

آسیب‌شناسی تجربه بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران در هدف‌گذاری تورم

مریم همتی^۲

ایلناز ابراهیمی^۱

چکیده

در طی چند دهه گذشته، هدف‌گذاری تورمی تبدیل به یکی از محبوب‌ترین چارچوب‌های سیاست‌گذاری پولی در سراسر جهان شده است که اغلب کشورهای متعهد به این چارچوب به دنبال اعمال درجه بالایی از استقلال در سیاست‌های پولی خود بوده‌اند. چارچوب هدف‌گذاری تورمی شامل تعیین محدوده تورمی هدف توسط بانک مرکزی و اعلام عمومی آن، در ایران برای اولین بار در سال ۱۳۹۹ به اجرا گذاشته شد. تفاوت نرخ تورم تحقق‌یافته (نرخ تورم سالانه معادل ۴۱ درصد در اردیبهشت سال ۱۴۰۰) و فاصله معنی‌دار آن از نرخ تورم هدف ۲۲ درصدی (به‌علاوه و منهای دو درصد) اعلام‌شده از سوی بانک مرکزی نشان می‌دهد که اعلام تبعیت از این چارچوب از سوی بانک مرکزی به دلیل عدم تأمین پیش‌نیازها و الزامات لازم و اجرای آن در زمان نامناسب نتوانست کارایی لازم در کنترل نرخ تورم را به دنبال داشته باشد. عواملی همچون شوک ارزی سال ۱۳۹۹، کسری بودجه قابل توجه دولت در این سال به دلیل تنگناهای ناشی از تحریم، بالا بودن انتظارات تورمی، فقدان ابزار سیاستی کارا و ... از جمله دلایل اصلی این تجربه ناموفق به شمار می‌روند که در این مقاله به تفصیل به آنها پرداخته می‌شود.

واژه‌های کلیدی: هدف‌گذاری تورم، شوک ارزی، انتظارات تورمی، کسری بودجه، تحریم
طبقه‌بندی JEL: E31, E58, E52

^۱ عضو هیئت‌علمی، گروه مطالعات سیاست‌های پولی و ارزی، پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی ج.ا.ا.؛ ilnazbrahimi@yahoo.com
^۲ عضو هیئت‌علمی و مدیر پژوهشی، گروه مطالعات سیاست‌های پولی و ارزی، پژوهشکده پولی و بانکی بانک مرکزی ج.ا.ا.؛
hematy.maryam@yahoo.com

۱ مقدمه

اقتصاد ایران از آغاز دهه ۱۳۵۰ با پدیده تورم مزمن دست‌به‌گریبان بوده است به‌نحوی که اثرات سوء آن در تمام بخش‌های اقتصادی از تولید گرفته تا فعالیت‌های مختلف تجاری در بازارهای دارایی و نظایر آن دیده می‌شود و در تمام این سالیان به‌جز معدود سال‌هایی چون ۱۳۶۴ و ۱۳۶۹ (بنا به دلایلی همچون وجود کوپن یا همان کالا برگ) یا سال‌های ۱۳۹۵ و ۱۳۹۶، تورم تک‌رقمی در اقتصاد مشاهده نشده است. گرچه نرخ تورم در مقاطعی بسیار محدود تک‌رقمی شده است، اما کاهش پایدار تورم رخ نداده است. بدون تردید، تداوم وضعیت یادشده انعکاسی از انواع ناترازی‌ها به ویژه کسری بودجه آشکار و پنهان دولت بوده که در رشدهای بالای نقدینگی و نامتناسب با رشد بخش حقیقی اقتصاد نمود یافته است. نتیجه چنین شرایطی، نرخ‌های تورم مزمن و بالا به ویژه در شرایط بروز شوک‌های برون‌زا بوده است. سالیان متوالی تلاش برای سروسامان دادن به این وضعیت از سوی مقام پولی نیز مؤثر واقع نشده و این معضل به مثابه مشکلی لاینحل باقی مانده است.

