

Financial Globalization on the Effectiveness of Monetary and Fiscal policies

Robab Azali^{*}, Seyed Ali Paytakhti Oskooe^{}**

Monire Dizaje^{*}, AliReza Tamizi^{****}**

Abstract

Globalization has created fundamental changes in various economic dimensions. In the economic dimension, the most important of these changes are expansion and integration of global markets, such as increasing the flow of finance and international market of capital, production relations and capital exchanges. This paper investigates the impact of financial globalization (FG) on the effectiveness of monetary and fiscal policies in the selected Islamic countries during the period 2000-2019 using the Panel VAR method. The results indicated that FG reduces the changes in GDP by interacting with the liquidity, so FG contributes to the effectiveness of monetary policy. But changes in GDP responded positively to the interactive shocks of FG and interest rates. Therefore, the effectiveness of monetary policy has decreased through interest rate Chanel. Inflation changes do not response to the interactive shocks of FG and liquidity in the long run. Therefore, in the long

* Ph.D.Student, Department of Economics , Tabriz Branch, Islamic Azad University,Tabriz, Iran.
Azali1390@yahoo.com

** Associate professor, Department of Economics, Tabriz Branch, Islamic Azad University,Tabriz, Iran (Corresponding Author), Oskooe@yahoo.com

*** Assistant professor, Department of Economics, Tabriz Branch, Islamic Azad University,Tabriz, Iran, mdizaji@yahoo.com

**** Assistant Professor, Department of Econommics , Payame Noor University,
al_tamizi@yahoo.com

Date received: 2022/2/10, Date of acceptance: 2022/7/5



Copyright © 2018, This is an Open Access article. This work is licensed under the Creative Commons Attribution 4.0 International License. To view a copy of this license, visit <http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/> or send a letter to Creative Commons, PO Box 1866, Mountain View, CA 94042, USA.

run, the interaction between FG and the liquidity has no effect on the effectiveness of monetary policy, while changes in inflation show a negative response to the interactive shocks of FG and interest rates. Indeed, the interaction of interest rates and FG reduces changes in inflation and increases the effectiveness of monetary policy through interest rates. Changes of GDP and inflation rates do not show a significant response to the interactive shocks of FG and government spending. Thus, FG in interaction with fiscal policy has no effect on changes in inflation and GDP, so it does not affect the effectiveness of fiscal policy.

Keywords: Financial Globalization, Monetary Policy Effectiveness, Fiscal Policy Effectiveness, Islamic Countries

JEL Classification: E52, E60, E62

جهانی شدن مالی و اثربخشی سیاست‌های پولی و مالی^۱

رباب ازلی*

سید علی پایتختی اسکویی**، منیره دیزجی***، علیرضا تمیزی****

چکیده

جهانی شدن تحولات اساسی در ابعاد مختلف ایجاد کرده است که در بعد اقتصادی مهم-ترین آن‌ها گسترش و یکپارچگی بازارهای جهانی، افزایش جریان‌های مالی و سرمایه‌یابی بین‌المللی، مناسبات تولیدی و مبادلات سرمایه می‌باشد. بر این اساس در این تحقیق به بررسی تأثیر جهانی شدن مالی بر اثربخشی سیاست‌های پولی و مالی در کشورهای اسلامی در دوره ۲۰۱۹-۲۰۲۰ با روش Panel VAR پرداخته شد. نتایج نشان داد جهانی شدن مالی با تعامل حجم نقدینگی باعث کاهش تغییرات تولید ناخالص داخلی شده و باعث افزایش اثربخشی سیاست پولی می‌شود؛ اما عکس‌العمل تغییرات تولید ناخالص داخلی به شوک‌های متغیر تعاملی جهانی شدن مالی و نرخ بهره حاکی از افزایش تغییرات تولید ناخالص داخلی است که حاکی از کاهش اثربخشی سیاست پولی از طریق نرخ بهره است. تغییرات نرخ تورم به شوک‌های متغیر تعاملی جهانی شدن مالی و حجم نقدینگی عکس‌العملی نشان نمی‌دهد. لذا تعامل جهانی شدن مالی و حجم نقدینگی تأثیری بر اثربخشی سیاست پولی ندارد؛ اما تغییرات نرخ تورم به شوک‌های متغیر تعاملی جهانی شدن مالی و نرخ بهره عکس‌العمل منفی نشان داد که حاکی از افزایش اثربخشی سیاست پولی از طریق نرخ بهره

* دانشجوی دکتری، گروه اقتصاد، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران azali1390@yahoo.com

** دانشیار گروه اقتصاد، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران (نویسنده مسئول)،
Oskooe@yahoo.com

*** استادیار گروه اقتصاد، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران، mdizaji@yahoo.com

**** استادیار گروه اقتصاد، دانشگاه پیام نور، al_tamizi@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۱۱/۲۱، تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۴/۱۴



Copyright © 2018, This is an Open Access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution 4.0 International, which permits others to download this work, share it with others and Adapt the material for any purpose.

است. تغییرات تولید ناخالص داخلی و نرخ تورم به شوک‌های متغیر تعاملی جهانی شدن مالی و مخارج مصرفی دولت عکس‌العمل معناداری نشان نمی‌دهد؛ بنابراین نتایج حاکی از عدم اثربخشی سیاست مالی است.

کلیدواژه‌ها: جهانی شدن مالی، اثربخشی سیاست پولی، اثربخشی سیاست مالی، کشورهای اسلامی

طبقه‌بندی E52,E60,E62:JEL

۱. مقدمه

جهانی شدن از اواسط دهه ۱۹۸۰ میلادی مورد توجه بسیاری از اقتصاددانان قرار گرفته است و این پدیده مستلزم تغییر در قالب فرآیند درهم تنیدگی اقتصادهای ملی از طرق مختلف از جمله تغییرات اجتماعی، اقتصادی و سیاسی است. در سال‌های اخیر حجم بازارهای مالی در مقایسه با حجم تجارت بین‌المللی با سرعت بالایی افزایش یافته و به یک عامل مهم در فرآیند یکپارچگی جهانی تبدیل شده است (صادقی و همکاران، ۱۳۹۵: ۸۸)؛ بنابراین، هرگونه ارتباط مالی کشورها با رویکردهای متفاوت منجر به گسترش ارتباطات جهانی و توسعه جهانی شدن مالی می‌شود (Prasad et al, 2003: 25). در چنین حالتی، عواملی همچون جریان‌های بین‌المللی سرمایه، گسترش روابط مالی و تشکیل بلوک‌ها و نواحی مالی منطقه-ای و بین‌المللی، همگرایی در نرخ‌های بهره منطقه‌ای و بین‌المللی و قدرت برابری خرید کشورهای همکار، کاهش کنترل‌ها و تشکیل اتحادیه‌های پولی منجر به ایجاد و توسعه جهانی شدن مالی شده و به عنوان جلوه‌های بارز و مشخص این پدیده مطرح می‌شوند؛ بنابراین جهانی شدن مالی موضوعی مرتبط با مالیه بین‌الملل است (گوگردچیان و همکاران، ۱۳۹۳: ۲۰۶). قبل از بحران مالی سال‌های ۲۰۰۷-۲۰۰۹، جهانی شدن مالی به نظر اقتصاددانان تأثیری بر اثربخشی سیاست‌های پولی نداشت و حتی می‌توانست اثرات مثبتی نیز بر آن‌ها و سیاست‌های مالی داشته باشد (Yellen, 2006; Bernanke, 2007; Weber, 2008; Kamin, 2010). بعد از بحران مالی نظرات مختلفی در خصوص تأثیر جهانی شدن مالی بر سیاست‌های پولی و مالی مطرح شد. برخی اذعان کردند که جهانی شدن مالی به دلیل سرریز سیاست‌های پولی خصوصاً کشور آمریکا به دیگر کشورها باعث شد که کنترل سیاست‌های پولی با مشکل مواجه شود (Shin, 2012; Rey, 2013; Agrippino and Rey, 2014; Bruno and

جهانی شدن مالی و اثربخشی سیاست‌های پولی و مالی (رباب ازلی و دیگران) ۵

(Shin, 2015)، بنابراین بحران مالی باعث شد که جهانی شدن مالی اثراتی بر سیاست‌های پولی وارد کند. در واقع گسترش جهانی شدن مالی باعث شد تحرک و جریان سرمایه بین کشورها به سهولت انجام گیرد که این امر توان کنترل بانک‌های مرکزی در کنترل نرخ بهره و به دنبال آن کنترل سیاست‌های پولی را با مشکلاتی مواجه کرد. در کنار کاهش کنترل بانک مرکزی بر سیاست‌های پولی، جهانی شدن مالی کنترل سیاست‌های پولی را نیز تحت تأثیر قرار می‌دهد.

با توجه به مبانی نظری نئوکلاسیک‌ها، جهانی شدن مالی و افزایش درجه باز بودن مالی باعث حرکت جریان سرمایه از اقتصادهای با سرمایه بالا و نرخ بازده انتظاری پایین به سمت اقتصادهای با سرمایه پایین که نرخ بازدهی انتظاری بالایی دارند می‌شود و این امر باعث تکمیل پس‌انداز داخلی در کشورهایی با سطح سرمایه پایین شده و سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد. از سوی دیگر، جریان سرمایه منجر به بهبود انتقال فناوری می‌شود و از طریق تخصیص بهینه منابع از طریق توزیع ریسک درآمدی هزینه سرمایه را کاهش می‌دهد و همچنین باعث افزایش بهره‌وری و رشد اقتصادی شده که با ایجاد ثبات در سطح کلان و استفاده مناسب از سیاست‌های کلان اقتصادی باعث تسریع گسترش بازارها می‌شود (حاضری‌نیری و همکاران، ۱۳۹۸: ۶۳). در حالی که استیگلیتز (Stiglitz, 2000) بر این عقیده بود که با توجه به این که نقض در بازارهای مالی بین‌المللی در مقایسه با بازارهای مالی داخلی بیشتر است، جهانی شدن مالی می‌تواند پرهزینه باشد (حاضری‌نیری و همکاران، ۱۳۹۸: ۶۴). همچنین مخالفان جهانی شدن مالی بر این عقیده بودند که جهانی شدن مالی باعث ایجاد اثربخشی بالاتر نمی‌شود حتی برعکس این فرایند، جریان‌های پول داغ ناشی از سفته‌بازی را تشویق کرده و همچنین تأثیر مثبت و مشخصی بر سرمایه‌گذاری و یا سایر متغیرهای حقیقی از جمله تولید را نخواهد داشت. (Rodrik, 1998; Bhagwhati, 1998; Stiglitz, 2000).

لذا مطالعه تأثیر جهانی شدن مالی بر اثربخشی سیاست‌های پولی و مالی در جهت کاهش اثرات نامطلوب جهانی شدن مالی و تدوین سیاست‌های پولی و مالی کارآمد متناسب با شرایط جدید جهانی شدن مالی ضروری است. چراکه اجرای سیاست‌های پولی و مالی متناسب با اثرات جهانی شدن مالی بر آثار سیاست‌های پولی و مالی بر متغیرهای کلان اقتصادی و اثربخشی آن‌ها یکی از ضروریات و وظایف سیاست‌گذاران اقتصادی است. از

طرفی کشورهای اسلامی بخش مالی داخلی چندان توسعه یافته‌ای ندارند. ادغام شدن دستگاه‌های مالی آن‌ها با دستگاه‌های مالی جهانی آثار به مراتب شدیدتری بر کنترل سیاست‌های پولی و مالی دارد. بر این اساس تحقیق حاضر سعی دارد آثار جهانی شدن مالی بر اثربخشی سیاست‌های پولی و مالی را در کشورهای اسلامی با استفاده از الگوی خودرگرسیون برداری پانلی در طول دوره ۲۰۱۹-۲۰۰۰ مورد بررسی قرار دهد. این مقاله در پنج بخش تدوین شده است که در بخش اول به مبانی نظری تحقیق، در بخش دوم به مرور مطالعات پیشین، در بخش سوم به معرفی روش پژوهش، در بخش چهارم به ارائه نتایج تحقیق و در نهایت در بخش پنجم به نتیجه‌گیری می‌پردازد.

۲. مبانی نظری

۱.۲ جهانی شدن مالی و پیامدهای آن در اقتصاد

جهانی شدن ابعاد متنوعی دارد و قابل تسری به جنبه‌های گوناگون اجتماعی، اقتصادی، سیاسی، حقوقی، فرهنگی و فناوری و محیط‌زیست است، از این رو هیچ اتفاق نظری بین نظریه‌پردازان در مورد تعریف دقیقی از جهانی شدن وجود ندارد. نظریه‌پردازانی مانند (Fukuyama, 2001:7-20) معنای عام جهانی شدن را مطرح کردند؛ اما کومسا (۱۳۷۸: ۱۸۲) جهانی شدن را نتیجه یکپارچگی در حوزه‌های اقتصادی، مالی و زیست‌محیطی تعریف کرد. کروگمن (۱۹۹۶) جهانی شدن را ادغام بازارهای جهانی و گسترش بین‌المللی مناسبات تولیدی و مبادلات سرمایه دانست.

جهانی شدن یا آزادسازی مالی یکی از مهم‌ترین ابزارهای تقویت سیستم مالی و ایجاد تحول در ساختار مالی کشورها از طریق ارتقای رقابت‌پذیری آن‌هاست. جهانی شدن مالی مفهومی است که به گسترش ارتباطات جهانی کشورها از طریق جریان‌های مالی بین‌المللی و سرمایه‌ای اشاره دارد. در واقع جهانی شدن مالی به افزایش جریان‌های مالی بین‌المللی و پیوستگی اقتصادهای جهان به یکدیگر، شرایط و امکانات برای دسترسی به فناوری‌ها و بازارهای جدید و گسترش ارتباطات جهانی از طریق جریان‌های مالی می‌پردازد (نصیری و همکاران، ۱۴۰۰: ۷۳). در چنین حالتی، عواملی همچون جریان‌های بین‌المللی سرمایه، گسترش روابط مالی و تشکیل بلوک‌ها و نواحی مالی و همگرایی در نرخ‌های بهره منطقه‌ای و بین‌المللی و قدرت برابری خرید کشورهای همکار، کاهش کنترل‌ها و تشکیل اتحادیه-

جهانی شدن مالی و اثربخشی سیاست‌های پولی و مالی (رباب ازلی و دیگران) ۷

های پولی منجر به توسعه جهانی شدن مالی شده و به‌عنوان جلوه‌های بارز این پدیده مطرح می‌شوند (Ni & Liu, 2019).

