۱۷).

دیگر نکته مهمی که باید به آن توجه داشت آن است که حتی اگر محل هزینه‌کرد کسری بودجه، اهداف توسعه‌ای باشد باز هم محل و نحوه تامین مالی کسری بودجه اهمیت بسیار زیادی دارد. این بدین معناست که اگر تکمیل پروژه‌های توسعه‌ای که دولت از محل ایجاد کسری بودجه آنها را تامین مالی می‌کند، چند سال طول بکشد و دولت نیز برای تامین مالی آن روی به انبساط ترازنامه بانک مرکزی آورده باشد آنگاه اقتصاد باید منتظر فشارهای تورمی باشد؛ چراکه سمت عرضه اقتصاد نمی‌تواند خود را با سمت تقاضا هماهنگ کند و بنابراین مازاد تقاضا به وجود آمده و تورم تشدید می‌گردد. البته هرچه دوران تکمیل این پروژه‌ها کوتاه‌تر شود فشارهای تورمی کمتری به اقتصاد تحمیل خواهد شد (هادسون^۳، ۲۰۱۱).

¹ Macroeconomic Instability

² Ershad Hussain & Haque

³ Hudson



بیست و هشتمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی اصلاحات ساختاری برای ثبات مالی



تهران، مرکز همایش‌های بین‌المللی صدا و سیما - ۲۹ و ۳۰ خرداد ۱۳۹۷

۳. تجربه کشورهای نفتی در مواجهه با کسری بودجه

کسری بودجه در کشورهای نفتی معمولاً به دلیل ملاحظات سیاسی، عوامل اجتماعی و شرایط اقتصادی ایجاد می‌گردد. اما مستقل از دلیل ایجاد کسری بودجه، همواره منبع اصلی تامین مالی آن، درآمدهای نفتی بوده است. بنابراین افزایش یا کاهش قیمت نفت به سرعت بر تامین مالی کسری بودجه در کشورهای نفتی اثر می‌گذارد. تجربه این کشورها نشان می‌دهد که افزایش درآمدهای نفتی معمولاً با افزایش میل دولت به خرج کردن همراه است و کاهش درآمدهای نفتی و کوچک شدن کیسه پول نفت دولت، سبب تمایل دولت به امتحان کردن سایر ابزارهای تامین مالی، نظیر اوراق بدهی دولتی، می‌شود. بنابراین در ادامه، به بررسی تاثیر تحولات قیمت جهانی نفت بر کسری بودجه کشورهای نفتی و روش‌های تامین مالی آن پرداخته می‌شود.

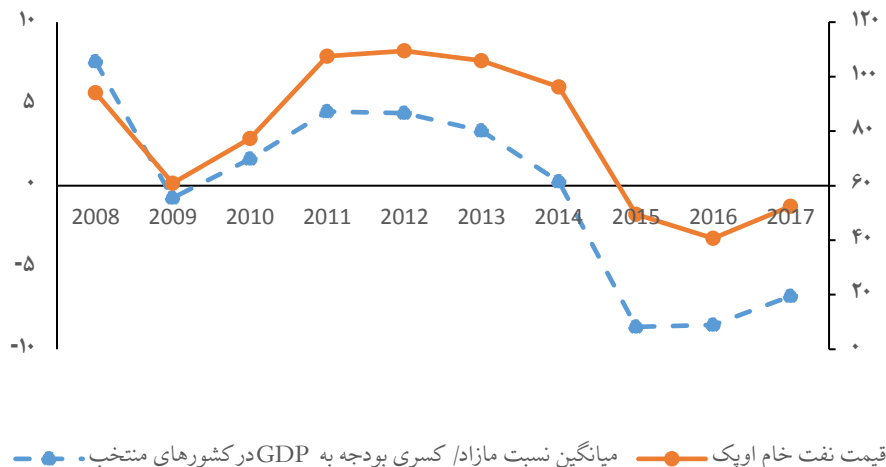
۳/۱ تحولات قیمت نفت و آثار آن بر روش‌های تامین مالی کسری بودجه

قیمت جهانی نفت خام طی سالیان ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۷ دستخوش نوسانات زیادی شده است. قیمت نفت پس از رسیدن به سطح ۶۱ دلار در هر بشکه در سال ۲۰۰۹، روند صعودی به خود گرفت و تا حدود نرخ ۱۱۰ دلار در هر بشکه در سال ۲۰۱۲ افزایش یافت. پس از این تاریخ بود که سیر نزولی این نرخ آغاز شد و در سال ۲۰۱۶ به حدود ۴۱ دلار در هر بشکه رسید. کشورهای با درآمدهای کلان نفتی که وابستگی زیادی از حیث درآمدی و مخارجی به این نوع درآمدها داشتند و بیش از یک دهه از قیمت‌های بالای این انرژی بهره برده‌اند، با افت قیمت جهانی این فرآورده، با کسری بودجه مواجه شدند. نمودار ۱ روند زمانی تغییرات میانگین نسبت مازاد/کسری بودجه به GDP در کشورهای منتخب نفتی^۲ (محور سمت چپ) و قیمت نفت خام اوپک (محور سمت راست) را نشان می‌دهد.

نمودار ۱ - میانگین نسبت مازاد/کسری بودجه به GDP در کشورهای منتخب و قیمت نفت خام

^۱ ملاحظات سیاسی اینگونه است که رهبران سیاسی و سیاستگذاران برای اینکه بتوانند حمایت شهروندان را به دست آورده و سبد رای خود را پر کنند، تمایل دارند مخارج دولت را افزایش دهند که این امر بر کسری بودجه دولت دامن می‌زند. عوامل اجتماعی هم بر این نکته تاکید دارد که چون نقش دولت در کشورهای در حال توسعه نقش پررنگی است بنابراین به دلیل نیاز به مخارج جدید توسط دولت، کسری بودجه تشدید می‌شود. مخارجی نظیر کمک به زلزله زدگان، سیل زدگان و ... از این دست است. در مورد شرایط اقتصادی نیز باید گفت، در مواقع زیادی، حتی زمانی که مخارج و درآمد دولت برای عدم رویارویی با کسری بودجه تنظیم شده باشد این احتمال وجود دارد که به دلیل کاهش غیرمترقبه و پیش‌بینی نشده درآمدها، دولت‌ها با کسری بودجه مواجه شوند. این اتفاق در اقتصادهای نفتی که نوعاً اقتصاد تک‌محصولی هستند بسیار محتمل است چون کاهش پیش‌بینی نشده قیمت نفت ممکن است هر زمانی اتفاق افتاده و به کسری بودجه منتج شود.