راهکارهای مختلفی برای کنترل نرخ تورم و کاهش آن در کشورهای مختلف مورد آزمون قرار گرفته که در بیشتر آنها بانک مرکزی متولی انجام این مهم بوده است و سیاست‌گذار پولی با انتخاب ابزار مناسب، در بیشتر کشورها توانسته است بر این معضل فائق بیاید. کنترل نرخ بهره، کنترل نرخ رشد حجم نقدینگی، استفاده از نرخ ارز به‌عنوان لنگر تورمی و نظایر آن از ابزارهایی است که تاکنون مورد استفاده بانک‌های مرکزی برای کنترل تورم بوده است ولی در دهه‌های اخیر بالأخص دو دهه گذشته، در بین اقتصاددانان، دیدگاه طرفدار انتخاب چارچوب سیاست‌گذاری بر دیدگاهی که تنها به انتخاب ابزار سیاست‌گذاری متمرکز بوده، غلبه کرده است. هدف‌گذاری تورمی یکی از راه‌حل‌های مبتنی بر انتخاب چارچوب است که در حال حاضر از سوی بسیاری از کشورهای جهان و بانک‌های مرکزی آنها برای کنترل تورم پذیرفته شده است، به طوری که در این رویکرد به جای اصرار بر انتخاب یک ابزار خاص، بانک مرکزی موظف است با تمام ابزارهای در دسترس خود به‌صورت کاملاً شفاف به دنبال کنترل تورم باشد. در واقع در این چارچوب به نوعی قاعده‌مندی با صلاحدید ترکیب می‌شود. رژیم هدف‌گذاری تورمی نیز در تقسیم‌بندی‌های خود به طیف‌های مختلفی از هدف‌گذاری تورمی کامل^۱ گرفته تا هدف‌گذاری تورمی جزئی^۲ و هدف‌گذاری تورمی سبک^۳ و نظایر آن تقسیم می‌گردد. در ایران نیز در سال ۱۳۹۹ با آگاهی سیاست‌گذار پولی از این نوع رژیم سیاست‌گذاری و نیز توفیق آن در کنترل تورم در بسیاری از کشورها، بانک مرکزی اقدام به اعلام هدف تورمی معادل ۲۲ درصد برای این سال نمود که در ادامه با ثبت رقمی معادل ۴۱ درصد تورم سالانه در اردیبهشت ماه سال ۱۴۰۰ (یک سال پس از اعلام رسمی چارچوب توسط بانک مرکزی)، عدم توفیق بانک مرکزی در رسیدن به این هدف مشخص شد. در این مقاله سعی شده است چرایی این موضوع بررسی شده و با بیان برخی از واقعیات حاکم بر پویایی‌های تورم کشور، به آسیب‌شناسی فرآیند انجام هدف‌گذاری تورمی در اقتصاد ایران در سال ۱۳۹۹ پرداخته شود.

قبل از بررسی تجربه ایران در هدف‌گذاری تورم، ابتدا تعریفی مختصر از این رویکرد و پیش‌نیازهای پیاده‌سازی آن ارائه شده و سپس به گام‌های عملیاتی اجرای آن پرداخته می‌شود. پس از آن با بیان مطالعات انجام‌گرفته در اقتصاد ایران در زمینه هدف‌گذاری تورم، تاریخچه هدف‌گذاری تورم در اقتصاد ایران مورد بررسی قرار می‌گیرد که برای اولین بار در سال ۱۳۹۹ به شکل رسمی از طرف بانک مرکزی اعلام شده و در سال‌های پس از آن نیز به‌صورت ضمنی از دستور کار بانک مرکزی کنار گذاشته شد. همچنین در ادامه، با ارائه برخی از واقعیات مرتبط با پویایی‌های تورم، سعی شده است دلایل ناکامی در پیاده‌سازی این رژیم در سال ۱۳۹۹ تشریح شود.