در ادبیات اقتصادی برای اندازه‌گیری جهانی شدن مالی (باز بودن مالی) از شاخص‌های مختلف از جمله گردش روزانه ارز خارجی، ذخایر اعتبارات بانکی فرامرزی، دارایی‌های بانکی خارجی (قادری و رستمی، ۱۳۹۵)، خالص جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و خالص جریان سرمایه خصوصی استفاده می‌شود (رائو، ۱۹۹۸). سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی نسبت به سایر منابع تأمین مالی خارجی و تحرک سرمایه، پایدار بوده و چندان فرآر نمی‌باشد. به عبارتی، به هنگام بروز رکود در کشور میزبان، این نوع تأمین منبع مالی خارجی نه تنها از کشور خارج نمی‌شود بلکه در صورت فعالیت مطلوب، آن کشور را در خروج از بحران و رکود یاری می‌کند. این نوع سرمایه‌گذاری مستقیم پذیرش ریسک بالاتر بوده و درآمد حاصل از آن نیز تضمین شده نیست. ولی عایدی آن نسبت به سرمایه‌گذاری غیرمستقیم، از درجه نقد شوندگی پایین‌تری برخوردار بوده و مستلزم کنترل سرمایه‌گذار بر سرمایه‌گذاری خویش بوده و همچنین، طول دوره سرمایه‌گذاری مستقیم طولانی‌تر از سرمایه‌گذاری غیرمستقیم است. همچنین در مطالعات متعددی از جمله (رائو، ۱۹۹۸؛ دادگر و ناجی، ۱۳۸۲؛ کریمی پتانلار و همکاران، ۱۳۸۹؛ گوگردچیان و همکاران، ۱۳۹۳؛ قادری و رستمی، ۱۳۹۵) از جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به‌عنوان شاخص جهانی شدن مالی استفاده شده است.

با این حال، جهانی شدن مالی دارای پیامدهایی است. روابط مالی بین کشورها در قرن اخیر با فراز و نشیب‌های مختلفی روبرو شده است و حتی بعد از جنگ جهانی دوم، کشورها با تشکیل نهادهایی مانند صندوق بین‌المللی پول و بانک جهانی وارد مرحله جدید شده است ولی در سال‌های اخیر این روابط شرایط جدیدی را تجربه کرده است، به‌گونه‌ای که موجب تعمیق و گسترش بازارهای مالی شده و بر متغیرهایی از جمله رشد اقتصادی و تجارت تاثیر گذاشته است. از این مرحله به‌عنوان جهانی شدن مالی یاد می‌شود و در چهارچوب تحولاتی مانند تشکیل اتحادیه‌های پولی، گسترش جریان‌های بین‌المللی سرمایه، یکپارچگی مالی و توسعه روابط مالی منطقه‌ای و بین‌المللی، تشکیل بلوک‌ها و نواحی مالی شکل گرفته است (گوگردچیان و همکاران، ۱۳۹۳: ۲۰۸). بر اساس دیدگاه گلداسمیت (۱۹۶۹) مک کینون (۱۹۶۳) درجه توسعه‌یافتگی مالی و رشد اقتصادی از

رابطه‌ای مثبت و قوی برخوردار هستند و این رابطه در فرآیند جهانی شدن مالی موجب نزدیکی رشد اقتصادی کشورها می‌شود. تشکیل اتحادیه‌های پولی باعث آزادسازی مالی و نقل و انتقال وجوه بین مرزها در فرآیند ادغام بین‌المللی بازارهای سرمایه و افزایش تحرک سرمایه می‌شود، به گونه‌ای که در چنین فرآیندی، دستیابی به ذخیره پس‌انداز برای اغلب اقتصادها و تشکیل منابع سرمایه‌گذاری و رشد بیش از پیش فراهم می‌شود (گوگردچیان و همکاران، ۱۳۹۳: ۲۰۸).

۲.۲ کانال‌های تأثیرگذاری جهانی شدن مالی بر اثربخشی سیاست‌های پولی و

مالی

یکی از چالش‌های مهم سیاست‌گذاران پولی بحث ماندگاری و زمان به اوج رسیدن اثر سیاست پولی است. چراکه در کوتاه‌مدت برای تثبیت فعالیت‌های اقتصادی و مدیریتی و کنترل تورم از سیاست‌های پولی استفاده می‌کنند و از طرف دیگر برای اقتصاددانان پرواضح است که بانک مرکزی برای اجرای موفقیت‌آمیز و کارآمد سیاست پولی باید از مکانیسم انتقال سیاست‌های پولی آگاهی و دانش کافی را داشته باشد (مرزبان و همکاران، ۱۳۹۵: ۷۲). سیاست‌های پولی از طریق کانال‌های مختلفی، اقتصاد کشور را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

کانال نرخ بهره (Interest Rate Chanel): کانال نرخ بهره یکی از مسیرهای استاندارد انتقال سیاست پولی از دیدگاه مکتب کینزین‌هاست. به این معنی که کاهش نرخ بهره حقیقی، باعث افزایش هزینه سرمایه شده و مخارج سرمایه‌گذاری را افزایش می‌دهد. درحالی‌که نرخ‌های بهره حقیقی پایین از طریق افزایش سرمایه ثابت تجاری، سرمایه‌گذاری خانوارهای داخلی، مخارج کالاهای بادوام مصرفی و موجودی سرمایه باعث افزایش تولید می‌شود (جلیلی و همکاران، ۱۳۹۶: ۱۸۰). به‌عنوان مثال با اعمال سیاست پولی انقباضی (کاهش حجم پول)، نرخ بهره افزایش می‌یابد که باعث کاهش سرمایه‌گذاری شده و از این رو تولید واقعی کاهش یافته و رکود اقتصادی به وجود می‌آید. با افزایش نرخ بهره داخلی، اختلاف نرخ بهره داخلی و خارجی بیشتر می‌شود که در گسترش جهانی شدن مالی کشور، تحرک سرمایه با سهولت بیشتری اتفاق می‌افتد و لذا امکان جریان سرمایه‌های خارجی به داخل افزایش می‌یابد که این امر می‌تواند تولید و رشد اقتصادی را افزایش دهد.

جهانی شدن مالی و اثربخشی سیاست‌های پولی و مالی (رباب ازلی و دیگران) ۹

لذا اثر اجرای سیاست پولی انقباضی در داخل، در اثر ورود سرمایه‌های خارجی خنثی می‌شود و این امر با توسعه بیشتر و گسترده‌تر جهانی شدن مالی نمود بیشتری پیدا کرده و اجرا و کنترل سیاست‌های پولی را با چالش مواجه می‌کند.

کانال نرخ ارز (Exchange Rate Chanel): این کانال از زمانی فعال می‌شود که تعدیلات نرخ سیاستی بانک مرکزی، موجب تغییرات اهرمی در بازار کوتاه‌مدت، نرخ‌های سپرده و تسهیلات شود. با قرار گرفتن نرخ ارز در کانال وام‌دهی بانک‌ها، تأثیر نرخ ارز بر روی تولید گسترش پیدا می‌کند. علاوه بر این نرخ ارز به تغییرات نرخ‌های کوتاه‌مدت اوراق قرضه دولتی عکس‌العمل نشان می‌دهد (Ghananchyan, 2014: 23). در کشورهایی که نرخ ارز انعطاف‌پذیر دارند، کانال نرخ ارز می‌تواند سازوکار قوی‌تری برای انتقال اثرات سیاست‌های پولی باشد (Mukherjee, 2011: 23). به‌عنوان مثال، سیاست پولی انقباضی (کاهش حجم پول)، باعث افزایش نرخ بهره می‌شود و جذابیت سپرده‌گذاری در داخل را نسبت به خارج از کشور افزایش می‌دهد، لذا تقاضای پول داخلی زیاد شده و پول داخلی با کاهش نرخ ارز تقویت می‌شود. افزایش ارزش پول داخلی موجب گران‌تر شدن کالاهای تولید داخل در نظر خریداران خارجی شده و خالص صادرات کشور کاهش می‌یابد که به دنبال آن تولید واقعی کم می‌شود (Krylova, 2002: 1)؛ اما با جهانی شدن مالی، به دلیل افزایش نرخ بهره در داخل در اثر سیاست پولی انقباضی، امکان ورود سرمایه خارجی فراهم می‌شود که می‌تواند بر نرخ ارز تأثیر گذاشته و باعث افزایش نرخ ارز و افزایش صادرات شود؛ بنابراین با گسترش جهانی شدن مالی اثربخشی سیاست‌های پولی تحت تأثیر قرار می‌گیرد.

کانال اعتباری (Credit Chanel): کانال اعتباری را می‌توان به دو کانال وام‌دهی بانک‌ها و کانال ترازنامه‌ای تفکیک کرد (Mukherjee, 2011: 5). بر اساس کانال وام‌دهی بانک‌ها، سیاست پولی انقباضی منجر به کاهش ذخایر قابل‌استفاده بانک‌های تجاری می‌شود. همچنین، سیاست پولی کنترل‌شده باعث کاهش جذب سپرده‌ها در بانک‌های تجاری از طریق اثرگذاری بر فعالیت‌های اقتصادی و لذا منجر به کاهش عرضه وام خصوصاً به شرکت‌های کوچک می‌شود که در نتیجه آن فعالیت‌های اقتصادی و تولیدی کاهش پیدا می‌کند. بر اساس کانال ترازنامه‌ای، سیاست پولی ترازنامه شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد. به این معنی که ارزش دارایی‌هایی را که شرکت‌ها به‌عنوان وثیقه استفاده می‌کنند تحت تأثیر قرار می‌دهد. لذا نرخ بهره بالا جریان نقدی را کاهش داده و قیمت دارایی‌های مالی را در

جهت منفی تغییر می‌دهد و این امر ارزش خالص شرکت‌ها و مخارج سرمایه‌گذاری را کاهش می‌دهد. در واقع وجوه قابل استقراض تحت تأثیر قرار گرفته و سرمایه‌گذاری را با چالش روبرو می‌کند (جلیلی و همکاران، ۱۳۹۶: ۱۸۰ و تقوی و لطفی، ۱۳۸۵: ۱۴۵)

هدف‌گذاری تورم به‌عنوان جدیدترین استراتژی پولی با تمرکز بر اقتصاد داخلی و وجود سیاست پولی مستقل و افزایش اعتبار بانک مرکزی، آثار شوک‌های تورمی را کاهش می‌دهد. با به‌کارگیری استراتژی هدف‌گذاری تورم انعطاف‌پذیر که در آن دو هدف تولید و تورم باهم در نظر گرفته شده است، اثرات منفی کاهش تورم بر تولید در یک مسیر زمانی بهینه کنترل می‌شود (Mishkin, 1999: 12). با وجود این که هدف‌گذاری تورم یکی از سیاست‌های محبوب پولی است، این سیاست در طول بحران مالی جهانی و رکود اقتصادی به دلیل ناتوانی در مورد خطرات مالی، عدم تعادل و شکست در انتقال سیاست‌های نرخ بهره مورد انتقاداتی قرار گرفت. سونسون (۲۰۱۰) بیان می‌کند که ممکن است فاکتورهای مالی اثر قوی و منفی بر مکانسیم انتقال داشته باشد. در مورد کشورهای در حال توسعه جایی که تورم در برخی موارد ناشی از طرف عرضه است، ممکن است کانال انتقال سیاست نرخ بهره به‌طور کارآمد عمل نکند (Agenor & Silva, 2013: 7). به‌صورت کلی انتظار می‌رود هدف‌گذاری تورمی در کشورهایی با ویژگی توسعه‌یافتگی مالی منجر به مدیریت تورم شود، در حالی که تأثیر این سیاست‌گذاری بر تغییرات تورم مبهم است. از یک طرف، سطح بالای توسعه مالی به بانک مرکزی این اجازه را می‌دهد تا با استفاده از نرخ‌های بهره به‌طور کارا تورم و نوسانات تورم را مدیریت نماید. علاوه بر این، اگر توسعه مالی در بردارنده دسترسی بیشتر به خدمات مالی باشد، این امر باعث هموارسازی مصرف‌شده و در نتیجه بانک مرکزی می‌تواند بیشتر بر روی تورم به‌عنوان عامل کاهنده ثبات تولید، تمرکز کند. بنابراین تسهیلات با نرخ پایین‌تر ثبات بیشتر نرخ تورم را به همراه دارد (Mehrotra & Yetman, 2015: 25). از طرف دیگر یک بانک مرکزی با هدف‌گذاری تورمی، ممکن است کمتر به تغییرات نرخ‌هایی که عوامل اقتصادی با آن پوشش ریسک می‌نمایند علاقه داشته باشد، که به نوبه خود می‌تواند نوسانات قیمت‌های داخلی را در برداشته باشد. به‌علاوه اینکه، دسترسی بیشتر به خدمات مالی به عوامل اقتصادی اجازه می‌دهد ریسک شوک‌های تورمی را پوشش دهند. بنابراین بانک مرکزی به تورم هدف اجازه تغییرات در دامنه گسترده‌تری را می‌دهد تا اهدافی مانند ثبات مالی و رشد تولید را حل کند (Ouyang & Rajan, 2019: 25).