^۲ روسیه، الجزایر، بحرین، ایران، عراق، کویت، نیجریه، قطر، عربستان سعودی و ونزوئلا

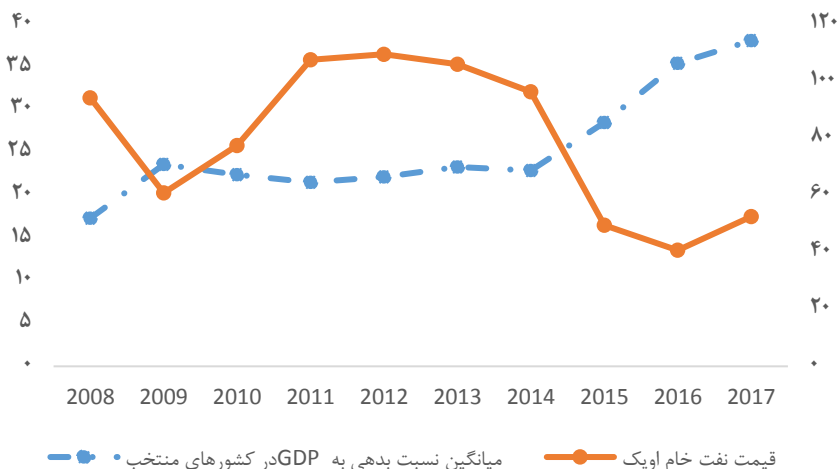


منبع: سازمان اوپک و سایت آماری Trading Economics

این نمودار نشان می‌دهد که رابطه‌ای مستقیم (معکوس) میان مازاد (کسری) بودجه با قیمت نفت وجود دارد به طوری که نسبت مازاد بودجه به تولید ناخالص داخلی با کاهش قیمت نفت رو به کاهش نهاده و از سال ۲۰۱۴ به بعد این کشورها نه تنها دیگر مازاد بودجه ندارند بلکه با کسری بودجه هم مواجه شده‌اند. مشاهدات آماری نشان می‌دهد که با افزایش سطح کسری بودجه در سالیان اخیر، کشورهای وابسته به درآمدهای نفتی به فکر افزایش سطح بدهی‌های خود جهت جبران کسری بودجه افتاده‌اند. این در حالی است که اغلب این کشورها پیش از افت قیمت نفت، شاهد سطح پایین‌تری از بدهی در وضعیت مالی خود بوده‌اند.

نمودار ۲ میانگین نسبت بدهی دولتی به GDP در کشورهای منتخب نفتی (محرور سمت چپ) و قیمت نفت خام اوپک (محرور سمت راست) را نشان می‌دهد.

نمودار ۲ - میانگین نسبت بدهی دولتی به GDP در کشورهای منتخب و قیمت نفت خام



منبع: سازمان اوپک و سایت آماری Trading Economics

آن‌طور که از این نمودار برمی‌آید با افت قیمت جهانی نفت (و متعاقب آن افزایش کسری بودجه) نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی در این کشورها رو به افزایش گذاشته است. همچنین بررسی آماری بدهی‌های خارجی این کشورها نیز این جهش را برای دوران پس از افت قیمت جهانی نفت نسبت به دوره پیش از آن نشان می‌دهد. این موضوع حکایت از آن دارد که در غیاب درآمدهای سرشار نفتی کشورهای وابسته به نفت به ناچار به سمت سایر روش‌های تامین مالی، نظیر توسعه بازار بدهی، گرایش داشته‌اند (کمیسیون اقتصادی و اجتماعی ملل متحد در منطقه غرب آسیا^۲، ۲۰۱۶: ۵). در ادامه، تجربه تامین مالی کسری بودجه کشورهای عربستان سعودی و کویت در مواقع رونق و کاهش درآمدهای نفتی مورد بحث قرار می‌گیرد.

الف) کشور عربستان

با آغاز افت قیمت جهانی نفت از سال ۲۰۱۲، کشور عربستان سعودی با چالش کسری بودجه مواجه گردید. بدهی این کشور در سطح داخلی و بین‌الملل در سال ۲۰۱۴ میلادی از ۱/۶ درصد معادل تولید ناخالص داخلی این کشور به ۱۷/۳ درصد از تولید ناخالص داخلی آن در سال ۲۰۱۷ میلادی افزایش پیدا کرد و به رقم ۱۱۸ میلیارد دلار رسید (داون^۳، ۲۰۱۸). به همین دلیل، عربستان سعودی تصمیم گرفته تا سال ۲۰۳۰، وابستگی بودجه‌ای خود به درآمدهای نفتی را

^۱ سایت آماری Index Mundi

^۲ UN-ESCWA

^۳ Dawn



کاهش داده و استفاده از ابزارهای بازار بدهی همانند انتشار اوراق قرضه را برای ترمیم کسری بودجه خود مدنظر قرار دهد (راکش^۱، ۲۰۱۶).

ب) کشور کویت

کاهش بهای نفت سبب شد کویت نیز مانند بسیاری از کشورهای نفتی زیان و کسری قابل توجهی را در بودجه عمومی خود تجربه کند. با وقوع شوک نفتی اخیر، کویت پس از ۱۶ سال تجربه‌ی مازاد بودجه، دچار کسری بودجه شد. کسری بودجه این کشور در سال مالی منتهی به ۳۱ مارس ۲۰۱۶ به حدود ۱۵/۳ میلیارد دلار رسیده که این اولین کسری بودجه کویت از مارس سال مالی ۱۹۹۹ بوده است. از این‌رو کویت اعلام کرد که مایل است از بازارهای بین‌المللی بدهی برای جبران این کسری استفاده نماید. براین اساس این کشور قصد دارد تا ۱۰ میلیارد دلار از بازارهای بین‌المللی بدهی متعارف و اسلامی کسب نماید. همچنین بنا بر آن است که حدود ۶/۶ میلیارد دلار دیگر از طریق ابزارهای متعارف و اسلامی مالی از بازارهای داخلی جمع‌آوری کند.

۴. روش‌های تامین مالی کسری بودجه در اقتصاد ایران

اقتصاد ایران نیز همانند اغلب کشورهای نفتی، در برابر شوک‌های نفتی عموماً با تشدید کسری بودجه مواجه می‌شود. در اقتصاد ایران، سالیان طولانی است درآمدهای مالیاتی کفاف هزینه‌های جاری دولت را نمی‌دهد و دولت با کسری تراز عملیاتی^۲ روبروست. دولت برای اینکه بتواند کسری تراز عملیاتی خود را جبران کند سهم خود از درآمدهای نفتی را به بانک مرکزی می‌فروشد و با این درآمد، هم بخشی از کسری تراز عملیاتی خود را پوشش می‌دهد و هم به تملک دارایی‌های سرمایه‌ای می‌پردازد. چون دولت در همه‌ی سال‌ها با مازاد تراز سرمایه‌ای^۳ روبروست بنابراین مازاد تراز سرمایه‌ای برای جبران کسری تراز عملیاتی هزینه می‌شود. حاصل جمع تراز عملیاتی و تراز سرمایه‌ای دولت، تراز مالی نام دارد؛ در اقتصاد ایران وقتی صحبت از کسری بودجه دولت می‌شود، منظور کسری موجود در همین تراز مالی دولت است.

با توضیحات فوق می‌توان اینگونه استنباط کرد که کسری تراز عملیاتی دولت رابطه‌ای مثبت با قیمت و درآمد نفت داشته باشد به طوری که وقتی درآمدهای نفتی افزایش می‌یابد دولت هزینه‌های جاری خود را افزایش دهد. اما تجربه اقتصاد ایران نشان می‌دهد که وقتی قیمت نفت کاهش و درآمدهای نفتی محدود می‌شود الزاماً هزینه‌های جاری دولت کاهش نمی‌یابد بلکه دولت تلاش می‌کند به روش‌های تامین مالی کسری بودجه خود تنوع دهد. از این‌رو در ادامه، هم رابطه

^۱ Rakesh

^۲ تراز عملیاتی به معنای مابه‌التفاوت درآمدهای جاری (که بخش عمده‌ی آن درآمدهای مالیاتی است) از هزینه‌های جاری دولت (که بخش عمده آن مربوط به حقوق و دستمزد کارمندان دولت است) می‌باشد.