¹ Full-fledged inflation targeting

² Partial inflation targeting

³ Inflation targeting lite

۲ چارچوب هدف‌گذاری تورمی: تعریف و پیش‌نیازها

۱.۲ تعریف

در جهان در حال حاضر یکی از شناخته‌شده‌ترین روش‌ها برای کنترل تورم، پایبندی به چارچوب هدف‌گذاری تورم است که ارتباطی تنگاتنگ با درجه اعتبار و شفافیت بانک مرکزی و میزان تعهدش به حفظ ثبات قیمت‌ها دارد. در این چارچوب سیاست‌گذاری، بانک مرکزی متعهد می‌شود برای یک دوره زمانی خاص نرخ تورم را در یک محدوده یا عدد معین نگه دارد و این هدف را به سایر اهداف تعریف‌شده برای سیاست پولی ارجح بداند و در این راستا از تمام ابزارهای در دسترس خود استفاده نماید. در بسیاری از کشورهای جهان پیش از هدف‌گذاری تورم، سیاست‌های دیگری همچون هدف‌گذاری کل‌های پولی، نرخ ارز و غیره اعمال می‌شد که اغلب نتایج مورد انتظار سیاست‌گذار را که همانا کنترل تورم و کمک به رشد اقتصادی بود، به همراه نداشتند. از این رو با مطرح شدن چارچوبی تحت عنوان هدف‌گذاری تورم، بسیاری از کشورها به سمت اجرا و پیاده‌سازی آن رفتند. مهم‌ترین مزیت هدف‌گذاری تورم در این است که در این چارچوب سیاست پولی، به نوعی قواعد با صلاحدید ترکیب می‌شود. چنین «صلاحدید مقیدی» دو عنصر کاملاً متفاوت را تحت پوشش قرار می‌دهد؛ اول اینکه در میان مدت یک نرخ عددی معلوم برای تورم هدف‌گذاری می‌شود و سپس برای رسیدن به آن، در کوتاه‌مدت به شوک‌های اقتصادی واکنش نشان داده می‌شود که این واکنش می‌تواند بنا به صلاحدید بانک مرکزی با استفاده از هرکدام از ابزارهای تحت اختیار آن صورت پذیرد.

۲.۲ پیش‌نیازهای هدف‌گذاری تورم

در مورد پیش‌نیازهای اجرای موفقیت‌آمیز هدف‌گذاری تورمی بحث‌های فراوانی در محافل مختلف اقتصادی وجود دارد ولی کمابیش تمام صاحب‌نظران این حوزه اتفاق نظر دارند که برای انجام این مهم چهار پیش‌نیاز اصلی باید وجود داشته باشد که عبارتند از: اول، بالا بودن درجه استقلال بانک مرکزی که لزوماً به معنی استقلال در تعیین هدف تورمی نیست بلکه بیشتر ناظر به استقلال در انتخاب و نحوه به‌کارگیری ابزارهای سیاستی است. دوم، عدم وجود هدف‌گذاری رسمی یا بالفعل نرخ ارز اسمی^۱ (یا به عبارتی دیگر رجحان هدف تورمی بر هدف نرخ ارز اسمی)؛ سوم، وجود شفافیت و مسئولیت‌پذیری در قبال هدف تورمی اعلامی و چهارم، وجود سیستم مالی سالم^۲ (آگنور و دا سیلوا^۳، ۲۰۱۹، ص ۲۰). در ذیل به‌طور خلاصه منظور از این چهار پیش‌شرط بیان می‌شود.

۱.۲.۲ استقلال بانک مرکزی

هدف‌گذاری تورمی در یک کشور نیازمند این است که به بانک مرکزی آن کشور وظیفه حفظ ثبات قیمت‌ها به شکلی واضح محول شده باشد که البته انجام این کار بدون درجه بالای استقلال بانک مرکزی در اجرای سیاست پولی یعنی امکان انتخاب ابزارهای سیاستی لازم در دستیابی به هدف تورمی میسر نیست. کشورهای متعددی هستند که در آنها از یک روش قراردادی برای هدف‌گذاری تورمی استفاده می‌شود به این معنی که دولت طی قراردادی، رقمی را به‌عنوان هدف تورمی به عهده بانک مرکزی واگذار می‌کند و در عوض استقلال عملیاتی کامل^۴ به بانک مرکزی می‌دهد که به صلاحدید خود از ابزارهای لازم سیاستی برای رسیدن به این هدف استفاده نماید. در کل، استقلال بانک مرکزی در عمل به این معنی است که بتواند در برابر فشارهای سیاسی برای رونق دادن به اقتصاد در کوتاه‌مدت به خواست دولت‌های در مصدر قدرت مقاومت کرده و نیز از قید سلطه مالی^۵ رها باشد. سلطه مالی به حالتی اطلاق می‌شود که در آن