جهانی شدن مالی و اثربخشی سیاست‌های پولی و مالی (رباب ازلی و دیگران) ۱۱

با توجه به تکانه‌های وارده به اقتصاد ایران طی سال‌های اخیر تغییر در روابط تجاری خارجی و بازار ارز، شناخت از روابط ساختاری اقتصاد را محدود کرده است و امکان استخراج قواعد در راستای اهداف سیاست پولی بسیار دشوار است. جدا از محدودیت‌های ابزاری، اجرایی کردن قاعده ابزاری در سطحی بالاتر، شناخت و دانش محدود راجع به ساختار اقتصاد و کانال انتقال اثر سیاست پولی از مشکلات این حوزه محسوب می‌شود. تصریح و اجرایی کردن قواعد ابزاری ساده سهل‌تر از قواعد هدف‌گذاری است. لذا تغییرات و نوسان‌های سال‌های اخیر، الگوپذیری و پیش‌بینی‌پذیری متغیرها را دشوارتر کرده است. در این شرایط، مشخص کردن تابع واکنش، فرآیندی همراه با یادگیری بوده و حرکت بر اساس قواعد بهینه پولی، اثربخشی سیاست پولی را افزایش می‌دهد (Taylor & Williams, 2011: 831).

در کنار سیاست‌های پولی، سیاست‌های مالی از دو کانال درآمدهای مالیاتی و مخارج دولت اجرا می‌شود. سیاست‌های مالی بخشی از سیاست‌های مدیریت تقاضا هستند که اثرگذاری آن‌ها بر متغیرهای کلان اقتصادی مانند مصرف، سرمایه‌گذاری، تورم، تولید ناخالص داخلی و اهداف کلان اقتصادی از جمله اهداف توزیعی، تخصیصی و تثبیتی، تحرک فعالیت‌های بخش‌های غیردولتی، استفاده از منابع راکد کشور و جهت‌دهی آن‌ها در مسیر رشد و توسعه به‌عنوان مهم‌ترین ویژگی‌های آن‌ها به شمار می‌آیند (غلامی و هژبرکیانی، ۱۳۹۵: ۲). از ویژگی‌های بارز این سیاست‌ها وجود وقفه‌هایی در تصمیم‌گیری، اجرا و همچنین تأثیرپذیری اثربخشی آن از زمان و محیط کلان اقتصادی است که سیاست‌های مزبور در آن اجرا می‌شوند. یک سیاست مالی خاص که در یک دوره زمانی مناسب و ضروری به نظر می‌رسد، ممکن است بعد از گذشت یک دوره اثربخشی خود را از دست بدهد؛ بنابراین، استفاده از سیاست‌های مالی و نوع آثاری که می‌تواند بر متغیرهای کلان داشته باشد همواره مورد توجه اقتصاددانان بوده است (رضاقلی‌زاده، ۱۳۹۳: ۴۰).

همان‌طور که بیان شد، سیاست‌های پولی از طریق کانال‌های مختلفی، اقتصاد کشور را تحت تأثیر قرار می‌دهد. از جمله کانال نرخ بهره، کانال نرخ ارز، کانال اعتباری و کانال هدف‌گذاری تورمی است. در کانال نرخ بهره تغییرات نرخ بهره داخلی و توسعه جهانی شدن مالی جریانات مالی بین‌المللی را تحت تأثیر قرار می‌دهد و اثرگذاری سیاست پولی از طریق نرخ بهره را با چالش روبرو می‌کند. همچنین کانال نرخ ارز از طریق قرار

گرفتن در کانال وام‌دهی بانک‌ها بر تولید تأثیرگذار است و لذا با جهانی شدن مالی و تحرک سرمایه نرخ ارز و به دنبال آن اهداف سیاست پولی دچار تغییر می‌شود و این امر اهداف سیاست‌گذاران پولی را تحت تأثیر قرار می‌دهد. علاوه بر این کانال اعتباری از طریق تأثیر بر تقاضای وام و عرضه وام سیاست‌های پولی را تحت تأثیر قرار می‌دهد. در شرایط جهانی شدن مالی امکان تأمین مالی بنگاه‌ها از منابع مالی خارجی فراهم می‌شود و این امر اثرگذاری سیاست پولی از طریق کانال اعتباری را دچار چالش می‌کند؛ بنابراین ملاحظه می‌شود که در شرایط توسعه جهانی شدن مالی، ابزارهای اعمال سیاست پولی توسط بانک مرکزی دچار تغییر شده و اثربخشی سیاست‌های پولی را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

۳. پیشنهاد تحقیق

گرگیادیس و مل (Georgiadis & Mehl, 2016) به بررسی جهانی شدن مالی و کارایی سیاست پولی در منتخبی از کشورها با استفاده از الگوی خودرگرسیون جهانی (GVAR) و با استفاده از داده‌های فصلی دوره زمانی ۲۰۰۹-۱۹۹۹ پرداختند. نتایج مطالعه آن‌ها نشان داد که در کشورهای منطقه یورو جهانی شدن مالی تأثیر مثبت بر کارایی سیاست پولی دارد. در حالی که کشورهای غیراروپایی و آمریکا و اقتصادهای نوظهور تأثیر منفی بر کارایی سیاست پولی داشت.

سامبا و امباسی (Samba & Mbassi, 2016) به بررسی تأثیر توسعه مالی بر اثربخشی سیاست‌های کلان اقتصادی در کشورهای عضو جامعه پولی و اقتصادی آفریقای مرکزی در دوره ۲۰۰۶-۱۹۸۶ با استفاده از روش داده‌های تابلویی پرداختند. نتایج نشان داد که در برخی کشورها توسعه مالی اثربخشی سیاست مالی را بهبود داده و متغیر عمق مالی با اثربخشی سیاست پولی ارتباط معنادار داشته است. شاخص اعتبارات پرداختی بانک‌های داخلی به بخش خصوصی با سیاست پولی ارتباطی نداشته است.

ما و لین (Ma & Lin, 2016) به بررسی توسعه مالی و اثربخشی سیاست پولی در ۴۱ کشور با روش داده‌های تابلویی پرداختند. آن‌ها از شاخص نسبت اعتبارات بخش خصوصی به تولید ناخالص داخلی و نسبت ارزش بازار سرمایه به تولید ناخالص داخلی و نسبت اعتبارات بخش خصوصی و ارزش بازار سرمایه به تولید ناخالص داخلی به‌عنوان

جهانی شدن مالی و اثربخشی سیاست‌های پولی و مالی (رباب ازلی و دیگران) ۱۳

شاخص توسعه مالی استفاده کردند. نتایج نشان داد اثربخشی سیاست پولی در سیستم‌های توسعه‌یافته مالی کاهش می‌یابد.

افیونگ و همکاران (Effiong et al, 2017) با بررسی تأثیر توسعه مالی بر اثربخشی سیاست‌های پولی در ۳۹ کشور آفریقایی در دوره ۲۰۱۵-۱۹۹۰ با روش داده‌های تابلویی نشان دادند که رابطه ضعیفی بین توسعه مالی و اثربخشی سیاست پولی وجود دارد.

آدیگوریولا (Adegoriola, 2018) با تحلیل اثربخشی سیاست‌های پولی و مالی در کشور نیجریه با روش تصحیح خطا در دوره ۲۰۱۵-۱۹۸۱ نشان داد که رابطه تعادلی بلندمدت بین سیاست‌های پولی و مالی و رشد اقتصادی وجود دارد و رابطه مستقیمی بین رشد پول و مخارج دولت با رشد اقتصادی و رابطه منفی بین نرخ بهره و کسری بودجه دولت با رشد اقتصادی برقرار است.

دی مندوکا و ناسیمنتو (de Mendonca & Nascimento, 2019) با بررسی عدم اثربخشی سیاست‌های پولی و ثبات اقتصادی با استفاده از مدل مرزی در دوره ۲۰۱۴-۱۹۹۰ و الگوی داده‌های تابلویی در ۴۲ کشور دنیا نشان دادند که باز بودن مالی و باز بودن اقتصاد اثرات مستقیمی بر اثربخشی سیاست پولی دارد.

تران و همکاران (Tran et al, 2021) با استفاده از داده‌های فصلی دوره ۲۰۱۹-۲۰۰۵ و با روش ARDL تأثیر جهانی شدن مالی بر استقلال سیاست پولی در ویتنام را بررسی کرده و نشان دادند که در کوتاه‌مدت جهانی شدن مالی باعث کاهش استقلال سیاست‌های پولی شده است. همچنین ثبات نرخ ارز نیز تأثیر منفی بر استقلال سیاست‌های پولی ویتنام داشته است.

غلامی و هژبرکیانی (۱۳۹۵) اثربخشی سیاست‌های مالی انبساطی در ایران در طول دوره ۱۳۳۸-۱۳۹۱ با روش VAR و آستانه‌ای بررسی کرده و نشان دادند که کاهش درآمدهای مالیاتی و افزایش مخارج دولت منجر به افزایش رشد اقتصادی شده و افزایش مخارج دولت در روش خودرگرسیون آستانه‌ای کاراترین محرک مالی است. توابع عکس‌العمل آنی الگوی خطی و رژیم بالا نشان داد که واکنش تولید ناخالص داخلی به درآمدهای مالیاتی در مدل خطی و در شرایط شکاف تولیدی مثبت، تقریباً یکسان است؛ اما آثار افزایش مخارج دولت بر تولید ناخالص داخلی در مدل خطی اختلاف زیادی با این آثار در رژیم بالا داشت.

مرزبان و همکاران (۱۳۹۵) با بررسی اثربخشی سیاست پولی در اقتصاد ایران با روش FAVAR و الگوریتم پیشینه‌سازی انتظارات با مدنظر قرار دادن ۱۲۰ متغیر اقتصادی در دوره ۱۳۶۸-۱۳۹۲ نشان دادند که شوک نرخ بهره اثر تأخیری بر بازار پول دارد. به طوری که با یک شوک ناشی از نرخ بهره، بازار پول با تأخیر سه‌ماهه نسبت به آن عکس‌العمل نشان می‌دهد.

قلی‌زاده کناری و همکاران (۱۳۹۶) به بررسی اثربخشی سیاست پولی در اقتصاد ایران در دوره ۱۳۷۳-۱۳۹۴ با روش برنامه‌ریزی پویا و با توجه به قید مکانیسم‌های انتقال پولی حداقل شده و قاعده سیاست پولی بهینه پرداختند. آن‌ها اثربخشی سیاست پولی را در دو دوره ۱۳۷۳-۱۳۸۳ و ۱۳۸۴-۱۳۹۴ بررسی کرده و نشان دادند که حساسیت سیاست‌گذاری پولی نسبت به انحراف تورم و شکاف تولید در دوره دوم نسبت به دوره اول افزایش یافته و نتایج در کل دوره مطابق با نتایج در دوره دوم است.

سعادت‌مهر و غفاری (۱۳۹۸) با استفاده از الگوی تعادل عمومی پویای تصاعدی (DSGE) در دوره ۱۳۹۴-۱۳۵۷ به بررسی اثر سیاست‌های پولی و مالی بر متغیرهای کلان اقتصادی ایران پرداخته و نشان دادند که افزایش حجم نقدینگی تأثیر مثبت بر تولید، سرمایه‌گذاری، اشتغال و نرخ تورم دارد؛ اما مخارج دولت، تأثیر مثبت بر تولید، اشتغال و تورم دارد، ولی منجر به کاهش سرمایه‌گذاری خصوصی شده است.

خلیلی عراقی و همکاران (۱۳۹۹) با بررسی رابطه بین توسعه مالی و اثربخشی سیاست پولی با استفاده از شاخص ترکیبی فازی در کشورهای OECD و OPEC در دوره ۲۰۰۱-۲۰۱۷ با روش منطق فازی نشان دادند که در کشورهای OPEC توسعه مالی ضعیف سبب افزایش اثربخشی سیاست‌های پولی بر تورم می‌شود. همچنین در کشورهای OECD توسعه مالی قوی سبب افزایش اثربخشی سیاست‌های پولی بر تورم و رشد می‌شود؛ بنابراین هرچه در سیستم مالی نواقص کمتری داشته باشد، واکنش کارگزاران اقتصادی به سیاست‌های پولی کارا بوده و این امر اثربخشی سیاست‌های پولی بر رشد تولید را کاهش می‌دهد.

زنگنه و همکاران (۱۳۹۹) تأثیر توسعه مالی بر اثربخشی سیاست پولی با تراز تجاری در اقتصاد ایران در دوره ۱۳۹۶-۱۳۵۸ با رهیافت کال من فیلتر بررسی کردند. نتایج نشان داد که رشد نقدینگی در ایران منجر به افزایش تورم و کاهش رشد اقتصادی شده و رشد نقدینگی چنانچه ناشی از تسهیلات اعطایی باشد، تأثیر منفی و معنادار و چنانچه رشد

جهانی شدن مالی و اثربخشی سیاست‌های پولی و مالی (رباب ازلی و دیگران) ۱۵

نقدینگی توسط بازار سرمایه جذب شود می‌تواند تأثیر مثبت و معنادار اندک به‌ویژه در دوران تحریم بر رشد اقتصادی داشته باشد. رشد نقدینگی چنانچه ناشی از تسهیلات اعطایی به بخش خصوصی باشد تأثیر منفی و معنادار بر اثرگذاری تراز تجاری در رشد اقتصادی دارد و چنانچه رشد نقدینگی به سمت بازار سهام هدایت شود می‌تواند منجر به بهبود تأثیرگذاری تراز تجاری در رشد اقتصادی شود.

نتایج مطالعات تجربی صورت گرفته در کشورهای مختلف اغلب حاکی از تأثیر معنادار توسعه مالی و جهانی شدن مالی بر اثربخشی سیاست‌های پولی است. باین حال تأثیر جهانی شدن مالی بر اثربخشی سیاست‌های پولی با سطح توسعه مالی کشورها مرتبط است و با افزایش سطح توسعه مالی داخلی، اثربخشی سیاست‌های مالی کاهش می‌یابد و در کشورهایی که سطح توسعه مالی داخلی ضعیف‌تری دارند، جهانی شدن مالی منجر به اثربخش‌تر شدن سیاست‌های پولی شده است.