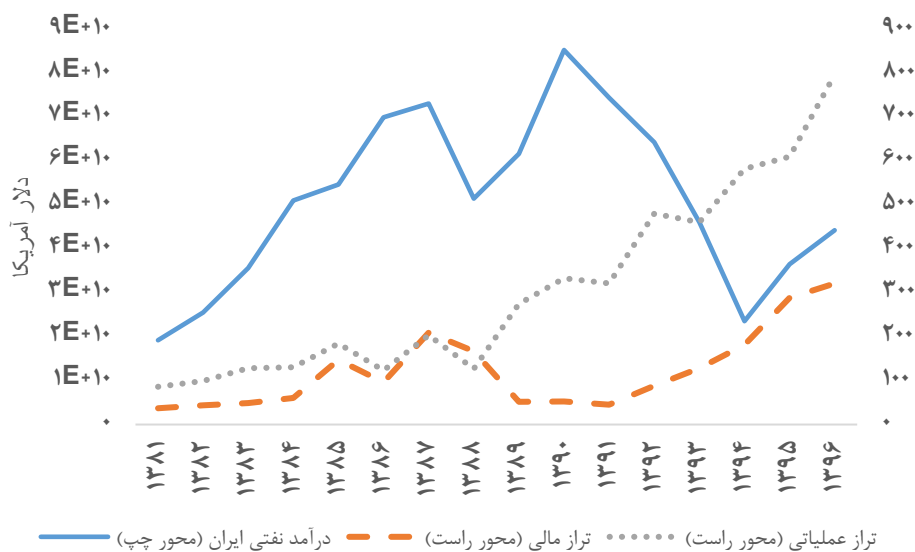
^۳ مابه‌التفاوت درآمدهای نفتی دولت از تملک دارایی‌های سرمایه‌ای با عنوان تراز سرمایه‌ای دولت شناخته می‌شود.



کسری بودجه دولت با تحولات درآمد نفت و هم روش‌های مختلف تامین مالی کسری بودجه در شرایط افول درآمدهای نفتی مورد بررسی قرار می‌گیرد.

محور سمت راست نمودار ۳ نمایانگر میزان تراز عملیاتی و تراز مالی دولت ایران در طول سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۶ بوده و محور سمت چپ نیز نشان‌دهنده‌ی درآمد نفتی سالانه ایران بر حسب دلار آمریکا است.

نمودار ۳- درآمد نفتی، تراز عملیاتی و تراز مالی سالانه دولت ایران



منبع: محاسبات نویسندگان و شماره‌های مختلف نماگرهای اقتصادی

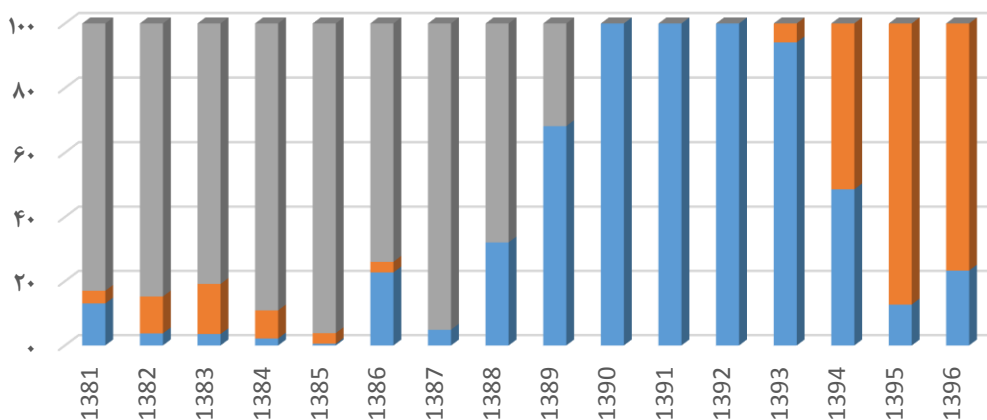
نمودار ۳ نشان می‌دهد که در فاصله سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۸ درآمدهای نفتی ایران به سرعت در حال افزایش است اما تراز عملیاتی و تراز مالی دولت با یک شیب بسیار ملایم در حال افزایش بوده است. در واقع، به جز سال‌های ۱۳۸۵ و ۱۳۸۷ که با سیاست‌های انبساطی دولت و افزایش کسری تراز عملیاتی و تراز مالی همراه بوده است در مابقی سال‌های دوره زمانی ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۸ تراز عملیاتی و تراز مالی رشد آرامی داشته‌اند. همچنین به دلیل چاق شدن حساب ذخیره ارزی در فاصله ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۸، کسری‌های مربوط به سال‌های ۱۳۸۵ و ۱۳۸۷ نیز از حساب ذخیره ارزی تامین شده است. بنابراین در این فاصله زمانی، هرچند چشم دولت‌ها برای تامین کسری تراز عملیاتی به درآمدهای نفتی بوده است اما در غالب سال‌ها رشد غافلگیرکننده‌ای در تراز عملیاتی دولت مشاهده نمی‌شود. اما از سال ۱۳۸۹ به بعد، تراز عملیاتی دولت با شیب بسیار تندی رو به افزایش می‌گذارد و با اینکه درآمدهای نفتی در غالب سال‌های بعد از ۱۳۸۹ روند کاهشی داشته است اما دولت اهمیت بی‌اهمیتی به این موضوع نداده و با اشتهای زیادی مخارج جاری خود را افزایش می‌دهد. هرچند در



طول سال‌های این دوره دریافت مالیات روند صعودی به خود گرفته اما این صعود قادر نیست افزایش شدید هزینه‌های جاری، و در نتیجه تراز عملیاتی، را پوشش دهد. بنابراین تراز عملیاتی، و به تبع آن تراز مالی دولت، شیب صعودی پیدا کرده‌اند. بنابراین این فهم به دست می‌آید که از سال ۱۳۸۹ به بعد، دولت برای اینکه بتواند کسری تراز عملیاتی و کسری تراز مالی خود را جبران کند همانند عربستان سعودی و کویت، به تنوع در روش‌های تامین مالی روی آورده است.

نمودار ۴ سهم روش‌های مختلف تامین کسری تراز مالی دولت را نشان می‌دهد. مطابق نمودار، از سال ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۸ حساب ذخیره ارزی محل اصلی کسری تراز مالی دولت بوده است. در واقع، به دلیل اینکه از سال ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۷ درآمد نفتی ایران در حال افزایش بوده، دولت نه تنها برای تامین کسری تراز عملیاتی خود از درآمدهای نفت استفاده کرده بلکه کسری تراز مالی خود را نیز از محل ذخایر ارزی کشور برداشت نموده است. در حقیقت، صعود قیمت نفت و انباشت ذخایر ارزی سبب شده تا دولت نه تنها سهم سالانه خود از درآمدهای نفتی را صرف هزینه‌های جاری نماید بلکه ذخایر ارزی انباشت شده را نیز صرف این نوع از هزینه‌های خود نموده است. همچنین چون ذخایر ارزی به اندازه کافی وجود داشته، دولت نیازی به تنوع بخشی به روش‌های تامین مالی خود ندیده است. اما با شروع روند کاهشی درآمدهای نفتی از سال ۱۳۸۸ به بعد، دولت ناچار شده به سراغ روش‌های دیگری برای تامین کسری تراز مالی خود برود. طبق نمودار ۴، از سال ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ بخش بزرگی از کسری تراز مالی از محل واگذاری شرکت‌های دولتی بوده و در سال‌های ۱۳۹۵ و ۱۳۹۶ انتشار اوراق بدهی ابزار دولت برای تامین کسری تراز مالی بوده است.