¹ De facto targeting of the nominal exchange rate

² A healthy financial system

³ Agénor & da Silva

⁴ Full operational independence

⁵ Fiscal dominance

دغدغه‌های سیاست مالی مهم‌ترین نقش را در جهت‌دهی به سیاست پولی دارد. در کشورهایی که مالیات تورمی یکی از مهم‌ترین منابع تأمین مالی دولت محسوب می‌شود، رسیدن به پیش‌شرط استقلال بانک مرکزی در هدف‌گذاری تورمی عملاً ناممکن به نظر می‌رسد. در چنین شرایطی، ملاحظات مربوط به تأمین مالی دولت، دست بانک مرکزی در استفاده مفید از ابزارهای سیاستی خود را می‌بندد به‌عنوان مثال بانک مرکزی برای جلوگیری از ناپایداری بدهی‌های دولت مجبور به کاهش نرخ بهره می‌شود که در تضاد با هدف پایین آوردن نرخ تورم با استفاده از این ابزار سیاستی است. یا در یک کشور نفتی، با تبدیل دلارهای نفتی به پول رایج مملکت و افزایش ذخایر ارزی بانک مرکزی در عمل نقدینگی افزایش یافته و کنترل تورم به جز با واردات که اصولاً از ابزارهای شناخته‌شده بانک مرکزی نیست، امکان‌پذیر نخواهد بود.

۲.۲.۲ عدم وجود هدف‌گذاری نرخ ارز به‌صورت بالفعل یا رسمی

برای این که یک نرخ تورم پایین و باثبات به‌عنوان هدف اصلی بانک مرکزی حاصل شود باید سیاست‌گذار پولی هیچ تعهدی به حفظ عددی خاص برای نرخ ارز نداده باشد که اغلب این امر در قالب رژیم نرخ ارز شناور آزاد^۱ تحقق می‌یابد. البته در بسیاری از کشورهای درحال توسعه که در ظاهر یک رژیم نرخ ارز انعطاف‌پذیر را به‌صورت قانونی^۲ دنبال می‌کنند مقامات پولی در عمل و به شکل بالفعل همچنان توجه زیادی به نرخ ارز و نوسانات آن داشته و مسیر یا دامنه تعیین شده بالفعلی را برای نرخ ارز خود حفظ می‌کنند. بانک‌های مرکزی دلایل و توجیهات بسیاری در مورد چرایی نگرانی در خصوص نوسانات نرخ ارز اسمی دارند حتی اگر از استقلال عملیاتی لازم برای رسیدن به هدف تورمی برخوردار باشند. بالأخص این که نرخ ارز اثر مستقیمی بر تورم داشته و نقشی کلیدی در انتقال شوک‌های پولی به قیمت‌ها ایفا می‌کند. اگر درجه عبور نرخ ارز بالا باشد، این موضوع انگیزه‌ای برای مداخله بانک مرکزی در کنترل نوسانات نرخ ارز ایجاد می‌کند. همچنین اگر نوسانات نرخ ارز اسمی بالا باشد به نوبه خود باعث نوسان شدید قیمت‌های نسبی شده و تخصیص منابع بین کالاهای قابل مبادله و غیرقابل مبادله را به هم می‌زند که لزوم دخالت بانک مرکزی را به همراه دارد. علاوه بر این در کشورهای دلاریزه‌شده‌ای مانند ترکیه یا پرو (در سال‌های نه چندان دور)، نوسانات بزرگ نرخ ارز می‌تواند از طریق ورود و خروج شدید سرمایه مشکلاتی را در زمینه ثبات مالی و بانکی ایجاد نماید. همچنین در کشورهایی که بخش بانکی و نیز شرکت‌های تجاری آن تعهدات و بدهی‌های دلاری بالایی دارند، هرگونه افت شدید ارزش پول ملی می‌تواند تبعات و اثرات زیانباری بر ترازنامه آنها داشته و در نهایت ثبات مالی اقتصاد را به خطر بیندازد. این امر باعث شده است که سیاست‌گذاران میزان آسیب‌پذیری را ارزیابی کرده و برای حفظ ثبات مالی داخلی در مواقع حرکت‌های ناگهانی نرخ ارز مداخله کنند. به این ترتیب از سال ۲۰۱۷ به بعد صندوق بین‌المللی پول به جای استفاده از واژه شناور آزاد برای رژیم‌های ارزی کشورهای هدف‌گذار تورمی و دارای درآمد متوسط نظیر برزیل، اندونزی، آفریقای جنوبی و ترکیه، آنها را در قالب «دارای رژیم نرخ ارز شناور قانونی» طبقه‌بندی می‌کند به این معنی که با وجود آن که نرخ ارز در این کشورها تا حد زیادی توسط نیروهای بازار تعیین می‌شود ولی مداخله در بازار تنها محدود به معیشت‌های کاری نیست و در مواقع لازم برای تعدیل میزان نوسانات و جلوگیری از جهش‌های غیرعادی سیاست‌گذار اقدام به مداخله فعالانه در بازار می‌کند.