۴. روش‌شناسی تحقیق

۱.۴ الگوی خودرگرسیون برداری پانلی

الگوی خودرگرسیون برداری پانلی PVAR بر اساس روابط تجربی که بین داده‌های تابلویی نهفته پایه‌گذاری شده است به صورت فرم خلاصه‌شده سیستم معادلات هم‌زمان مدنظر قرار می‌گیرد که هر کدام از متغیرهای درون‌زا بر روی وقفه‌های خود و وقفه‌های متغیرهای دیگر در سیستم رگرس می‌شوند. در رهیافت PVAR داده‌ها بعد از تبدیل هلمرت (Helmert transformation) در فرآیند تخمین قرار می‌گیرند و بدین ترتیب اثرات ثابت حذف می‌شود، بسیاری از مسائل اقتصادسنجی کلان مانند بررسی تأثیر شوک متغیرهای اقتصاد کلان، متغیرهای اقتصاد انرژی و متغیرهای مالی و دیگر متغیرها به شکلی مطرح می‌شوند که نمی‌توان داده‌های موردنیاز در یک دوره زمانی بلندمدت را جهت تحلیل آن شوک‌ها در قالب مدل‌های سری زمانی یافت. تحلیل این مسائل در قالب مدل‌های خودرگرسیون برداری تابلویی (PVAR) امکان‌پذیر است.

وقتی که ضرایب با وقفه یک متغیر تغییر علامت می‌دهند ضرایب برآورد شده الگوی خودتوضیح برداری مبتنی بر داده‌های تابلویی را نمی‌توان به راحتی تفسیر کرد. از این رو تابع

عکس‌العمل آنی را برآورد می‌کنند تا به کمک آن رفتار متغیرها را در طول زمان در اثر یک انحراف معیار تغییر در جمله اخلاص معادلات را مورد بررسی قرار دهند.

۲.۴ تصریح مدل و متغیرها

برای بررسی جهانی‌شدن مالی و اثربخشی سیاست‌های پولی و مالی در کشورهای اسلامی براساس مبانی نظری و مطالعات انجام‌گرفته مدل‌های تحقیق با استفاده از مطالعات (گرگیدیس و مل، ۲۰۱۶ و خلیلی عراقی و همکاران، ۱۳۹۹) به‌صورت زیر تصریح‌شده است.

- مدل‌های سیاست پولی

$$\begin{aligned}
 VPGDP_{it} &= \beta_0 + \sum_{i=1}^n \beta_i VPGDP_{i,t-i} + \sum_{i=1}^n \theta_i X_{i,t-i} + \sum_{i=1}^n \gamma_i M2_{i,t-i} \\
 &+ \sum_{i=1}^n \pi_i FDI_{i,t-i} + \sum_{i=1}^n \varphi_i (M2_{i,t-i} * FDI_{i,t-i}) \\
 &+ \varepsilon_{it}
 \end{aligned}
 \tag{مدل ۱}$$

$$\begin{aligned}
 VPGDP_{it} &= \beta_0 + \sum_{i=1}^n \beta_i VPGDP_{i,t-i} + \sum_{i=1}^n \theta_i X_{i,t-i} + \sum_{i=1}^n \gamma_i r_{i,t-i} \\
 &+ \sum_{i=1}^n \pi_i FDI_{i,t-i} + \sum_{i=1}^n \varphi_i (r_{i,t-i} * FDI_{i,t-i}) \\
 &+ \varepsilon_{it}
 \end{aligned}
 \tag{مدل ۲}$$

$$\begin{aligned}
 VIN_{it} &= \beta_0 + \sum_{i=1}^n \beta_i VIN_{i,t-i} + \sum_{i=1}^n \theta_i X_{i,t-i} + \sum_{i=1}^n \gamma_i M2_{i,t-i} \\
 &+ \sum_{i=1}^n \pi_i FDI_{i,t-i} + \sum_{i=1}^n \varphi_i (M2_{i,t-i} * FDI_{i,t-i}) \\
 &+ \varepsilon_{it}
 \end{aligned}
 \tag{مدل ۳}$$

$$\begin{aligned}
 VIN_{it} &= \beta_0 + \sum_{i=1}^n \beta_i VIN_{i,t-i} + \sum_{i=1}^n \theta_i X_{i,t-i} + \sum_{i=1}^n \gamma_i RIR_{i,t-i} \\
 &+ \sum_{i=1}^n \pi_i FDI_{i,t-i} + \sum_{i=1}^n \varphi_i (RIR_{i,t-i} * FDI_{i,t-i}) \\
 &+ \varepsilon_{it}
 \end{aligned}
 \tag{مدل ۴}$$

- مدل‌های سیاست مالی

$$\begin{aligned}
 VPGDP_{it} = & \beta_0 + \sum_{i=1}^n \beta_i VPGDP_{it,t-i} + \sum_{i=1}^n \theta_i X_{i,t-i} \\
 & + \sum_{i=1}^n \gamma_i GOV_{i,t-i} + \sum_{i=1}^n \pi_i FDI_{i,t-i} \\
 & + \sum_{i=1}^n \varphi_i (GOV_{i,t-i} * \Delta FDI_{i,t-i}) \\
 & + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

مدل ۵

$$\begin{aligned}
 VINFI_{it} = & \beta_0 + \sum_{i=1}^n \beta_i VINFI_{it,t-i} + \sum_{i=1}^n \theta_i X_{i,t-i} + \sum_{i=1}^n \gamma_i GOV_{i,t-i} \\
 & + \sum_{i=1}^n \pi_i FDI_{i,t-i} + \sum_{i=1}^n \varphi_i (GOV_{i,t-i} * FDI_{i,t-i}) \\
 & + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}$$

مدل ۶

شرح متغیرهای مدل‌های تصریح شده به شرح جدول ۱ ارائه شده است.

جدول (۱) شرح متغیرهای تحقیق

نام متغیر	علامت اختصاری	شرح متغیر
سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی	FDI _{it}	جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی نسبت به تولید ناخالص داخلی (به درصد) به‌عنوان پروکسی جهانی شدن مالی
اندازه دولت	GOV _{it}	مخارج مصرفی دولت نسبت به تولید ناخالص داخلی (به درصد)
حجم نقدینگی	M2 _{it}	حجم پول و شبه پول (نقدینگی) نسبت به تولید ناخالص داخلی (به درصد)
نرخ بهره	RIR _{it}	نرخ بهره داخلی (به درصد)
تشکیل سرمایه ثابت ناخالص داخلی	GFC	تشکیل سرمایه ثابت ناخالص داخلی نسبت به تولید ناخالص داخلی (به درصد)
نرخ ارز حقیقی	REEXC	نرخ ارز حقیقی که از حاصل ضرب نرخ ارز اسمی با نسبت شاخص قیمت داخلی و خارجی محاسبه شده است.
تغییرات تولید ناخالص داخلی سرانه حقیقی	VPGDP _{it}	تغییرات تولید ناخالص داخلی سرانه حقیقی کشورهای مورد مطالعه که با استفاده از فیلتر هاردیک-پروسکات برآورد شده است.
تغییرات نرخ تورم	VINFI _{it}	تغییرات نرخ تورم کشورهای مورد مطالعه که با استفاده از فیلتر هاردیک-پروسکات برآورد شده است.

متغیر تعامل نرخ بهره و جهانی شدن مالی	$RIR_{i,t-i} * FDI_{i,t-i}$	حاصل ضرب نرخ بهره با سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (به درصد)
متغیر تعامل حجم نقدینگی و جهانی شدن مالی	$M2_{i,t-i} * FDI_{i,t-i}$	حاصل ضرب حجم نقدینگی با سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (به درصد)
متغیر تعامل اندازه دولت و جهانی شدن مالی	$GOV_{i,t-i} * FDI_{i,t-i}$	حاصل ضرب اندازه دولت با سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی (به درصد)

منبع آمار متغیرها: WDI(2020)

۵. برآورد مدل و نتایج

۱.۵ آمارهای توصیفی متغیرها

آمارهای توصیفی متغیرهای تحقیق در ۱۸ کشور منتخب اسلامی در طول دوره زمانی ۲۰۱۹-۲۰۰۰ در جدول ۲ نشان داده شده است.

جدول (۲) آمارهای توصیفی متغیرهای تحقیق

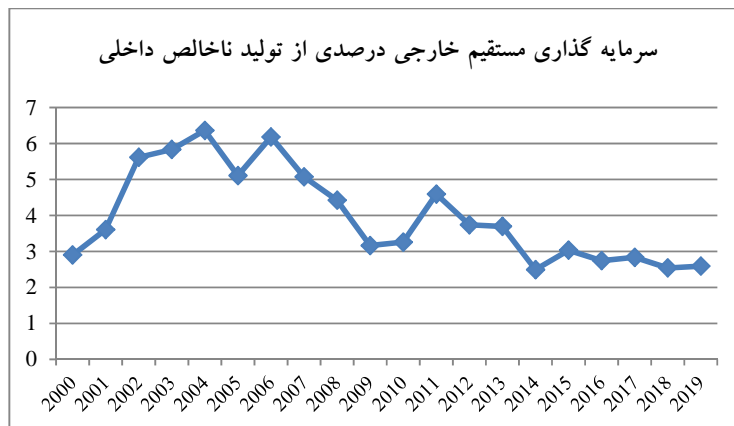
متغیرها	میانگین	حداکثر	حداقل	کشیدگی	چولگی	تعداد مشاهدات
حجم نقدینگی نسبت به تولید ناخالص داخلی	۵۳/۷۸	۱۴۰/۰۹	۸/۶۸	۰/۹۲	۲/۹۵	۳۳۶
سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی نسبت به تولید ناخالص داخلی	۳/۹۹	۵۵/۰۷	-۳/۱۷	۴/۹۹	۳۶/۶۳	۳۳۶
نرخ بهره	۵/۹۷	۴۷/۹۹	-۲۹/۷۰	۰/۴۲	۴/۸۵	۳۳۶
اندازه دولت نسبت به تولید ناخالص داخلی	۱۳/۱۳	۲۹/۹۷	۰/۹۵	۰/۵۷	۳/۱۲	۳۳۶
تشکیل سرمایه ثابت ناخالص داخلی نسبت به تولید ناخالص داخلی	۲۲/۷۹	۵۷/۷۱	۱/۰۹	۰/۵۲	۴/۱۸	۳۳۶

منبع: محاسبات تحقیق

از آنجاکه در تحقیق حاضر از شاخص جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی نسبت به تولید ناخالص داخلی به‌عنوان پروکسی جهانی شدن مالی در کشورهای منتخب اسلامی

جهانی شدن مالی و اثربخشی سیاست‌های پولی و مالی (رباب ازلی و دیگران) ۱۹

استفاده شده است، روند این شاخص به حالت میانگین کشورهای اسلامی مورد مطالعه در طول دوره زمانی ۲۰۱۹-۲۰۰۰ در نمودار ۱ نشان داده شده است.



نمودار (۱): روند متوسط سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی در کشورهای منتخب اسلامی در طول دوره زمانی ۲۰۱۹-۲۰۰۰ (منبع: محاسبات تحقیق)

همان‌طور که در نمودار ۱ مشاهده می‌شود، روند شاخص جهانی شدن مالی (سرمایه-گذاری مستقیم خارجی) در کشورهای اسلامی در طول دوره زمانی ۲۰۱۹-۲۰۰۰ از سال ۲۰۰۰ تا سال ۲۰۰۶ روند افزایشی داشته است. به‌گونه‌ای در سال ۲۰۰۶ به رقم بالای ۶ درصد تولید ناخالص داخلی رسیده است؛ اما از سال ۲۰۰۷ تا ۲۰۰۹ جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی کاهش یافته که در سال ۲۰۰۹ به رقم تقریباً ۳ درصد رسیده است؛ اما مجدداً در سال‌های ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۳ اندکی کاهش داشته است و از سال ۲۰۱۴-۲۰۱۹ در دامنه ۲ تا ۳ درصد قرار گرفته است.

۲.۵ نتایج آزمون مانایی متغیرها

به‌منظور اجتناب از رگرسیون کاذب و جعلی در انجام تخمین سری‌های زمانی بررسی وضعیت مانایی متغیرها ضروری هست؛ زیرا در صورت استفاده از سری‌های ناماننا در برآوردهای اقتصادسنجی، نتایج به‌دست‌آمده قابل تفسیر و اعتماد نخواهد بود. برای بررسی مانایی متغیرها در داده‌های تابلویی آزمون‌های لوین، لین و چو (Levin, Lin and Chu)، ایم،

پسران و شین (IM, Pesaran and Shin)، دیکی فولر تعمیم یافته فیشر (Fisher-type test using) و آزمون فیلیپس و پرون فیشر (Augmented Dickey-Fuller Fisher-type test using) و آزمون فیشر (Augmented Philips-Prawn)، چوئی، برایتونگ و هاردی (Choi, Breitung & Hardi) معرفی شده‌اند؛ بنابراین در این قسمت از تحقیق با استفاده از آزمون ریشه واحد لوین، لین و چو (LLC) مانایی متغیرها بررسی شده است. اگر قدر مطلق آماره آزمون کوچک‌تر از قدر مطلق مقادیر بحرانی و یا ارزش احتمال آماره آزمون کوچک‌تر از ۵ درصد باشد، فرضیه صفر مبنی برداشتن ریشه واحد (نامانا بودن) رد شده و فرضیه جایگزین مبنی بر مانایی متغیر پذیرفته می‌شود. نتایج به دست آمده از این آزمون در جدول ۳ ارائه شده است.