نمودار ۴ - سهم روش‌های مختلف تامین کسری تراز مالی دولت



■ سهم حساب ذخیره ارزی از تراز مالی ■ سهم فروش اوراق مالی اسلامی از تراز مالی ■ سهم واگذاری شرکت‌های دولتی از تراز مالی

منبع: نماگرهای اقتصادی، شماره‌های مختلف



۵. توصیف داده‌ها و روش مدل‌سازی

داده‌های مورد استفاده با تناوب فصلی شامل تولید ناخالص داخلی، کسری بودجه^۱، حجم نقدینگی (M2)، شاخص قیمت مصرف‌کننده (CPI) و نرخ دلار بازار آزاد از ۱۳۶۹:۱ تا ۱۳۹۶:۳ است. از داده‌های مربوطه (به جز کسری بودجه) لگاریتم طبیعی گرفته شده و در ادامه با فیلتر Census X12 اثرات فصلی هریک از متغیرهای مورد اشاره حذف شده است. سپس مدل‌سازی بر مبنای تفاضل لگاریتم متغیرها یا همان نرخ رشد پیوسته متغیرها انجام صورت گرفته است. در مورد کسری بودجه، از رشد ناپیوسته این متغیر در مدل‌سازی استفاده شده است. همچنین با استفاده از یک متغیر مجازی^۲، شکست انتظارات تورمی از سال ۱۳۹۲ با روی کار آمدن دولت یازدهم، کنترل شده است.

برای بررسی تاثیر کسری بودجه بر نرخ رشد اقتصادی و نرخ تورم ایران از مدل خودرگرسیون برداری ضمیمه شده به متغیرهای توضیحی (VARX) استفاده کرده و با تخمین مدل مبتنی بر روش پنجره انبساطی^۳، تاثیر متغیر با زمان کسری بودجه بر متغیرهای اقتصادی فوق‌الذکر به دست می‌آید تا اثر روش‌های مختلف تامین مالی کسری بودجه بر شدت تاثیر این متغیر بر تورم و نرخ رشد اقتصادی به دست آید.

تصریح مدل VARX به شکل معادله (۱) است:

$$\Delta y_t = A_0 + \sum_{i=1}^p A_i \Delta y_{t-i} + Bx_t + u_t$$

که در آن، $\Delta y_t = (\Delta y_{1,t}, \dots, \Delta y_{M,t})$ بردار متغیرهای موجود در مدل می‌باشد و Δ نماد نرخ رشد متغیرهاست. p نیز مرتبه وقفه است که با معیار اطلاعاتی آکائیک تعیین می‌شود. همچنین x_t حاوی متغیرهای توضیحی موجود در مدل است.

روش تخمین مورد استفاده، روش پنجره انبساطی است. به این ترتیب که ابتدا مدل VARX در پنجره تخمین مثلا ۱۳۶۹:۱ تا ۱۳۸۵:۱ به روش حداقل مربعات معمولی تخمین زده می‌شود و پارامترهای مورد نظر ذخیره می‌گردد. سپس بدون تغییر در نقطه ابتدایی پنجره، نقطه انتهایی پنجره یک فصل منبسط شده و تخمین در بازه ۱۳۶۹:۱ تا ۱۳۸۵:۲ انجام می‌گیرد. به همین شکل، رویه انبساط پنجره ادامه پیدا می‌کند تا کل دوره تخمین پوشش داده شود و پارامترهای مورد نظر ذخیره گردد.

^۱ منظور از کسری بودجه، کسری تراز مالی است که از حاصل جمع تراز عملیاتی و تراز سرمایه‌ای به دست می‌آید.

^۲ Dummy Variable

^۳ Expanding window



بیست و هشتمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی اصلاحات ساختاری برای ثبات مالی



تهران، مرکز همایش‌های بین‌المللی صدا و سیما - ۲۹ و ۳۰ خرداد ۱۳۹۷

۶. نتایج

تلاش شده تا مدل VARX به گونه‌ای تصریح شود که با واقعیات اقتصاد ایران انطباق خوبی داشته باشد. به همین منظور، متغیرهای نرخ تورم، نرخ رشد اقتصادی، رشد کسری بودجه، رشد نقدینگی و رشد نرخ دلار در بازار آزاد (به نمایندگی از نرخ ارز) به عنوان متغیرهای درون‌زا و متغیر مجازی شکست انتظارات تورمی به عنوان متغیر توضیحی وارد مدل شده است. تعداد وقفه‌های مدل مبتنی بر معیار آکائیک^۱ برابر با ۳ انتخاب شده است. باید دقت داشت که چون مدل مبتنی بر نرخ رشد متغیرها ساخته می‌شود بنابراین تفسیر نتایج مربوط به افق کوتاه‌مدت خواهد بود.

جدول ۱ نتایج حاصل از تخمین مدل در بازه زمانی ۱۳۶۹:۱ تا ۱۳۹۶:۳ را نشان می‌دهد. نکته‌ای که در مورد طراحی جدول وجود دارد این است که در هر معادله رگرسیون، به جای اینکه پارامترهای وقفه‌های اول تا سوم هر متغیر توضیحی به طور مستقل نمایش داده شود، فقط حاصل جمع پارامترهای وقفه‌های اول تا سوم آن متغیر نمایش داده شده است. همچنین در جمع زدن پارامتر وقفه‌های هر متغیر، فقط وقفه‌هایی که به لحاظ آماری معنادار هستند، در نظر گرفته می‌شود. بنابراین عدد صفر (۰) داخل هر خانه جدول به این معناست که مجموع وقفه‌های متغیر توضیحی مورد نظر تاثیر معناداری بر متغیر وابسته نداشته است. بنابراین اعداد غیر صفر جدول نماینده اثرات معنادار متغیرهای توضیحی بر متغیر وابسته است.

مطابق جدول ۱، حاصل جمع پارامترهای معنادار وقفه اول تا وقفه سوم رشد کسری بودجه، تاثیری مثبت بر نرخ تورم و نرخ رشد اقتصادی دارد. بنابراین در افق کوتاه‌مدت (۳ فصل یا ۹ ماه)، رشد کسری بودجه هم بر نرخ رشد اقتصادی می‌افزاید و هم بر نرخ تورم. بنابراین می‌توان گفت در طول دوره ۲۷ ساله مورد بررسی، کسری بودجه به گونه‌ای تامین مالی و هزینه شده است که آثار آن محدود به افزایش نرخ تورم نیست بلکه نرخ رشد اقتصادی را نیز در افق‌های کوتاه‌مدت افزایش داده است. از دیگر نتایج مهم جدول ۱ این است که در طول سه فصل، افزایش نرخ تورم با ضریب ۰/۲۵ به افزایش نقدینگی منجر شده است. علت این است که افزایش نرخ تورم به افزایش دستمزدها و نهایتاً افزایش نرخ رشد نقدینگی انجامیده است. همچنین در طول این سه فصل، نرخ رشد نقدینگی با ضریب ۰/۲۱ به نرخ تورم دامن زده و تاثیری بر نرخ رشد اقتصادی نداشته است. همچنین مشاهده می‌شود که رشد کسری بودجه با ضریب ۰/۰۰۰۶ بر رشد نرخ دلار در بازار آزاد تاثیر داشته است. معنای این یافته این است که در طول دوره ۲۷ ساله مورد بررسی، افزایش رشد کسری بودجه به بازار آزاد ارز سیگنال داده که وضع مالی دولت در حال وخیم شدن است و ممکن است دولت تصمیم بگیرد با استقراض از بانک مرکزی یا فروش گران‌تر ارز به بازار آزاد کسری بودجه خود را تامین مالی کند، بنابراین نرخ ارز در واکنش به این سیگنال‌ها جهت صعودی به خود گرفته است. همچنین مشاهده می‌شود که نرخ رشد تولید ناخالص داخلی با ضریب ۱۶۸/۵ - بر رشد کسری بودجه تاثیری منفی داشته است. علت این است که افزایش رشد اقتصادی