۳.۲.۲ شفافیت و مسئولیت‌پذیری

وضوح و شفافیت در اعمال سیاست پولی یکی از مهم‌ترین مؤلفه‌های ایجاد اعتبار^۳ در رژیم هدف‌گذاری تورم است. اگر بانک مرکزی در منظر عموم مردم مسئولیت تصمیماتش را بپذیرد همین مسئله انگیزه این نهاد برای دستیابی به هدف تورمی را بالا می‌برد و بنابراین باعث می‌شود اعتماد عمومی به خواست سیاست‌گذاران پولی در کنترل تورم جلب شود. این واقعیت که مقامات پولی باید تغییرات سیاست پولی و چرایی اعمال این تغییرات را به اطلاع عموم رسانده و تبیین

¹ Freely floating exchange rate regime

² A de jure flexible exchange rate

³ Credibility

کنند خود موجب مدیریت انتظارات تورمی شده و کارایی سیاست پولی تحت رژیم هدف‌گذاری تورمی را افزایش می‌دهد. یکی از مهم‌ترین چالش‌هایی که در مورد مسئولیت‌پذیری بانک مرکزی در خصوص دستیابی به هدف تورمی وجود دارد سختی ارزیابی عملکرد سیاست پولی در خصوص تورم است به این معنی که به دلیل فاصله زمانی که بین اقدامات سیاستی بانک مرکزی و تغییرات تورمی ناشی از این اقدامات وجود دارد، این امکان برای بانک مرکزی وجود خواهد داشت که افزایش تورم را به عوامل و رخدادها پیش‌بینی‌ناپذیر و ناگهانی نسبت دهند و به این ترتیب از زیر بار مسئولیت قبول اشتباهات سیاستی خود شانه خالی کند. برای حذف ریسک چنین اتفاقی، در کشورهای هدف‌گذار تورمی بانک‌های مرکزی مجبور به توجیه و تبیین تصمیمات سیاستی خود برای عموم بوده و باید دلیل شکاف بین اهداف تورمی با دستاوردهای عینی سیاستی را توضیح دهند. در این کشورها، بانک‌های مرکزی اغلب با انتشار منظم «گزارش تورم»^۱ که نگاهی دقیق و موشکافانه از سوی بانک مرکزی به تحولات جاری تورم و متغیرهای مرتبط با آن داشته و روند آن را برای سال یا سالیان آینده پیش‌بینی و تحلیل می‌کند، اقدام به شفاف‌سازی و جلب اعتماد عمومی در مورد اقدامات سیاستی بانک مرکزی در رابطه با کنترل تورم می‌کنند. مسئولیت‌پذیری بانک مرکزی در مورد هدف تورمی می‌تواند با انتشار توضیحاتی در دسترس عموم (به‌عنوان مثال از طریق نامه سرگشاده رئیس بانک مرکزی به رئیس‌جمهور) در مورد چرایی فاصله گرفتن نرخ تورم از تورم هدف، زمان مورد انتظار برای از بین بردن این انحراف، اقدامات انجام‌شده از سوی بانک مرکزی در این خصوص و نظایر آن افزایش یابد.