جدول شماره (۳): نتایج آزمون مانایی متغیرها

متغیر	علامت اختصاری	شرایط آزمون	آماره آزمون	احتمال
تغییرات تولید ناخالص داخلی سرانه	VPGDP	با عرض از مبدأ و روند	-۳/۱۶	۰/۰۰۰۸
تغییرات نرخ تورم	VINF	با عرض از مبدأ و روند	-۱۱/۶۶	۰/۰۰۰۰
حجم نقدینگی	M2	با عرض از مبدأ و روند	-۲/۳۲	۰/۰۱۰۱
نرخ بهره	RIR	با عرض از مبدأ و روند	-۹/۶۷	۰/۰۰۰۰
سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی	FDI	با عرض از مبدأ و روند	-۶/۷۰	۰/۰۰۰۰
اندازه دولت	GOV	با عرض از مبدأ و روند	-۳/۵۷	۰/۰۰۰۲
اثر تعاملی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و حجم نقدینگی	M2FDI	با عرض از مبدأ و روند	-۹/۷۷	۰/۰۰۰۰
اثر تعاملی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و نرخ بهره	RIRFDI	با عرض از مبدأ و روند	-۱۲/۰۸	۰/۰۰۰۰
اثر تعاملی سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی و اندازه دولت	GOVFDI	با عرض از مبدأ و روند	-۹/۵۴	۰/۰۰۰۰
نرخ ارز	REEXC	با عرض از مبدأ و روند	-۳/۶۸	۰/۰۰۰۱
تشکیل سرمایه ثابت ناخالص داخلی	GFC	با عرض از مبدأ و روند	-۴/۶۰	۰/۰۰۰۰

منبع: محاسبات تحقیق

جهانی شدن مالی و اثربخشی سیاست‌های پولی و مالی (رباب ازلی و دیگران) ۲۱

نتایج به دست آمده از آزمون مانایی متغیرها در جدول ۳ حاکی از مانایی تمامی متغیرها در سطح هستند.

۳.۵ نتایج آزمون تعیین وقفه بهینه مدل‌ها

نتایج آزمون تعیین وقفه بهینه متغیرها بر اساس حداقل معیار شوارتز-بیزین در جدول ۴ ارائه شده است.

جدول شماره (۴): نتایج تعیین وقفه بهینه متغیرها

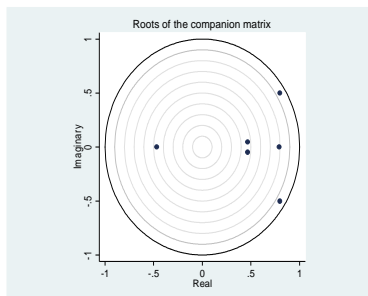
وقفه/مدل	مدل ۱	مدل ۲	مدل ۳	مدل ۴	مدل ۵	مدل ۶
۱	-۲۸۶/۹	-۲۶۰/۹	-۲۷۲/۴	-۲۴۵/۳	-۲۶۱/۹	-۲۴۸/۸
۲	-۱۴۲/۴	-۱۴۰/۵	-۱۴۶/۹	-۱۵۲/۸	-۱۳۹/۳	-۱۴۲/۳

منبع: محاسبات تحقیق

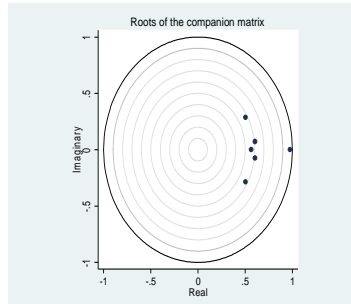
نتایج آزمون تعیین وقفه بهینه متغیرها در جدول ۴ بر اساس معیار شوارتز-بیزین نشان می‌دهد که حداقل مقدار این آماره در وقفه یک بوده است؛ بنابراین وقفه بهینه متغیرها در برآورد مدل‌ها یک تعیین شد.

۴.۵ نتایج آزمون پایداری مدل‌ها

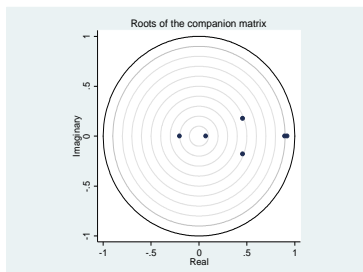
آزمون ثبات مدل یا پایداری مدل بیان می‌کند که مدل معکوس‌پذیر است و شامل بی‌نهایت بردار میانگین متحرک است که می‌تواند برای تفسیر توابع عکس‌العمل آنی و تجزیه واریانس به کار رود. نتایج آزمون پایداری مدل‌ها در نمودار ۲ نشان داده شده است.



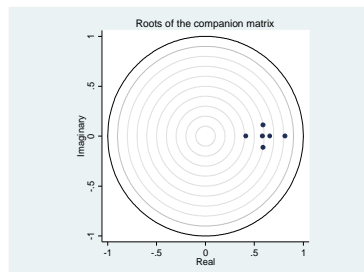
مدل ۲



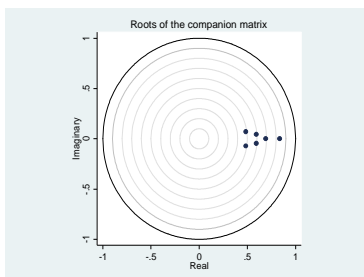
مدل ۱



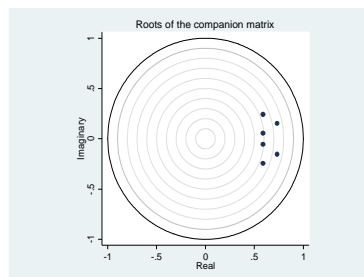
مدل ۴



مدل ۳



مدل ۶



مدل ۵

نمودار شماره (۲): نتایج آزمون پایداری مدل‌ها منبع: یافته‌های تحقیق

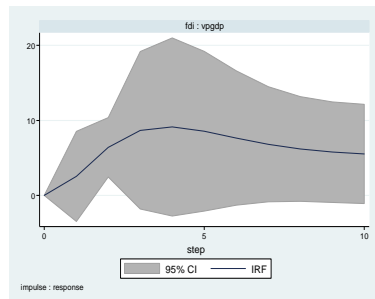
در نمودار ۲ مقادیر ویژه مدل‌های برآورد شده در داخل دایره واحد قرار دارد که بیانگر پایداری مدل‌هاست.

۵.۵ نتایج آزمون پاسخ به شوک‌ها

در این بخش به بررسی تأثیر جهانی شدن مالی بر اثربخشی سیاست‌های پولی و مالی با استفاده از آزمون پاسخ به شوک‌ها پرداخته می‌شود.

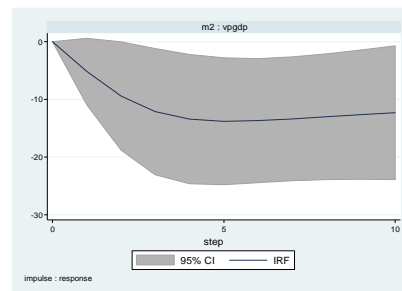
الف) تأثیر سیاست پولی (حجم نقدینگی) بر تغییرات تولید

نتایج آزمون عکس‌العمل تغییرات تولید ناخالص داخلی حقیقی سرانه به شوک‌های جهانی شدن مالی، حجم نقدینگی (سیاست پولی)، اثر تعاملی جهانی شدن مالی و حجم نقدینگی، نرخ ارز حقیقی و تشکیل سرمایه ثابت ناخالص داخلی در نمودارهای ۲ تا ۶ نشان داده شده است.



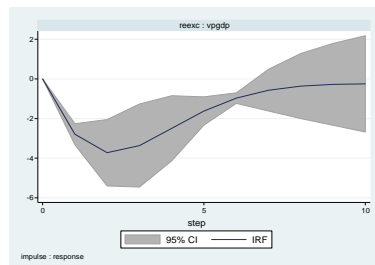
نمودار ۴: پاسخ به شوک تغییرات تولید به

شوک جهانی شدن مالی



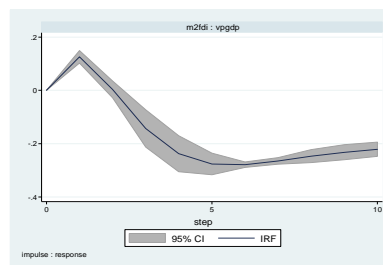
نمودار ۳: پاسخ به شوک تغییرات تولید به

شوک حجم نقدینگی



نمودار ۶: پاسخ به شوک تغییرات تولید به

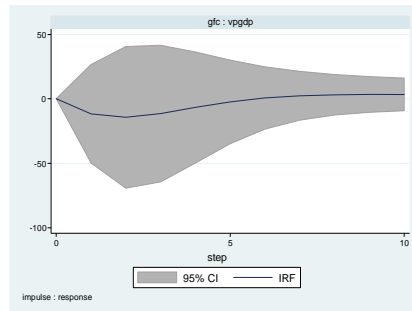
شوک نرخ ارز حقیقی



نمودار ۵: پاسخ به شوک تغییرات تولید به

شوک متغیر تعاملی حجم نقدینگی و

جهانی شدن مالی



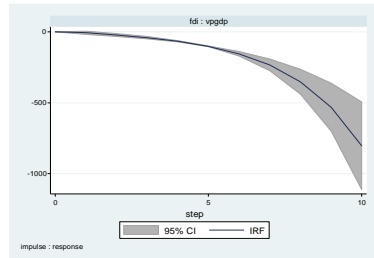
نمودار ۷: پاسخ به شوک تغییرات تولید به شوک تشکیل سرمایه ثابت ناخالص داخلی
منبع: محاسبات تحقیق

در نمودار ۳ تغییرات تولید ناخالص داخلی حقیقی سرانه نسبت به شوک‌های حجم نقدینگی عکس‌العمل منفی نشان می‌دهد که از دوره ۴ به حالت پایدار و منفی می‌رسد. در نمودار ۴ تغییرات تولید ناخالص داخلی حقیقی سرانه نسبت به شوک‌های جهانی شدن مالی عکس‌العمل مثبت دارد که از دوره ۵ تقریباً پایدار ادامه پیدا می‌کند. در نمودار ۵ تغییرات تولید ناخالص داخلی حقیقی سرانه نسبت به شوک‌های متغیر تعاملی حجم نقدینگی و جهانی شدن مالی در دوره اول عکس‌العمل مثبت و از دوره دوم به بعد عکس‌العمل منفی نشان داده است. در نمودارهای ۶ و ۷ تغییرات تولید ناخالص داخلی حقیقی سرانه نسبت به شوک‌های نرخ ارز حقیقی و تشکیل سرمایه ثابت ناخالص داخلی عکس‌العمل منفی نشان می‌دهند که در بلندمدت تعدیل شده و به صفر می‌رسد.

ب) تأثیر سیاست پولی (نرخ بهره) بر تغییرات تولید

نتایج آزمون عکس‌العمل تغییرات تولید ناخالص داخلی حقیقی سرانه به شوک‌های جهانی شدن مالی، نرخ بهره (سیاست پولی)، اثر تعاملی جهانی شدن مالی و نرخ بهره، نرخ ارز حقیقی و تشکیل سرمایه ثابت ناخالص داخلی در نمودارهای ۸ تا ۱۲ نشان داده شده است.

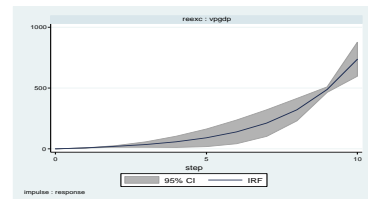
جهانی شدن مالی و اثربخشی سیاست‌های پولی و مالی (رباب ازلی و دیگران) ۲۵



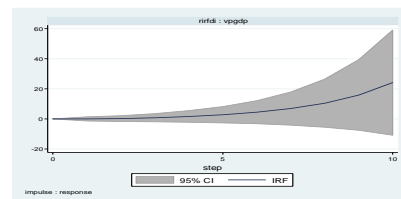
نمودار ۹: پاسخ به شوک تغییرات تولید به شوک جهانی شدن مالی



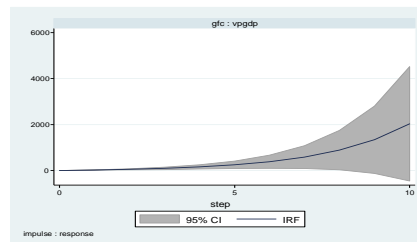
نمودار ۸: پاسخ به شوک تغییرات تولید به شوک نرخ بهره



نمودار ۱۱: پاسخ به شوک تغییرات تولید به شوک نرخ ارز حقیقی



نمودار ۱۰: پاسخ به شوک تغییرات تولید به شوک متغیر تعاملی جهانی شدن مالی و نرخ بهره



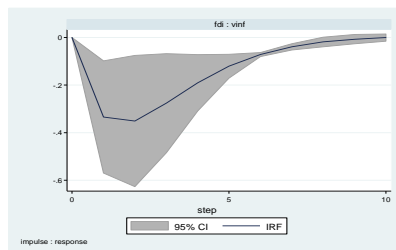
نمودار ۱۲: پاسخ به شوک تغییرات تولید به شوک تشکیل سرمایه ثابت ناخالص داخلی
منبع: محاسبات تحقیق

در نمودار ۸ تغییرات تولید ناخالص داخلی حقیقی سرانه نسبت به نرخ بهره در دوره اول عکس‌العمل مثبت و بعد از آن عکس‌العمل مثبت کاهشی و از دوره ۴ عکس‌العمل منفی نشان می‌دهد. در نمودار ۹ تغییرات تولید ناخالص داخلی حقیقی سرانه نسبت به شوک‌های جهانی شدن مالی عکس‌العمل منفی نشان می‌دهد که از دوره ۵ عکس‌العمل آن شدیدتر می‌شود. در نمودار ۱۰ تغییرات تولید ناخالص داخلی حقیقی سرانه نسبت به شوک‌های متغیر تعاملی نرخ بهره و جهانی شدن مالی تا دوره ۴ عکس‌العمل جزئی نشان داده است که از

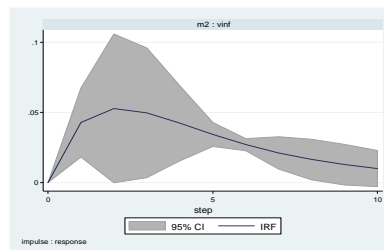
دوره ۵ عکس‌العمل آن مثبت و فزاینده است. در نمودار ۱۱ تغییرات تولید ناخالص داخلی سرانه حقیقی از دوره ۵ عکس‌العمل قابل توجه به شوک‌های نرخ ارز حقیقی نشان می‌دهد و این حالت در عکس‌العمل تغییرات تولید ناخالص داخلی حقیقی به شوک تشکیل سرمایه ثابت ناخالص داخلی نیز مشاهده می‌شود.