^۱ Akaike Criteria



احتمال تحقق کامل درآمدهای مالیاتی دولت را افزایش داده و از کانال کاهش کسری تراز عملیاتی، کسری بودجه را کاهش می‌دهد. نکته مهم دیگر این است که رشد نرخ دلار در بازار آزاد با ضریب $0/09$ - بر نرخ رشد اقتصادی تأثیری منفی داشته است. علت این است که بسیاری از تولیدات کشور وابسته به واردات مواد اولیه و کالاهای واسطه‌ای و سرمایه‌ای است. به همین دلیل رشد نرخ ارز می‌تواند هزینه تمام شده تولید را افزایش داده و اثری منفی بر رشد اقتصادی بگذارد.

جدول ۱: پارامترهای تخمین زده شده مدل VARX

متغیر برون‌زا	مجموع ۳ وقفه اول متغیرهای درون‌زا					
متغیر مجازی شکست تورم انتظاری	عرض از مبدا	رشد نرخ دلار بازار آزاد	نرخ رشد تولید ناخالص داخلی	رشد کسری بودجه	نرخ رشد نقدینگی	نرخ تورم
-۰,۰۰۶	۰,۰۰۱	۰,۰۰۵	۰,۰۰۷	۰,۰۰۰۰۲	۰,۰۲۱	۰,۰۳۳
۰,۰	۰,۰۰۳	۰,۰	۰,۰	۰,۰	۰,۰۲۷	۰,۰۲۵
-۰,۰۰۷	۰,۰۰۴	۰,۰	-۰,۰۰۵	۰,۰	۰,۰	۰,۰
۰,۰	۰,۰۰۰۰۹	-۰,۰۰۹	-۰,۰۰۳۸	۰,۰۰۰۰۲	۰,۰	۰,۰
۰,۰	۰,۰۰۵	۰,۰	۰,۰	۰,۰۰۰۰۶	۰,۰	۰,۰

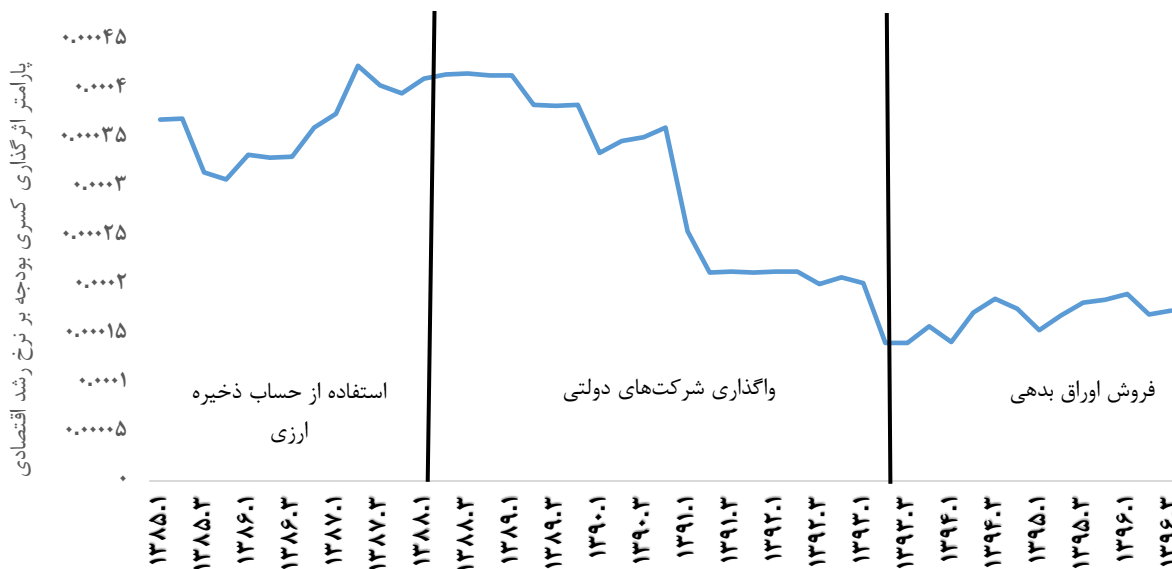
توضیحات: این جدول تخمین مدل VARX در بازه زمانی ۱۳۶۹:۱ تا ۱۳۹۶:۳ را نشان می‌دهد. در هر معادله رگرسیون، حاصل جمع پارامترهای وقفه‌های اول تا سوم هر متغیر توضیحی نمایش داده شده است. عدد صفر (۰) داخل هر خانه جدول به این معناست که مجموع



وقفه‌های متغیر توضیحی مورد نظر تاثیر معناداری بر متغیر وابسته نداشته است. اعداد غیر صفر جدول نماینده اثرات معنادار متغیرهای توضیحی بر متغیر وابسته است.

حال برای اینکه بتوان تاثیر متغیر با زمان رشد کسری بودجه بر نرخ تورم و نرخ رشد اقتصادی را به دست آورد، روش پنجره انبساطی به کار گرفته می‌شود. روش کار این است که ابتدا مدل VARX در بازه زمانی ۱:۱۳۶۹ تا ۱:۱۳۸۵ به روش حداقل مربعات معمولی تخمین زده می‌شود. سپس حاصل جمع پارامترهای وقفه اول تا وقفه سوم کسری بودجه در معادله نرخ تورم به عنوان تاثیر کسری بودجه بر نرخ تورم در ۹ ماه گذشته در نظر گرفته می‌شود. البته فقط وقفه‌هایی در نظر گرفته می‌شوند که به لحاظ آماری معنادار هستند. مثلاً اگر وقفه اول و سوم معنادار و وقفه دوم به لحاظ آماری بی‌معناست، حاصل جمع وقفه اول و سوم، به عنوان تاثیر کسری بودجه بر نرخ تورم در ۹ ماه گذشته در نظر گرفته می‌شود. به طور مشابه، حاصل جمع پارامترهای معنادار وقفه اول تا وقفه سوم کسری بودجه در معادله نرخ رشد اقتصادی به عنوان تاثیر کسری بودجه بر نرخ رشد اقتصادی در ۹ ماه گذشته خواهد بود. سپس با یک فصل انبساط در پنجره تخمین، مدل در بازه زمانی ۱:۱۳۶۹ تا ۲:۱۳۸۵ تخمین زده شده و حاصل جمع پارامترهای معنادار وقفه اول تا وقفه سوم کسری بودجه در معادله نرخ تورم و نرخ رشد اقتصادی ذخیره می‌گردد. انبساط پنجره تخمین به همین روال ادامه یافته و پارامترهای مربوط به تاثیر کسری بودجه بر دو متغیر اقتصادی مورد نظر ذخیره می‌گردند. به این ترتیب دو مسیر زمانی برای پارامتر تاثیر کسری بودجه بر نرخ تورم و نرخ رشد اقتصادی به دست می‌آید. نمودار ۵ و ۶ به ترتیب نمایانگر پارامتر اثرگذاری رشد کسری بودجه بر نرخ رشد اقتصادی و نرخ تورم است.