۴.۲.۲ نظام مالی سالم

ضعف سیستم مالی کشورها می‌تواند اختلالی جدی در اعمال سیاست پولی مستقل برای رسیدن به هدف تورمی اعلامی از سوی بانک مرکزی باشد، چرا که در چنین کشورهایی بانک مرکزی مجبور است برای نجات بانک‌های بیمار و در حال ورشکستگی، به‌طور مستمر اقدام به تزریق نقدینگی نماید. همچنین، بانک مرکزی از یکی از بزرگترین و بهترین ابزارهای سیاستی خود در کنترل تورم یعنی نرخ بهره نمی‌تواند به خوبی استفاده نماید چرا که افزایش نرخ بهره می‌تواند بازپرداخت تسهیلات را با مشکل مواجه کرده و موجب نکول تسهیلات شود و به این ترتیب ترازنامه بانک‌ها را تحت فشار قرار دهد. همچنین در کشورهایی که نظام مالی چندان سالمی نداشته و بسیاری از بانک‌ها و شرکت‌های آنها بدهی‌های دلاری بالایی داشته باشند، هرگونه کاهش ارزش پول ملی ترازنامه این مؤسسات را دچار بحران کرده و در نهایت باعث می‌شود بانک مرکزی نرخ ارزی را به‌طور ضمنی به‌عنوان هدف برگزیده و به آن پایبند بماند که در نهایت در تضاد با هدف‌گذاری تورمی خواهد بود. البته عدم سلامت نظام مالی یا بانکی به معنی رد هدف‌گذاری تورمی نیست بلکه بالعکس بدین معنی است که پیش از هدف‌گذاری تورمی یا هم‌زمان با آن باید اصلاحات لازم در سیستم مالی و نیز نظارت بانکی برای برخورد با لطمات احتمالی صورت پذیرد.

در ادامه به‌طور مفصل به اقدامات عملی که باید بانک مرکزی در انجام هدف‌گذاری تورم سرلوحه خود قرار دهد، پرداخته می‌شود.

۳ گام‌های اجرایی هدف‌گذاری تورمی

به‌طور خلاصه می‌توان فرآیند اجرایی یک رژیم هدف‌گذاری تورمی را بدون توجه به نوع کشور هدف‌گذار تورم (از نظر میزان توسعه‌یافتگی) به‌صورت زیر نشان داد، با این تأکید که گام نهادن در مسیر عملی اجرای رژیم هدف‌گذاری تورم منوط به فراهم کردن بسترهای اجرای موفقیت‌آمیز آن از قبیل محول شدن وظیفه کنترل نرخ تورم به بانک مرکزی، استقلال عملیاتی، ابزاری و مالی بانک مرکزی، عدم وجود یک رژیم هدف‌گذاری نرخ ارز یا هر رژیم هدف‌گذاری دیگر در کنار هدف کنترل تورم و نظایر آن است.

¹ Inflation Report

بیست و نهمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی

کنترل تورم و ثبات مالی

تهران، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران - ۹ و ۱۰ خرداد ۱۴۰۱



شکل ۱. شمایی کلی از رژیم هدف‌گذاری تورمی
منبع: بررسی‌های تحقیق

لازم به ذکر است که در ارتباط با الگوی اجرایی هدف‌گذاری تورم، هیچ دستوالعمل واحدی بین بانک‌های مرکزی وجود ندارد. نوع تعهد بانک مرکزی به رژیم هدف‌گذاری تورمی، از نظر کامل بودن یا انعطاف‌پذیری آن، تعریف ترکیب کمیته تصمیم‌گیری در مورد سیاست پولی اعمالی برای رسیدن به هدف تورمی، میزان اطلاع‌رسانی به عموم مردم در خصوص سیاست‌های پولی و نظایر آن همگی از جمله مواردی هستند که هر بانک مرکزی راه و روش خود را در برخورد با آنها دارد. البته اشتراکات مهمی هم در بین بانک‌های مرکزی در فرآیند اجرای رژیم هدف‌گذاری تورمی دیده می‌شود که از بین آنها می‌توان به پایبندی اکثر آنها به رژیم نرخ ارز شناور، انتشار منظم گزارشات پیش‌بینی تورم و تأکید ویژه آنها به مکانیزم‌های پاسخگویی اشاره کرد. شکل فوق شمایی کلی از رژیم هدف‌گذاری تورمی را نشان می‌دهد. تمامی رژیم‌های هدف‌گذاری تورم، پنج جزء اشاره‌شده در این شکل را دارا هستند و تفاوت آنها در نحوه شکل‌دهی به هر یک از این بلوک‌های سازنده این رژیم است. همچنین، در بیشتر کشورهای هدف‌گذار تورم، بعد از ساختن این بلوک‌ها و اعمال هدف‌گذاری تورمی بر پایه بلوک‌های سازنده، در گذر زمان این سازه دچار تغییرات متعددی شده است. به‌عنوان مثال بانک‌های مرکزی در طول زمان با انتشار مستندات بیشتر در خصوص فرآیند تصمیم‌گیری‌های مربوط به کنترل تورم، به سمت شفافیت و پاسخگویی بیشتر حرکت کرده‌اند یا این که در کمیته‌های تصمیم‌گیری سیاست پولی خود به جای نظر اجماعی که در گذشته مرسوم بود در حال حاضر بر اساس رأی‌گیری از افراد دارای حق رأی در کمیته عمل می‌کنند.