ج) تأثیر سیاست پولی (حجم نقدینگی) بر تغییرات تورم

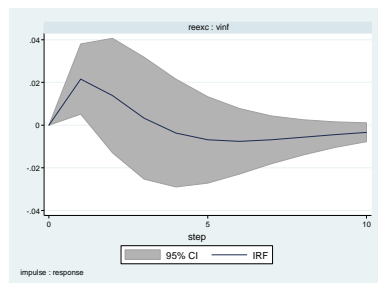
نتایج آزمون عکس‌العمل تغییرات نرخ تورم به شوک‌های جهانی شدن مالی، حجم نقدینگی (سیاست پولی)، اثر تعاملی جهانی شدن مالی و حجم نقدینگی، نرخ ارز حقیقی و تشکیل سرمایه ثابت ناخالص داخلی در نمودارهای ۱۳ تا ۱۷ نشان داده شده است.



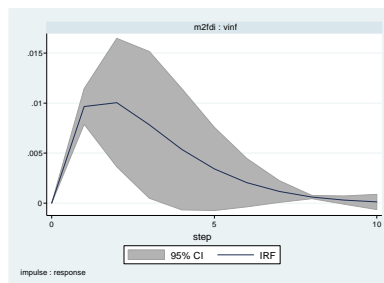
نمودار ۱۴: پاسخ به شوک تغییرات تورم به شوک جهانی شدن مالی



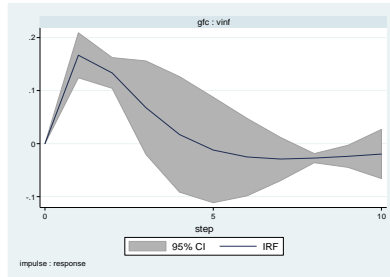
نمودار ۱۳: پاسخ به شوک تغییرات تورم به شوک حجم نقدینگی



نمودار ۱۶: پاسخ به شوک تغییرات تورم به شوک نرخ ارز حقیقی



نمودار ۱۵: پاسخ به شوک تغییرات تورم به شوک متغیر تعاملی حجم نقدینگی و جهانی شدن مالی

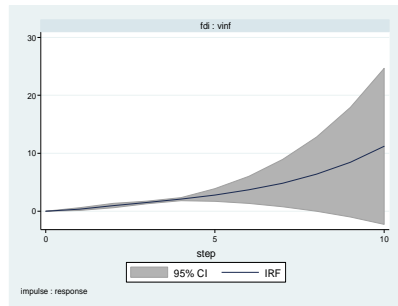


نمودار ۱۷: پاسخ به شوک تغییرات تورم به شوک تشکیل سرمایه ثابت ناخالص داخلی
منبع: محاسبات تحقیق

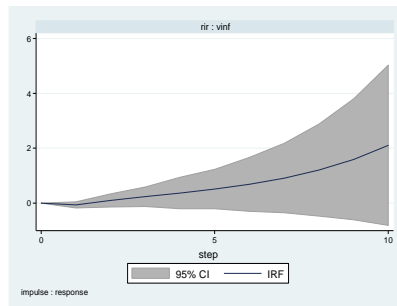
در نمودار ۱۳ تغییرات نرخ تورم نسبت به حجم نقدینگی در دو دوره عکس‌العمل مثبت دارد و بعد از آن عکس‌العمل مثبت کاهشی نشان می‌دهد که در بلندمدت مثبت و تقریباً پایدار می‌شود. در نمودار ۱۴ تغییرات نرخ تورم نسبت به شوک‌های جهانی شدن مالی عکس‌العمل منفی قابل توجهی نشان می‌دهد که از دوره ۵ عکس‌العمل آن به صفر رسیده و از بین می‌رود. در نمودار ۱۵ تغییرات نرخ تورم نسبت به شوک‌های متغیر تعاملی حجم نقدینگی و جهانی شدن مالی در دوره اول عکس‌العمل مثبت و سریع دارد که از دوره دوم روند نزولی پیدا کرده و در بلندمدت تقریباً از بین می‌رود. در نمودار ۱۶ تغییرات نرخ تورم نسبت به شوک‌های نرخ ارز حقیقی در دوره اول عکس‌العمل مثبت نشان داده است و بعد از آن عکس‌العمل آن رو به کاهش رفته و در بلندمدت از بین رفته است. تغییرات نرخ تورم نسبت به شوک‌های مخارج مصرفی دولت در دوره اول عکس‌العمل مثبت و افزایشی دارد که از دوره دوم کاهش یافته و در دوره پنجم عکس‌العمل آن به صورت منفی و پایدار ادامه پیدا کرده است.

د) تأثیر سیاست پولی (نرخ بهره) بر تغییرات تورم

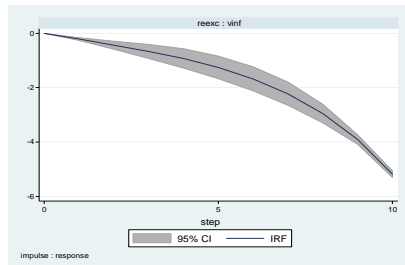
نتایج آزمون عکس‌العمل تغییرات نرخ تورم به شوک‌های جهانی شدن مالی، نرخ بهره (سیاست پولی)، اثر تعاملی جهانی شدن مالی و نرخ بهره، نرخ ارز حقیقی و تشکیل سرمایه ثابت ناخالص داخلی در نمودارهای ۱۸ تا ۲۲ نشان داده شده است.



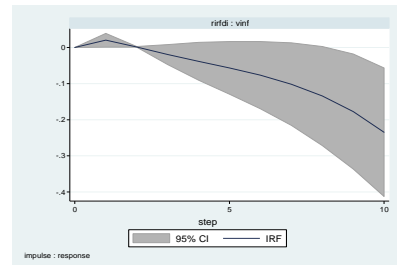
نمودار ۱۹: پاسخ به شوک تغییرات تورم به شوک جهانی شدن مالی



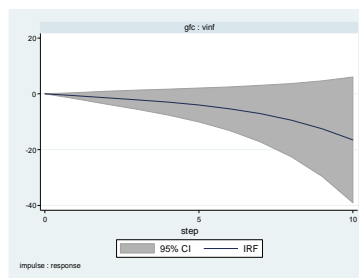
نمودار ۱۸: پاسخ به شوک تغییرات تورم به شوک نرخ بهره



نمودار ۲۱: پاسخ به شوک تغییرات تورم به شوک نرخ ارز حقیقی



نمودار ۲۰: پاسخ به شوک تغییرات تورم به شوک متغیر تعاملی نرخ بهره و جهانی شدن مالی



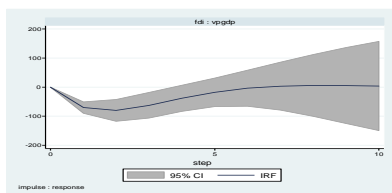
نمودار ۲۲: پاسخ به شوک تغییرات تورم به شوک تشکیل سرمایه ثابت ناخالص داخلی منبع: محاسبات تحقیق

جهانی شدن مالی و اثربخشی سیاست‌های پولی و مالی (رباب ازلی و دیگران) ۲۹

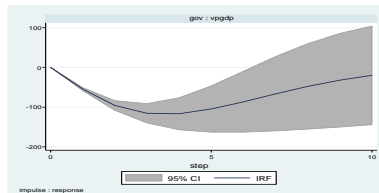
در نمودار ۱۸ مشاهده می‌شود تغییرات نرخ تورم نسبت به شوک‌های نرخ بهره در دوره‌های اول عکس‌العمل ضعیفی دارد اما از دوره ۵ عکس‌العمل مثبت و فزاینده وجود دارد. در نمودار ۱۹ تغییرات نرخ تورم نسبت به شوک‌های جهانی شدن مالی عکس‌العمل مثبت نشان می‌دهد که از دوره ۵ عکس‌العمل آن شدیدتر و افزایشی می‌شود. در نمودار ۲۰ تغییرات نرخ تورم نسبت به شوک‌های متغیر تعاملی نرخ بهره و جهانی شدن مالی از دوره دوم عکس‌العمل منفی و فزاینده دارد. در نمودار ۲۱ تغییرات نرخ تورم نسبت به شوک‌های نرخ ارز حقیقی عکس‌العمل منفی و فزاینده داشته درحالی‌که تغییرات نرخ تورم نسبت به شوک‌های تشکیل سرمایه ثابت در چند دوره اول عکس‌العمل چندانی را نشان نمی‌دهد، ولی از دوره پنج عکس‌العمل منفی و فزاینده داشته است.

ه) تأثیر سیاست مالی (مخارج مصرفی دولت) بر تغییرات تولید

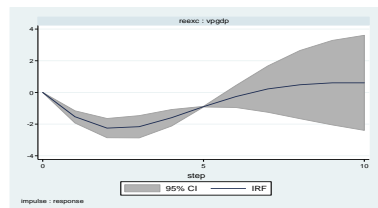
نتایج آزمون عکس‌العمل تغییرات تولید ناخالص داخلی حقیقی سرانه به شوک‌های جهانی شدن مالی، مخارج مصرفی دولت (سیاست مالی)، اثر تعاملی جهانی شدن مالی و مخارج مصرفی دولت، نرخ ارز حقیقی و تشکیل سرمایه ثابت ناخالص داخلی در نمودارهای ۲۳ تا ۲۷ نشان داده شده است.



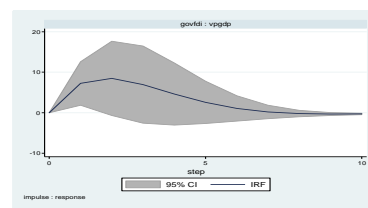
نمودار ۲۴: پاسخ به شوک تغییرات تولید به شوک جهانی شدن مالی



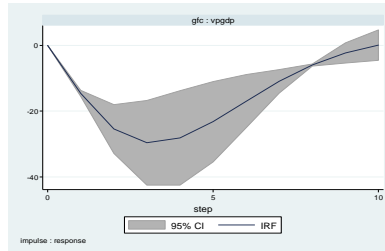
نمودار ۲۳: پاسخ به شوک تغییرات تولید به شوک مخارج مصرفی دولت



نمودار ۲۶: پاسخ به شوک تغییرات تولید به شوک نرخ ارز حقیقی



نمودار ۲۵: پاسخ به شوک تغییرات تولید به شوک متغیر تعاملی مخارج مصرفی دولت و جهانی شدن مالی



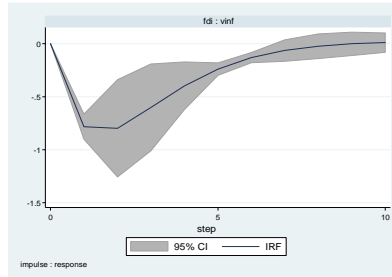
نمودار ۲۷: پاسخ به شوک تغییرات تولید به شوک تشکیل سرمایه ثابت ناخالص داخلی
منبع: محاسبات تحقیق

در نمودار ۲۳ مشاهده می‌شود تغییرات تولید ناخالص داخلی حقیقی سرانه نسبت به شوک‌های مخارج مصرفی دولت از دوره اول تا دوره ۴ عکس‌العمل منفی و معنادار و بعد از آن عکس‌العمل آن افزایش یافته و در بلندمدت تقریباً به صفر نزدیک شده و از بین می‌رود. در نمودار ۲۴ تغییرات تولید ناخالص داخلی حقیقی سرانه نسبت به شوک‌های جهانی شدن مالی عکس‌العمل منفی نشان می‌دهد که از دوره ۵ عکس‌العمل آن به صفر می‌رسد. در نمودار ۲۵ هم تغییرات تولید ناخالص داخلی حقیقی سرانه نسبت به شوک‌های متغیر تعاملی مخارج مصرفی دولت و جهانی شدن مالی تا دوره ۴ عکس‌العمل مثبت نشان داده است که از دوره ۵ عکس‌العمل آن مثبت و کاهشی است که در بلندمدت صفر می‌شود. در نمودار ۲۶ تغییرات تولید ناخالص داخلی سرانه حقیقی از دوره اول تا دوره سوم عکس‌العمل منفی نشان می‌دهد. از دوره ۴ عکس‌العمل آن به شوک‌های نرخ ارز حقیقی افزایش یافته و مثبت پایدار ادامه می‌یابد. همچنین تغییرات تولید ناخالص داخلی حقیقی سرانه به شوک‌های تشکیل سرمایه ثابت تا دوره ۳ عکس‌العمل منفی نشان می‌دهد که بعد از آن تعدیل شده و به صفر می‌رسد.

ی) تأثیر سیاست مالی (مخارج مصرفی دولت) بر تغییرات تورم

نتایج آزمون عکس‌العمل تغییرات نرخ تورم به شوک‌های جهانی شدن مالی، مخارج مصرفی دولت (سیاست مالی)، اثر تعاملی جهانی شدن مالی و مخارج مصرفی دولت، نرخ ارز حقیقی و تشکیل سرمایه ثابت ناخالص داخلی در نمودارهای ۲۸ تا ۳۲ نشان داده شده است.