نمودار ۵- پارامتر اثرگذاری رشد کسری بودجه بر نرخ رشد اقتصادی



منبع: یافته های تحقیق

مطابق نمودار ۵، از ابتدای ۱۳۸۵ تا ابتدای ۱۳۸۸ که حساب ذخیره ارزی منبع اصلی تامین مالی کسری بودجه دولت بوده است، تاثیر کسری بودجه بر نرخ رشد اقتصادی، مثبت و در طول دوره با شیب صعودی افزایش یافته است. همان طور که در بخش های قبلی مقاله بحث شد، علت این است که وقتی تامین مالی کسری بودجه از محل حساب ذخیره ارزی انجام شود دولت ناچار بوده در مورد هزینه کرد این پول لا اقل هیات امنای حساب ذخیره ارزی را توجیه نماید و در مراحل بالاتر نسبت به مراجع نظارتی و سایر آحاد اقتصادی در خصوص هزینه کرد منابع حساب ذخیره ارزی پاسخگو باشد چراکه منابع حساب ذخیره ارزی نوعی ثروت بین نسلی بوده و دولت تنها زمانی اجازه داشته از منابع حساب ذخیره ارزی استفاده کند که درآمدهای نفتی سالانه محقق نمی شده است. از اینرو اگر درآمدهای نفتی سالانه محقق می شده (مثل اغلب سال های دهه ۸۰) و دولت باز هم اصرار به استفاده از حساب ذخیره ارزی برای جبران کسری بودجه خود داشته است آنگاه افکار عمومی و نهادهای نظارتی فشار مضاعفی را بر دولت وارد می کرده اند. بنابراین دولت تلاش می کرده تا کیفیت هزینه کرد خود را افزایش دهد تا فشار اجتماعی ناشی از برداشت از حساب ذخیره ارزی کنترل شود.

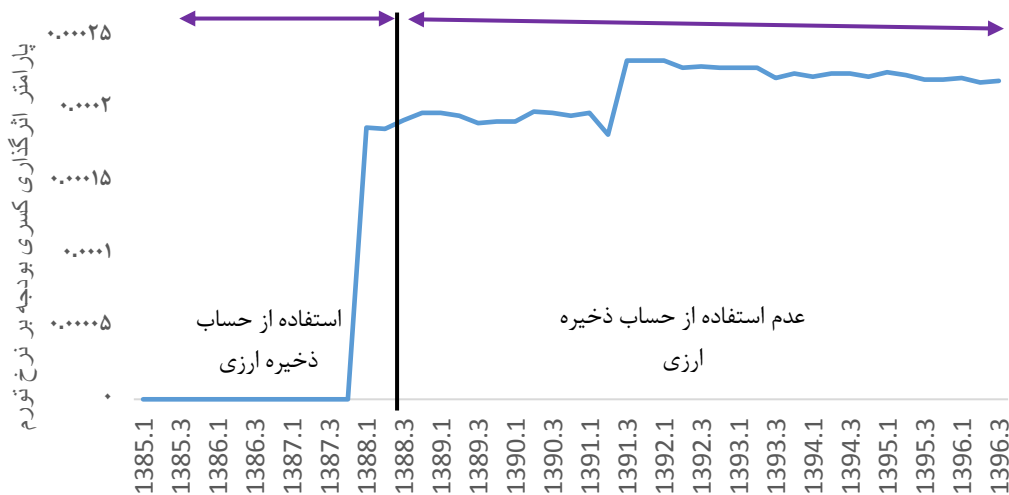
از نمودار ۵ مشاهده می شود که از ابتدای ۱۳۸۸ تا ابتدای ۱۳۹۴ که منابع حاصل از واگذاری شرکت های دولتی برای جبران کسری بودجه مورد استفاده قرار می گرفته است، هرچند تاثیر کسری بودجه بر رشد اقتصادی کماکان مثبت است اما شدت آن در طول این دوره پیوسته در حال کاهش بوده است. علت این امر را می توان در این نکته خلاصه کرد که چون دست دولت در واگذاری شرکت های دولتی باز است و نیازی نیست در مورد واگذاری آنها به نهادی پاسخگو باشد



بنابراین طبیعی است که کیفیت هزینه‌کرد منابع مالی به دست آمده از محل واگذاری‌ها به طور محسوسی کاهش یابد. در حقیقت، کاهش فشار افکار عمومی و عدم نظارت کافی از سوی نهادهای نظارتی سبب شده تا دولت دقت لازم را در نحوه‌ی هزینه‌کرد این منابع نداشته باشد.

همچنین از نمودار ۵ ملاحظه می‌گردد که در دوره ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۶ که فروش اوراق بدهی^۱ سهم بزرگی در تامین مالی کسری بودجه دولت داشته، تاثیر کسری بودجه بر رشد اقتصادی مثبت بوده و با شیب ملایمی در حال صعود است هرچند پارامتر اثرگذاری کسری بودجه بر رشد اقتصادی در این دوره تفاوت چندانی با دوره ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ ندارد. در واقع، به این دلیل که دولت ناچار است تعهد مالی بازپرداخت اصل و سود اوراق بدهی را بپذیرد بنابراین سعی می‌کند کیفیت هزینه‌کرد درآمدهای حاصل از فروش اوراق بدهی را افزایش دهد تا فروش اوراق بدهی برای دولت صرفه اقتصادی داشته باشد. بنابراین هرچند با فروش اوراق بدهی جمع بدهی‌های دولت در طول زمان افزایش می‌یابد اما به نظر می‌رسد دولت منابع به دست آمده را طوری هزینه کرده که به رشد اقتصادی کمک کرده است.

نمودار ۶- پارامتر اثرگذاری رشد کسری بودجه بر نرخ تورم



منبع: یافته‌های تحقیق

نمودار ۶ پارامتر اثرگذاری کسری بودجه بر نرخ تورم را به تصویر می‌کشد. مطابق نمودار، تا قبل از آغاز ۱۳۸۸ که دولت درآمدهای نفتی فراوانی در اختیار داشته و حتی برای تامین کسری بودجه خود از حساب ذخیره ارزی استفاده می‌کرده،

^۱ سهم عمده فروش اوراق بدهی در این دوره مربوط به واگذاری اسناد خزانه اسلامی بوده است.



بیست و هشتمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی اصلاحات ساختاری برای ثبات مالی



تهران، مرکز همایش‌های بین‌المللی صدا و سیما - ۲۹ و ۳۰ خرداد ۱۳۹۷

کسری بودجه تاثیری بر نرخ تورم نداشته است. در حقیقت، به دلیل اینکه ارز کافی در اختیار دولت قرار داشته و می‌توانسته برای تثبیت نرخ ارز، واردات ارزان قیمت و تامین بودجه سالانه از آن استفاده نماید، اثر تورمی کسری بودجه پنهان گردیده و تخمین‌های آماری رابطه‌ی بین کسری بودجه و نرخ تورم را صفر نشان می‌دهد. نتایج به دست آمده از پارامتر اثرگذاری رشد نقدینگی بر نرخ تورم در دوره ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۸ نیز نشان می‌دهد که رشد نقدینگی هیچ تاثیری بر نرخ تورم نداشته است. در واقع، مشابه اتفاقی که در مورد تاثیر کسری بودجه بر نرخ تورم به وقوع پیوسته، در مورد تاثیر رشد نقدینگی بر نرخ تورم نیز حادث شده است. در حقیقت، وفور درآمدهای نفتی و حداکثر استفاده‌ی دولت از این درآمدها در اداره‌کرد اقتصاد سبب شده تا آثار تورمی رشد نقدینگی و رشد کسری بودجه پنهان گردد.