باید تأکید کرد که بیشتر کشورها در طول زمان برای بهبود عملکرد خود، اقدام به انجام اصلاحاتی در فرآیند اجرای این رژیم کرده‌اند. بنابراین در کشوری مانند ایران نیز باید ضمن بهره‌برداری از تجارب دیگر کشورها در کنترل و هدف‌گذاری تورم، ساختاری منحصر به فرد با توجه به ویژگی‌های اقتصادی و چارچوب‌های قانونی کشور طراحی و اجرا شده و در طی زمان با انجام اصلاحاتی به سمت عملکرد هر چه صحیح‌تر این رژیم حرکت شود.

البته لازم به ذکر است که تاکنون مطالعات متعددی در اقتصاد کشور در زمینه بررسی پیش‌نیازهای قانونی، نهادی و عملیاتی هدف‌گذاری تورم صورت گرفته است که در ذیل به برخی از آنها اشاره می‌شود ولی تاکنون تنها تجربه کشور در مورد هدف‌گذاری تورم، مورد واکاوی قرار نگرفته و دلایل این عدم موفقیت در اجرای رژیم هدف‌گذاری تورم بررسی نشده است.

۴ مطالعات تجربی در زمینه هدف‌گذاری تورم

آتشک و درگاهی (۱۳۸۱) در یکی از اولین مطالعات انجام‌شده در زمینه هدف‌گذاری تورم در اقتصاد ایران نشان می‌دهند که الزامات و پیش‌شرط‌های اتخاذ موفقیت‌آمیز هدف‌گذاری تورم در اقتصاد ایران وجود ندارد؛ بنابراین، تعریف یک مرحله گذار، جهت تحقق شرایط و الزامات پیاده‌سازی این سیاست، ضروری است. در مطالعه‌ای دیگر، یداله‌زاده طبری (۱۳۸۷) به بررسی شرایط نهادی اقتصاد ایران جهت اتخاذ چارچوب هدف‌گذاری تورم می‌پردازد. هدف این مقاله بررسی میزان آمادگی اقتصاد ایران برای پذیرش این چارچوب سیاست‌گذاری از نقطه‌نظر شرایط نهادی است. پیش‌شرط‌های مورد مطالعه در این تحقیق عبارتند از: درجه اعتبار بانک مرکزی؛ استقلال بانک مرکزی؛ سلطه مالی؛ توسعه مالی و تعهد به یک هدف واحد. نتایج نشان می‌دهد که از نقطه‌نظر شرایط نهادی (پیش‌شرط‌ها) کاستی‌های جدی ولی قابل رفع در اقتصاد ایران وجود دارد که مؤید مهیا نبودن کشور برای اتخاذ هدف‌گذاری تورم است. اما نکته حائز اهمیت و مورد تأکید در این مقاله این است که پذیرش این چارچوب خود می‌تواند زمینه‌ساز اهتمام جدی برای اصلاحات نهادی و فنی لازم برای اعمال هر نوع رژیم سیاست پولی از جمله هدف‌گذاری تورم باشد. یداله‌زاده طبری و برادران شرکاء (۱۳۹۰) در مقاله‌ای به بررسی اثرات چارچوب هدف‌گذاری تورم بر عملکرد اقتصاد کلان بر حسب رفتار تورم، تولید و تغییرپذیری آن‌ها در میان برخی کشورهای هدف‌گذار می‌پردازند. در این رابطه، به مطالعه‌ی تجربه‌ی ۲۱ کشور صنعتی و درحال توسعه‌ی هدف‌گذار تورم، قبل و پس از هدف‌گذاری، در مقایسه با عملکرد گروه کنترل شامل ۳۳ کشور صنعتی و درحال توسعه‌ی غیرهدف‌گذار پرداخته شده است. شواهد تجربی نشان می‌دهد که در مجموع، هدف‌گذاری تورم به کشورهای هدف‌گذار در جهت بهبود عملکرد اقتصاد کلان کمک کرده است: هدف‌گذاری تورم به کشورهای هدف‌گذار در جهت کاهش سطح تورم و بی‌ثباتی آن کمک کرده است. هدف‌گذاری تورم بی‌ثباتی رشد تولید در این کشورها را کاهش داده است. البته شواهد قطعی دال بر اثر اتخاذ این چارچوب سیاستی بر رشد تولید، یافت نشد. هدف مقاله موسوی و مستعانی (۱۳۹۱) هدف‌گذاری تورم و استخراج روند حرکتی تورم طی دوره زمانی برنامه پنجم توسعه (۱۳۹۵-۱۳۸۷) توسط مقام پولی با استفاده از نظریه کنترل بهینه است. برای این منظور با استفاده از داده‌های سری زمانی طی دوره (۱۳۸۶-۱۳۵۷) از طریق حداقل سازی تابع زیان بانک مرکزی با توجه به رفتار تولید، تورم و تغییرات نرخ ارز، اقدام به استخراج تابع عکس‌العمل نرخ بهره (نرخ سود سپرده‌های بانکی) برای هدف‌گذاری تورم شده است. یافته‌های مقاله نشان می‌دهد که مقام پولی باید برای کنترل تورم طی دوره‌ای نرخ سود سپرده‌های بانکی را افزایش دهد تا از این طریق از یک طرف نقدینگی‌های سرگردان در بازار و در دسترس مردم را جمع‌آوری کند و از طرف دیگر با تزریق نقدینگی جمع‌آوری شده به بخش تولید، هزینه‌های تأمین مالی سرمایه‌گذاری بخش تولید را کاهش دهد. این سیاست باعث خواهد شد تورم روند کاهشی در پیش گرفته و به سمت مقدار هدف‌گذاری شده حرکت کند. اصغری‌پور، برقی اسکویی، سلمانی و جلیلی مرند (۱۳۹۳) به بررسی تأثیر هدف‌گذاری تورم بر نرخ تورم در کشورهای غیرصنعتی می‌پردازند. در این پژوهش، اثرات هدف‌گذاری تورم بر نرخ تورم در کشورهای غیرصنعتی اجراکننده مورد بررسی قرار گرفته و نتایج آن با کشورهای غیرصنعتی که سیاست‌های دیگر پولی را اجرا کرده‌اند، مورد مقایسه قرار گرفته است. یافته‌های