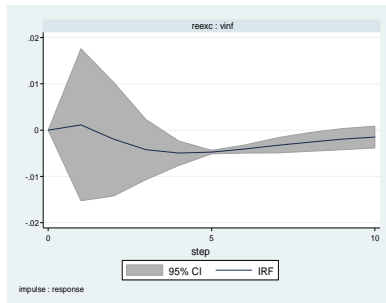
جهانی شدن مالی و اثربخشی سیاست‌های پولی و مالی (رباب ازلی و دیگران) ۳۱



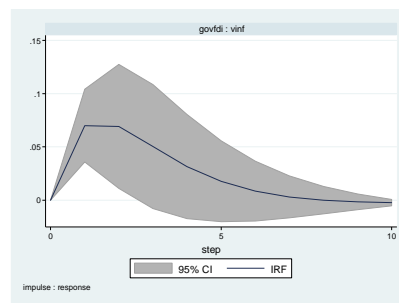
نمودار ۲۹: پاسخ به شوک تغییرات تورم به شوک جهانی شدن مالی



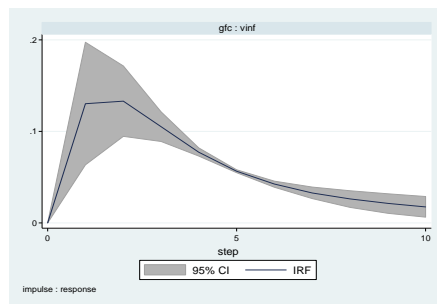
نمودار ۲۸: پاسخ به شوک تغییرات تورم به شوک مخارج مصرفی دولت



نمودار ۳۱: پاسخ به شوک تغییرات تورم به شوک نرخ ارز حقیقی



نمودار ۳۰: پاسخ به شوک تغییرات تورم به شوک متغیر تعاملی مخارج مصرفی دولت و جهانی شدن مالی



نمودار ۳۲: پاسخ به شوک تغییرات تورم به شوک تشکیل سرمایه ثابت ناخالص داخلی منبع: محاسبات تحقیق

در نمودار ۲۸ تغییرات نرخ تورم نسبت به شوک‌های مخارج مصرفی دولت عکس-عمل مثبت نشان می‌دهد که از دوره ۴ عکس‌العمل آن کاهش یافته و در بلندمدت به صفر می‌رسد. در نمودار ۲۹ تغییرات نرخ تورم نسبت به شوک‌های جهانی شدن مالی عکس-عمل منفی نشان داده که از دوره ۲ عکس‌العمل آن با این که منفی است ولی به سمت صفر برگشته و اثر آن از بین می‌رود. در نمودار ۳۰ تغییرات نرخ تورم نسبت به شوک‌های متغیر تعاملی مخارج مصرفی دولت و جهانی شدن مالی تا دوره ۲ عکس‌العمل مثبت و فزاینده دارد که از دوره ۳ عکس‌العمل آن مثبت و کاهشی شده و در بلندمدت از بین می‌رود. در نمودار ۳۱ تغییرات نرخ تورم از دوره دوم عکس‌العمل منفی و پایداری نسبت به شوک‌های نرخ ارز حقیقی نشان می‌دهد. با توجه به نمودار ۳۲ تغییرات نرخ تورم نسبت به شوک‌های تشکیل سرمایه از دوره اول تا دوره دوم مثبت و افزایشی است ولی از دوره سوم عکس-عمل آن کاهش یافته و در بلندمدت تعدیل شده و به صفر می‌رسد.

۶. بحث و نتیجه‌گیری کلی

در این تحقیق به بررسی تأثیر جهانی شدن مالی بر اثربخشی سیاست‌های پولی و مالی در کشورهای اسلامی در طول دوره ۲۰۱۹-۲۰۰۰ با روش خودرگرسیون برداری مبتنی بر داده‌های تابلویی PVAR پرداخته شد. از جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به‌عنوان پروکسی جهانی شدن مالی و از متغیرهای حجم نقدینگی و نرخ بهره به‌عنوان پروکسی سیاست پولی و از مخارج مصرفی دولت نیز به‌عنوان پروکسی سیاست مالی استفاده شد. با توجه به عکس‌العمل تغییرات تولید ناخالص داخلی به شوک جهانی شدن مالی ملاحظه شد که جهانی شدن مالی تغییرات تولید ناخالص داخلی را افزایش می‌دهد، درحالی‌که تغییرات تولید ناخالص داخلی به شوک‌های متغیر تعاملی جهانی شدن مالی و حجم نقدینگی عکس‌العمل منفی نشان می‌دهد. لذا جهانی شدن مالی با تعامل سیاست پولی (حجم نقدینگی) از تغییرات زیاد تولید ناخالص داخلی جلوگیری و جهانی شدن مالی به اثربخشی سیاست پولی کمک می‌کند؛ بنابراین در کشورهای اسلامی، سیاست پولی (حجم نقدینگی) در تعامل با جهانی شدن باعث کاهش تغییرات تولید ناخالص داخلی شده و شوک‌های ناشی از جهانی شدن مالی را در اقتصاد این کشورها تعدیل می‌کند؛ بنابراین می‌توان این‌گونه بیان داشت که افزایش جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی به‌عنوان پروکسی

جهانی شدن مالی، تأمین مالی سرمایه‌گذاری‌های داخلی را تأمین می‌کند و از آنجا که جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی منجر به بهبود فناوری، تکنیک‌های مدیریتی و افزایش بهره‌وری می‌شود و از طرفی باعث افزایش سرمایه‌گذاری‌های داخلی می‌شود، باعث می‌شود نقدینگی در بخش‌های تولیدی به کار گرفته شود و ثبات تولید اتفاق بیفتد و لذا گسترش جهانی شدن مالی از کانال افزایش تقاضای سرمایه‌گذاری‌ها منجر به افزایش اثربخشی و کارایی سیاست‌های پولی می‌شود.

نتایج عکس‌العمل تغییرات تولید ناخالص داخلی به شوک جهانی شدن مالی با لحاظ نرخ بهره (پروکسی سیاست پولی) نشان داد که جهانی شدن مالی تغییرات تولید ناخالص داخلی را کاهش می‌دهد و تغییرات تولید ناخالص داخلی به شوک‌های متغیر تعاملی جهانی شدن مالی و نرخ بهره عکس‌العمل مثبت نشان می‌دهد؛ بنابراین جهانی شدن مالی با تعامل نرخ بهره باعث افزایش تغییرات تولید ناخالص داخلی می‌شود. لذا جهانی شدن مالی در شرایط اعمال سیاست پولی از طریق نرخ بهره باعث افزایش تغییرات تولید ناخالص داخلی می‌شود و بر این اساس اثربخشی سیاست پولی از طریق نرخ بهره را کاهش می‌دهد؛ بنابراین سیاست پولی اجرا شده از طریق نرخ بهره در تعامل با جهانی شدن اثربخشی لازم را نداشته و منجر به تشدید تغییرات تولید ناخالص داخلی می‌شود؛ و تغییر نرخ بهره جریان مالی بین‌المللی به دلیل شکاف نرخ بهره داخلی و نرخ بهره خارجی منجر به نوسان جریان سرمایه شده و لذا اثر نوسانی بر تغییرات تولید خواهد داشت. با توجه به این‌که در اغلب کشورهای اسلامی نرخ بهره توسط مقامات پولی تعیین می‌شود و عموماً در بازار پول تعیین نمی‌شود لذا با تغییرات دستوری نرخ بهره، اختلاف نرخ بهره داخلی و نرخ بهره خارجی منجر به تشدید جریان سرمایه شده و تقاضای سرمایه‌گذاری داخلی را تحت تأثیر قرار داده و بدین طریق نوسانات و تغییرات تولید ناخالص داخلی را افزایش می‌دهد؛ بنابراین در کشورهای اسلامی ابزار نرخ بهره در تعامل با گسترش جهانی شدن مالی، اثربخشی و کارایی سیاست‌های پولی را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

تغییرات نرخ تورم نسبت به شوک‌های جهانی شدن مالی در کوتاه‌مدت عکس‌العمل منفی نشان داده و نسبت به متغیر تعامل حجم نقدینگی و جهانی شدن مالی عکس‌العمل مثبت نشان می‌دهد؛ اما در بلندمدت عکس‌العملی نشان نمی‌دهد. پس در بلندمدت جهانی شدن مالی و تعامل آن با حجم نقدینگی باعث تغییرات معناداری در نرخ تورم

نمی‌شود. لذا جهانی شدن مالی تأثیری بر اثربخشی سیاست پولی از طریق حجم نقدینگی ندارد. درحالی‌که نتایج مدل تأثیر جهانی شدن مالی و سیاست پولی از کانال نرخ بهره نشان داد تغییرات نرخ تورم نسبت به شوک‌های تعاملی جهانی شدن مالی و نرخ بهره عکس‌العمل منفی نشان می‌دهد. پس نرخ بهره در تعامل با جهانی شدن مالی منجر به کاهش تغییرات نرخ تورم می‌شود که حاکی از افزایش اثربخشی سیاست پولی از کانال نرخ بهره است. می‌توان گفت در کشورهای اسلامی با افزایش جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی، تأمین منابع مالی سرمایه‌گذاری تسهیل می‌شود و در تعامل با نرخ بهره می‌تواند به افزایش جریان سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی منجر شود که می‌تواند باعث افزایش تولید ناخالص داخلی شده و طرف عرضه اقتصاد تقویت شود که می‌تواند نوسانات نرخ تورم را کاهش دهد.

نتایج نشان داد که تغییرات تولید ناخالص داخلی به شوک‌های جهانی شدن مالی از کانال سیاست مالی در بلندمدت عکس‌العمل معناداری نشان نمی‌دهد. همچنین، تغییرات تولید ناخالص داخلی به شوک‌های متغیر تعاملی جهانی شدن مالی و مخارج مصرفی دولت نیز در بلندمدت عکس‌العمل معناداری نشان نمی‌دهد؛ بنابراین جهانی شدن مالی در تعامل با سیاست مالی تأثیری بر تغییرات تولید ندارد و جهانی شدن مالی از کانال سیاست مالی به‌طور معناداری نتوانسته است تغییرات تولید ناخالص داخلی را افزایش دهد و بر این اساس می‌توان گفت که جهانی شدن مالی کارا یا اثربخش عمل کرده است.

نتایج نشان داد که تغییرات نرخ تورم نسبت به شوک‌های جهانی شدن مالی در کوتاه‌مدت عکس‌العمل منفی و در بلندمدت عکس‌العملی نشان نمی‌دهد. همچنین تغییرات نرخ تورم نسبت به شوک‌های متغیر تعاملی مخارج مصرفی دولت و جهانی شدن مالی در کوتاه‌مدت عکس‌العمل مثبت و در بلندمدت عکس‌العمل معناداری نشان نمی‌دهد؛ بنابراین می‌توان گفت که در کوتاه‌مدت تعامل سیاست مالی و جهانی شدن مالی اثربخشی سیاست مالی را افزایش می‌دهد، اما در بلندمدت تأثیری بر اثربخشی سیاست مالی ندارد.

بنابراین جمع‌بندی یافته‌های تحقیق حاکی از آن است که در کشورهای اسلامی، سیاست پولی (حجم نقدینگی) در تعامل با جهانی شدن باعث کاهش تغییرات تولید ناخالص داخلی شده و شوک‌های ناشی از جهانی شدن مالی را در اقتصاد این کشورها تعدیل می‌کند. نتایج مطالعه گرگیا دیس و مل (۲۰۱۶) در کشورهای منطقه یورو نشان داده است که جهانی شدن مالی تأثیر مثبت بر کارایی و اثربخشی سیاست‌های پولی داشته است

درحالی‌که در کشورهای غیراروپایی و آمریکا و اقتصادهای نوظهور جهانی شدن مالی کارایی سیاست‌های پولی را کاهش داده است. مطالعه تران و همکاران (۲۰۲۱) نشان داد که جهانی شدن مالی تأثیر منفی بر سیاست‌های پولی کشور ویتنام داشته است. همچنین، جهانی شدن مالی در شرایط اعمال سیاست پولی از طریق نرخ بهره باعث افزایش تغییرات تولید ناخالص داخلی می‌شود و بر این اساس اثربخشی سیاست پولی از طریق نرخ بهره را کاهش می‌دهد. درحالی‌که تغییرات نرخ تورم نسبت به شوک‌های تعاملی جهانی شدن مالی و نرخ بهره عکس‌العمل منفی نشان می‌دهد. از طرفی جهانی شدن مالی در تعامل با سیاست مالی تأثیری بر تغییرات تولید ندارد و جهانی شدن مالی از کانال سیاست مالی به‌طور معناداری نتوانسته است تغییرات تولید ناخالص داخلی را افزایش دهد.

با توجه به نتایج به دست آمده ملاحظه شد که جهانی شدن مالی و سیاست پولی ناشی از نقدینگی به‌صورت تعاملی منجر به کاهش تغییرات تولید ناخالص داخلی می‌شود؛ بنابراین در کشورهای اسلامی برای کاهش اثرات نامطلوب افزایش نقدینگی بر تورم، توسعه جهانی شدن مالی می‌تواند این اثر را خنثی کند و از نوسانات تولید جلوگیری کند. همچنین تعامل جهانی شدن مالی با نرخ بهره منجر به افزایش تغییرات تولید ناخالص داخلی می‌شود و این یافته حاکی از آن است که در کشورهای اسلامی، اجرای سیاست پولی به همراه توسعه جهانی شدن مالی منجر به افزایش تغییرات تولید ناخالص داخلی می‌شود و لذا در این کشورها نرخ بهره نمی‌تواند ابزار مناسبی برای اجرای سیاست پولی باشد.

پی‌نوشت

۱. مقاله حاضر مستخرج از رساله دکتری خانم رباب ازلی می‌باشد.