اما از نمودار ۶ آشکار است که از آغاز ۱۳۸۸ به بعد که دولت ناچار شده برای تامین مالی کسری بودجه خود به واگذاری شرکت‌های دولتی و فروش اوراق بدهی روی آورد، ناگهان اثر تورمی کسری بودجه بر نرخ تورم آشکار می‌گردد. نکته دیگر نمودار ۶ این است که با وقوع تحریم‌های غرب علیه ایران در سال ۱۳۹۱ و محدودیت شدید درآمدهای نفتی، آثار تورمی کسری بودجه به طور دائمی به سطحی بالاتر منتقل شده است. بنابراین هرچه دولت محدودیت بیشتری در استفاده از درآمدهای نفتی را تجربه کرده، آثار تورمی کسری بودجه با شدت بیشتری آشکار شده است. به این ترتیب، هرچه روش تامین مالی کسری بودجه از درآمدهای نفتی فاصله می‌گیرد و به روش‌هایی نظیر واگذاری شرکت‌های دولتی و فروش اوراق بدهی نزدیک می‌شود، آثار تورمی کسری بودجه با شدت بیشتری آشکار می‌گردد.

۷. جمع‌بندی و توصیه سیاستی

مقاله حاضر به این سوال پاسخ داد که آیا محل هزینه‌کرد و نحوه‌ی تامین مالی کسری بودجه دولت به روش‌های مختلف، می‌تواند شدت و جهت تاثیر کسری بودجه بر مهم‌ترین متغیرهای اقتصاد کلان (نرخ تورم و نرخ رشد اقتصادی) را دستخوش تغییر نماید؟

نتایج به دست آمده از مقاله نشان داد که تاثیر کسری بودجه بر نرخ رشد اقتصادی به طور مستقیم از روش تامین مالی کسری بودجه تاثیر می‌پذیرد. به طوری که وقتی بار عمده تامین مالی کسری بودجه بر دوش حساب ذخیره ارزی است، کسری بودجه اثری مثبت بر رشد اقتصادی داشته و شدت آن نیز در طول زمان افزایش یافته است. اما زمانی که بار عمده تامین مالی کسری بودجه بر عهده واگذاری شرکت‌های دولتی قرار گرفته، هرچند تاثیر کسری بودجه بر رشد اقتصادی مثبت است اما نرخ آن کاهش یافته است. در حالی که وقتی عمده بار تامین مالی بر دوش اوراق بدهی گذاشته شده، تاثیر مثبت کسری بودجه بر رشد اقتصادی بار دیگر روند صعودی پیدا کرده است. در واقع، به این دلیل که دولت ناچار است تعهد مالی بازپرداخت اصل و سود اوراق بدهی را بپذیرد بنابراین سعی می‌کند کیفیت هزینه‌کرد درآمدهای حاصل از فروش اوراق بدهی را افزایش دهد تا فروش اوراق بدهی برای دولت صرفه اقتصادی داشته باشد. بنابراین هرچند با فروش اوراق



بیست و هشتمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی اصلاحات ساختاری برای ثبات مالی



تهران، مرکز همایش‌های بین‌المللی صدا و سیما - ۲۹ و ۳۰ خرداد ۱۳۹۷

بدهی جمع بدهی‌های دولت در طول زمان افزایش می‌یابد اما به نظر می‌رسد دولت منابع به دست آمده را طوری هزینه کرده که به رشد اقتصادی کمک کرده است. یافته دیگر مقاله این است که در دورانی که حساب ذخیره ارزی محل اصلی تامین مالی کسری بودجه بوده، کسری بودجه تاثیری بر نرخ تورم نداشته است اما وقتی واگذاری شرکت‌های دولتی و اوراق بدهی سهم بزرگی در تامین مالی کسری بودجه پیدا کرده، آثار تورمی این متغیر بروز نموده است.

نکته دیگر اینکه هرچند اطلاعات مناسبی در مورد کیفیت هزینه‌کرد کسری بودجه در دسترس نیست تا بتوان تاثیر مستقیم کیفیت هزینه‌کرد کسری بر متغیرهای اقتصاد کلان را سنجد اما یافته‌های مقاله نشان داد که روش تامین مالی کسری رابطه‌ای مستقیم با کیفیت هزینه‌کرد آن دارد به طوری که برخی روش‌های تامین کسری (نظیر فروش اوراق بدهی) کیفیت هزینه‌کرد کسری را افزایش داده و به افزایش رشد اقتصادی کمک می‌کنند.

توصیه سیاستی مقاله حاضر این است که اگر دولت تمایل دارد برای جبران کسری بودجه خود به راهی غیر از استفاده از درآمدهای نفتی و ذخایر ارزی متوسل شود، بهترین راه این است که بازار اوراق بدهی را توسعه دهد چراکه مبتنی بر یافته‌های مقاله، تامین مالی اوراق محور کسری بودجه می‌تواند اثرات مثبت کسری بودجه بر رشد اقتصادی را تقویت نماید.

منابع:

- اسلامی بیدگلی، غلامرضا و وحید محمودی و سیدمحسن سبحانی (۱۳۹۱)، بررسی رابطه بین کسری بودجه دولت، نقدینگی و تورم در ایران طی سال‌های ۵۷ تا ۸۷، نشریه دانش حسابرسی، سال دوازدهم، شماره ۴۸.
- امامی میبدی، مریم و سعید دایی کریمزاده (۱۳۹۲)، ارتباط تورم و رشد اقتصاد با کسری بودجه عمومی، فصلنامه مجلس و راهبرد، سال ۲۰، شماره ۷۵.
- دلاوری، مجید و سجاد بصیر (۱۳۹۱)، بررسی تأثیر بی‌ثباتی اقتصادی باتأکید بر کسری (مازاد) بودجه بر رشد اقتصادی در ایران، دوفصلنامه اقتصاد پولی، مالی (دانش و توسعه سابق) دوره جدید، سال نوزدهم، شماره ۳.
- موسوی آزاد کسمائی، افسانه (۱۳۷۷)، بررسی رابطه بین کسری بودجه و رشد اقتصادی در ایران طی دوره (۱۳۴۲ - ۵۷)، پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه الزهرا.
- عیسی‌زاده، سعید (۱۳۷۴)، بررسی تجربی رشد اقتصادی و سیاست‌های اقتصادکلان در ایران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه تهران.
- رضوی زاده، مصطفی (۱۳۸۳)، بررسی تجربی بین کسری بودجه و رشد اقتصادی در ایران طی دوره (۱۳۳۸ - ۸۱)، پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه تهران.