پیوست

کشورهای اسلامی منتخب مورد مطالعه

الجزایر، آذربایجان، بحرین، بنگلادش، برونئی، مصر، گامبیا، ایران، اندونزی، اردن، قرقیزستان، مالزی، مالی، نیجریه، عمان، پاکستان، سیرالئون، تاجیکستان

کتابنامه

- آقارکاکلی، آنا محمد، یحیی زاده‌فر، محمود و نوبخت، مهدی (۱۳۹۵)، «مطالعه توسعه مالی بین-المللی و نقش آن بر جهانی شدن اقتصاد در کشور ایران با استفاده از داده‌های تابلویی»، *فصلنامه علمی پژوهشی، پژوهش‌های رشد و توسعه اقتصادی*، شماره ۲۲، دوره ۶، صص ۳۷-۵۶.
- تقوی، مهدی، لطفی، علی اصغر (۱۳۸۵)، «بررسی اثرات سیاست پولی بر حجم سپرده‌ها، تسهیلات اعطایی و نقدینگی نظام بانکی کشور (طی سال‌های ۱۳۸۲-۱۳۷۴)»، *پژوهشنامه اقتصادی*، شماره ۲۰، پیاپی ۱، دوره ۶، صص ۱۴۶-۱۴۳.
- جلیلی، ظریفه، عصارای ارانی، عباس، یآوری، کاظم و حیدری، حسن (۱۳۹۶)، «ارزیابی سازوکار انتقال اثرات سیاست پولی بر بازار سهام در ایران با استفاده از روش خودرگرسیون برداری ساختاری (SVAR)»، *فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی (رشد و توسعه پایدار)*، دوره ۱۷، شماره ۴، صص ۱۹۵-۱۷۳.
- حاضری‌نیری، هاتف، هاشمی، عبدالرحیم و ابوبی‌گرگری، بهناز (۱۳۹۸)، «اثر آزادسازی حساب سرمایه بر تعمیق مالی: شواهدی از کشورهای توسعه‌یافته و درحال توسعه»، *فصلنامه اقتصاد و الگوسازی دانشگاه شهید بهشتی*، شماره ۲، دوره ۱۲، صص ۸۱-۵۹.
- خلیلی عراقی، سید منصور، برخورداری، سجاد و گلوانی، امین (۱۳۹۹)، «تبیین رابطه بین توسعه مالی و کارایی سیاست پولی با استفاده از شاخص ترکیبی فازی»، *تحقیقات اقتصادی*، شماره ۳، دوره ۵۵، صص ۶۰۸-۵۸۵.
- دادگر، یداله و ناجی میدانی، علی اکبر (۱۳۸۲)، «شاخص‌های جهانی شدن اقتصاد و موقعیت ایران»، *فصلنامه پژوهشنامه بازرگانی*، شماره ۲۹، صص ۱۳۵-۱۰۳.
- رضاقلی‌زاده، مهدیه (۱۳۹۳)، «ارزیابی اثرات سیاست‌های مالی دولت از مسیر تغییر در درآمدهای مالیاتی بر اشتغال»، *پژوهشنامه اقتصاد و کسب‌وکار*، شماره ۹، دوره ۵، صص ۵۰-۳۹.
- زنگنه، ایمان، اکبری مقدم، بیت اله، میرزاپور باباجان، اکبر (۱۳۹۹)، «تأثیر توسعه مالی بر کارایی سیاست پولی با لحاظ تراز تجاری: رهیافت الگوی کالمن فیلتر»، *فصلنامه اقتصاد مالی*، شماره ۵۱، دوره ۱۴، صص ۲۲۰-۱۹۵.
- سعادت‌مهر، مسعود و غفاری، هادی (۱۳۹۸)، «بررسی مقایسه‌ای اثرگذاری سیاست‌های پولی و مالی بر اقتصاد ایران در قالب یک الگوی SDGE»، *دو فصلنامه مطالعات و سیاست‌های اقتصادی*، سال ۶، شماره ۱، صص ۷۴-۵۱.

جهانی شدن مالی و اثربخشی سیاست‌های پولی و مالی (رباب ازلی و دیگران) ۳۷

صادقی، سید کمال. باقرزاده آذر، فاطمه و موسوی، سها (۱۳۹۵)، «بررسی عوامل مؤثر بر ریسک بازار سهام با تأکید بر جهانی شدن مالی در قالب رفتار پویای بازار سهام»، *فصلنامه علمی-پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی*، سال ۴، شماره ۱، ۱۰۰-۸۷.

غلامی، الهام، هژبرکیانی، کامبیز (۱۳۹۵)، «بررسی کارایی سیاست‌های مالی انبساطی در ایران: مقایسه تطبیقی الگوی VAR خطی و آستانه‌ای»، *فصلنامه اقتصاد مالی*، شماره ۳۵، دوره ۱۰، صص ۱-۲۵. فرازمنند، حسن، قربان‌نژاد، مجتبی و پورجوان، عبدالله (۱۳۹۲)، «تعیین قواعد سیاست پولی و مالی بهینه در اقتصاد ایران»، *فصلنامه پژوهش‌ها و سیاست‌های اقتصادی*، شماره ۶۷، ۸۸-۶۹. قادری، سامان و رستمی نوروزآباد، مجتبی (۱۳۹۵)، «جهانی شدن مالی و بازده سهام: تئوری و شواهدی از داده‌های سری زمانی»، *تحقیقات مالی*، دوره ۱۸، شماره ۴، ۷۳۴-۷۱۵.

قلی‌زاده کناری، صدیق، پورفرج، علیرضا، جعفری صمیمی، احمد (۱۳۹۶)، «بررسی تطبیقی کارایی سیاست پولی بهینه در ایران»، *فصلنامه نظریه‌های کاربردی اقتصاد*، شماره ۴، دوره ۴، صص ۲۷-۶۰.

کریمی پتانلار، سعید، قادری، سامان و سنگین‌آبادی، بهرام (۱۳۸۹)، «اثر جهانی شدن تجاری و مالی بر اندازه دولت در ایران»، *فصلنامه اقتصاد و تجارت نوین*، شماره‌های ۲۱ و ۲۲، صص ۱۶۴-۱۴۵.

کومسا، آسفا (۱۳۷۸)، «جهانی شدن و منطقه‌گرایی و تأثیر آن بر کشورهای در حال توسعه»، *اطلاعات سیاسی-اقتصادی*، ترجمه اسماعیل مردانی گیوی، شماره ۱۳۷ و ۱۳۸، صص ۹۷-۸۵. گوگردچیان، احمد، طیبی، سید کامیل، گوگردچیان، مرضیه (۱۳۹۳)، «ارزیابی رشد اقتصادی جهانی در فرآیند جهانی شدن مالی»، *فصلنامه علمی-پژوهشی مطالعات اقتصادی کاربردی ایران*، شماره ۹، دوره ۳، صص ۲۰۵-۲۲۱.

مرزبان، حسین، دهقان شبانی، زهرا، اکبریان، رضا و فراهانی، مهدی (۱۳۹۵)، «ارزیابی کارایی سیاست پولی در اقتصاد ایران: با رویکرد الگوی FAVAR»، *فصلنامه اقتصاد مقاداری (بررسی-های اقتصادی سابق)*، شماره ۲، دوره ۱۳، صص ۷۱-۹۲.

نصیری، حسین، پایتختی اسکویی، سید علی، دیزجی، منیره و قره‌داغی، رستم (۱۴۰۰)، «ارزیابی تأثیر غیرخطی آزادسازی مالی و متغیرهای کلان اقتصادی بر بهره‌وری بانک‌ها: شواهدی از کشورهای منتخب در حال توسعه»، *فصلنامه علمی اقتصاد و بانکداری اسلامی*، شماره ۳۶، دوره ۳، صص ۹۶-۷۱.

Adegoriola, A. E (2018). "An Empirical Analysis of Effectiveness of Monetary and Fiscal Policy Instruments in Stabilizing Economy: Evidence from Nigeria", *Social Sciences*, Vol. 3, No. 7, pp. 133-140

- Agenor, P & Silva, L. A. P. (2013), "Inflation Targeting and Financial Stability: A Perspective from the Developing World", *Banco Central do Brasil*, Working Paper No.324.
- Agrippino, S & Rey, H (2014), "World Asset Markets and the Global Financial Cycle", Mimeo
- Bernanke, B (2007), "Globalization and Monetary Policy", Speech at the Fourth Economic Summit, *Stanford Institute for Economic Policy Research*. pp. 1-19.
- Bhagwati, J. (1998), "Poverty and Reforms: Friends or Foes? ", *Journal of International Affairs*, Vol. 52, No.1, pp. 33-45.
- Bruno, V & Shin, H. S (2015), "Cross-Border Banking and Global Liquidity", *Rev. Econ. Stud.* Vol. 82, No. 2, pp. 535-564.
- Cecchetti, S. G., & Krause, S. (2002), "Central bank structure, policy efficiency, and macroeconomic performance: Exploring empirical relationships", *The Federal Reserve Bank of St. Louis* .
- Cecchetti, S. G., Flores-Lagunes, A., & Krause, S (2006), "Has monetary policy become more efficient? A cross country analysis", *working paper*, No. 10973. National Bureau of Economic Research .
- Christiano, L. J., Eichenbaum, M and Evans, C. L (1999), "Monetary policy shocks: What have we learned and to what end?," *Handbook of Macroeconomics*, in: J.B. Taylor & M. Woodford (ed.), *Handbook of Macroeconomics, Edition 1*, Vol. 1, Chapter 2, pp. 65-148.
- Das, D. K (2006), "Globalization in the World of Finance: An Analytical History", *Global Economy Journal*, Vol. 6, No. 1. pp. 1-25
- De Mendonça, H. F. & Nascimento, N. C (2019), "Monetary Policy Efficiency and Macroeconomic Stability: Do Financial Openness and Economic Globalization Matter? ", *The North American Journal of Economics and Finance*, Vol. 51, pp.1-20.
- Effiong, E, Esu, G. & Chuku, C (2017), "Financial Development and Monetary Policy Effectiveness in Africa", *MPRA Paper*, No. 79732.
- Fukuyama, F (2001). "Social Capital, Civil Society and Development", *Third World Quarterly*, Vol. 22, No. 1, pp. 7-20.
- Georgiadis, F. & Mehl, A (2016), "Financial Globalisation and Monetary Policy Effectiveness", *Journal of International Economics*, Vol. 103, pp. 200-212.
- Ghazanchyan, M (2014), "Unraveling the Monetary Policy transmission mechanism in Sri Lanka". *IMF working paper*, 190.
- Goldsmith, R(1966), "*Financial Structure and development*", New Haven, Yale University Press.
- Holtz-Eakin, D, Newey, W. & Rosen, H. S (1988). "Estimating Vector Autoregressions with Panel Data", *Econometrica*, Vol. 56, No. 6, pp. 1371-1395.
- Kamin, S (2010). "Financial Globalization and Monetary Policy", *International Finance Discussion Paper*, Vol. 1002, pp. 1-58.

- Krugman, P (1996). "Past And Prospective Causes of High Unemployment". *Economic Review*, Vol. 79 , pp. 23-47.
- Krylova, E (2002), "The Credit Channel of Monetary Policy: Case of Austria", *Economics Series*, No. 111.
- Lambertini, L and Rovelli, R (2004), *Independent Ordinated*, Cambridge University Press.
- Love, I & Ziccino, L (2006), "Financial Development and Dynamic Investment Behavior: Evidence from Panel VAR", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 46, No. 2, pp. 190-210.
- Ma, Y & Lin, X (2016), "Financial Development and the Effectiveness of Monetary Policy", *Journal of Banking & Finance*, Vol. 68, No. 1, pp. 1-11.
- McKinnon, R. I (1963), "Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, Vol. 53, pp. 717-724.
- Mehrotra, A & Yetman, J (2015), "Financial Inclusion-Issues for Central Banks", *BIS Quarterly Review*, March 2015, pp. 83-96.
- Mishkin, F. S (1999), "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 43, No. 3, pp. 579-605.
- Mukherjee, S & Bhattacharya, R (2011), "Inflation targeting and monetary Mechanism in emerging market economies", *IMF working paper*, 229.
- Ni, N & Liu, Y (2019), "Financial liberalization and income inequality: A meta-analysis based on cross-country studies", *China Economic Review*, Vol 56, pp. 1-17.
- Ouyang, A & Rajan, R (2019), "The Impact of Financial Development on the Effectiveness of Inflation Targeting in Developing Economies", *Japan & the World Economy*, Vol. 50, No 1, pp. 25-35.
- Peterson, D and Lerner, D (1971), "Optimal Control and Monetary Policy", *International Economic Review*, Vol. 12, No. 2.
- Prasad, E., Rogoff, K, Wei, S. J. & Kose, A (2003). "Effect of Financial Globalization on Developing Countries, Some Empirical Evidence", *Economic and Political Weekly*, Vol. 38, No. 41, pp. 4319-4330.
- Rao, J. (1998). Openness, Poverty and Inequality; Back Ground Paper Prepared for the Human Development Report (1999); *New York; UNDP; May*. Available at <http://www.fao.org/es/seminar/mohanrao.pdf>.
- Rey, H (2013). "Dilemma not Trilemma: the Global Cycle and Monetary Policy Independence", *Proceedings - Economic Policy Symposium - Jackson Hole*, pp. 1-2.
- Rodrik, D (1998) "Who Needs Capital-Account Convertibility? ", *Essays in international finance*, Vol. 17, No. 4, pp. 55-65.
- Samba, M. & Mbassi, C (2016). "Does Financial Development Spur Macroeconomic Policy Efficiency in the Cemac Countries? An Empirical Evaluation", *Business and Economics Journal*, Vol. 7, No. 2, pp. 1-7.

- Sargent, T and Wallace, N (1975), Rational Expectation, the Optimal Monetary Instrument and Optimal Money Supply Rule, *Journal of Political Economy*, Vol. 83, No. 2, pp. 241-254.
- Shin, H. S (2012). "Global Banking Glut and Loan Risk Premium", *IMF Econ. Re*, Vol. 60, No. 2, pp. 155-192.
- Stiglitz, J. E (2000), "Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability", *World Development*, vol.28,No.6, pp. 1075-1086.
- Tan, C. T., Mohamed, A., Habibullah, M. S and Chin, L (2020), "The Impacts of Monetary and Fiscal Policies on Economic Growth in Malaysia, Singapore and Thailand", *South Asian Journal of Macroeconomics and Public Finance*, Vol. 1, No. 9, pp. 114-130.
- Taylor, J. B. & Williams, J. C (2011). "Simple and Robust Rules for Monetary Policy". In B. M. Friedman and M. Woodford (eds.), *Handbook of Monetary Economics*, Vol. 3B, Amsterdam: Elsevier. Federal Reserve Bank of Francisco.
- Tran, H. H., Thi Dieu LE, T. P & Nguyen, V. T. H (2021), " The Impact of Financial Integration on Monetary Policy Independence: The Cade of Vietnam", *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, Vol. 8, No. 2, pp. 791-800
- Weber, A (2008), "*Globalisation, Monetary Policy and the Euro*, Speech at the Norges Bank Conference on Monetary Policy-Jarle Berge Colloquium", Globalization and Monetary Policy"
- Woodford, M (2007), "Globalization and Monetary Control, International Dimensions of Monetary Policy", NBER Chapters. *National Bureau of Economic Research*, pp. 13-77.
- Yellen, J (2006), "*Monetary Policy in a Global Environment*", Speech at *The Euro and the Dollar in a Globalized Economy* Conference.