- دهقانی، علی، معصومه اchiایی و بیژن صفوی (۱۳۹۶)، بررسی رابطه بین کسری بودجه، تورم و عرضه پول در ایران، پژوهشنامه اقتصاد و کسب و کار، سال هشتم، شماره ۱۴.
- آل‌عمران، رویا، سید علی آل‌عمران و حسن علیزاده اصل (۱۳۹۰)، کسری بودجه‌ی دولت و رشد اقتصادی کشور ایران، مجله مطالعات اقتصادی دانشگاه آزاد اسلامی واحد شیراز، سال دوم، شماره ۳.
- Alavirad, A. & Athawale A. (2005), The Impact of the Budget Deficit on Inflation in the Islamic Republic of Iran. *OPEC Review*, 37-49.
- Barışık, S & Kesikoğlu, F. (2006), Türkiye'de Bütçe Açıklarının Temel Makroekonomik Değişkenler Üzerine Etkisi 1987-2003 VAR, Etki-Tepki Analizi, Varyans Ayırıştırması', *Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi*, 61(4), 59-82.
- Barro, R.J. (1991), "Economic Growth in A Cross Section of Countries", *Quarterly Journal of Economics*, 106, 407-444.
- Darrat, A. F. (1985), Inflation and Federal Budget Deficits: Some Empirical Results, *Public Finance Review*, 3(2), 206-215.
- Darrat, A. F. (2000), Are Budget Deficits Inflationary Reconsideration of the Evidence, *Applied Economics*, 7(10), 633-636.
- Dawn (2018), Saudi Arabia issues new sukuk to finance budget, Updated April 25, 2018: <https://www.dawn.com/news/1403753>.
- Eli, K. (2010), Financing the Budget Deficit in Philippines. *Philippines Institute for Development Studies*, 37-40.
- Ershad Hussain و Mohammed & Mahfuzul Haque (2017), Fiscal Deficit and Its Impact on Economic Growth: Evidence from Bangladesh, *Economies*, MDPI, 5, 37.
- Fakher, Hossein-Ali (2016), The Empirical Relationship between Fiscal Deficits and Inflation (Case Study: Selected Asian Economies), *Iran. Econ. Rev.* Vol. 20, No.4, pp. 551-579.
- Fatima, Goher & Mehboob Ahmed & Wali ur Rehman (2012), Consequential Effects of Budget Deficit on Economic Growth of Pakistan, *International Journal of Business and Social Science* Vol. 3 No. 7; April.



- George, K. (2009), Budget Deficits and Macro Economic Performance in Kenya: An Empirical Analysis, Nairobi: Regal Press Kenya Ltd.
- Hudson, M. (2011), How Economic Theory Came to Ignore the Role of Debt? Real World Economics Review, Vol. 6, 1-24.
- Huynh, N.D. (2007), Budget Deficit and Economic Growth in Developing Countries: The Case of Vietnam, Kansai Institute for Social and Economic Research (KISER).
- Jayaraman, T. K., & Chen, H. (2013), Budget Deficits and Inflation in Pacific Island Countries: A Panel Study, working paper, University of South Pacific, 2013/03, Retrieved from https://www.usp.ac.fj/fileadmin/files/schools/ssed/economics/working_papers/2013/WP-2013-03.pdf.
- Kaplanoglou, G., & Rapanos, V. (2013), Fiscal Deficits and the Role of Fiscal Governance, Economic Analysis and Policy, Vol. 43, 111-129.
- Kelly, T. (1997), Public Expenditures and Growth, Journal of Development Studies, 34(1), 60-84.
- Kosimbei, G. (2009), Budget Deficit and Macro-Economic Performance in Kenya: An Empirical Analysis. Nairobi: Regal Press Kenya.
- Kreiter, Zebulun & Tapas Kumar Paul (2010), Deficit Financing and Inflation in Bangladesh: A Vector Autoregressive Analysis, Munich Personal RePEc Archive (MPRA), Online at <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/45981/> MPRA Paper No. 45981, posted 8. April 2013.
- Kurantin, Napoleon (2017), The Effects of Budget Deficit on Economic Growth and Development: The Experience of Ghana (1994 - 2014), European Scientific Journal, February 2017 edition Vol.13, No.4 ISSN: 1857 - 7881 (Print) e - ISSN1857- 7431.
- Lin, H. Y., & Chu, H. P. (2013), Are Fiscal Deficits Inflationary? Journal of International Money and Finance, 32, 214-233.



- Magehema, Tulakemel Wa John (2015), The Effect of Budget Deficit on Economic Development in East African Countries, A Research Project Submitted in Partial Fulfilment of the Requirements for The Award of the Degree of Master of Science in Finance, School of Business, University of Nairobi.
- Metin, K. (1995), An Integrated Analysis of Turkish Inflation, Oxford Bulletin of Statistics and Economics, 57(4), 513-533.
- Molaei, M., & Golkhandan, A. (2013), Long-Term and Short-Term Effects of Budget Deficit on Economic Growth of Iran. Journal of Economic Strategy, 2(5), 95-115.
- Navaratnam, Ravinthirakumaran, and Kesavarajah Mayandy, (2016), Causal nexus between fiscal deficit and economic growth: Empirical evidence from South Asia. International Journal for Innovation Education and Research 8: 1-19.
- Nur Hayati, Abdul Rahman (2012), "The Relationship between Budget Deficit and Economic Growth from Malaysia's Perspective: An ARDL Approach", International Conference on Economics, Business Innovation IPEDR, 38: 54-58.
- Ojong, C. M. & Hycenth O. Owui & Charles Effiong (2013), Effect of Budget Deficit Financing On the Development of the Nigerian Economy: 1980-2008, European Journal of Business and Management, ISSN 2222-1905 (Paper) - ISSN 2222-2839 (Online), Vol.5, No.3, 2013
- Onuchuku, O. (1998), Inflation and stabilization policy measures in Nigeria. EMHAI, Choha. Port Harcourt.
- Rakesh U. (2016), \$500 Billion in Lost Oil Revenues Forces Gulf Nations to Turn to Debt Markets, Apr 27, 2016: <https://oilprice.com/Energy/Crude-Oil/500-Billion-In-Lost-Oil-Revenues-Forces-Gulf-Nations-To-Turn-To-Debt-Markets.html>.



- Ramu, Anantha M. R., and K. Gayithri (2016), Fiscal Deficit Composition and Economic Growth Relation in India: A Time Series Econometric Analysis. ISEC Working Paper 367; München: Munich University Library.
- Rana, Ebney Ayaj, and Abu N. M. Wahid (2016), Fiscal Deficit and Economic Growth in Bangladesh. A Time-Series Analysis, The American Economist 62: 31-42.
- Sahan, Fatih (2010), "A panel cointegration analysis of budget deficit and inflation for eu countries and turkey", 6th International Student Conference, Izmir University of Economics.
- Solomon, M. (2004), The Effect of a Budget Deficit on Inflation: The Case of Tanzania. Sajems NS, 1, 100-116.
- UN-ESCWA: United Nations Economic and Social Commission for Western Asia (2016), Domestic Public Resources in the Arab Region, Issue Brief Series in: <http://www.un.org>.
- Vit, K. (2004), The Possibilities of Budget Deficit Financing, Ministry of Finance of the Czech Republic, Vol. 44, pp. 1 - 17.
- Winnyrose, Moraa (2014), The Relationship Between Budget Deficit Financing and Economic Growth in Kenya, A Research Project Submitted to The School of Business in Partial Fullfillment of the Requirements for The Award of Degree of Master of Science in Finance in The University of Nairobi.
- Yılmaz, B. (2010), Türkiye Ekonomisinde 2000'li Yıllarda Bütçe Açıkları, Finansman Yöntemleri ve Makro Ekonomik Etkileri, YL Tezi, Trakya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İktisat Anabilim Dalı, Trakya.