تجربی نشان می‌دهد که هدف‌گذاری تورم تأثیر معناداری بر نرخ تورم داشته است؛ به طوری که روند بلندمدت تورم در کشورهای اجراکننده به واسطه اجرای هدف‌گذاری تورم به میزان 2.5 درصد کاهش یافته است.

بهراد امین، زمانیان و اسفندیاری (۱۳۹۶) نقش سیاست هدف‌گذاری تورم در اثرگذاری شوک‌های نفتی بر تجارت خارجی ایران را مورد مطالعه قرار می‌دهند. هدف این مطالعه بررسی تأثیر سیاست هدف‌گذاری تورم در جذب و کاهش اثرات منفی شوک‌های نفتی بر تجارت خارجی است. در این راستا، با استفاده از مدل تعدیل‌شده کینزی جدید و در قالب رویکرد تعادل عمومی پویای تصادفی برای یک اقتصاد باز کوچک، به بررسی تأثیر سیاست فوق برای اقتصاد ایران پرداخته شده است. با تعیین مقادیر ورودی و برآورد پارامترهای مدل با استفاده از روش بیزین طی دوره زمانی ۱۳۹۳-۱۳۶۸، نتایج حاصل از شبیه‌سازی متغیرهای مدل بیانگر آن است که در حالت اتخاذ سیاست هدف-گذاری تورم، نسبت به حالت عدم اتخاذ این سیاست، از شدت و دوره زمانی اثرات منفی شوک درآمدهای نفتی کاسته شده است. این سیاست در کنترل تورم به طور کاملاً موفق عمل نموده و از شدت کاهش صادرات و افزایش واردات در زمان بروز شوک کاسته است. همچنین، در حضور سیاست هدف‌گذاری تورم، میزان کاهش تولید غیرنفتی و تولید کل بعد از وقوع شوک از شدت کمتری برخوردار بوده است.

اشرفی، بالونژاد نوری و جهانگرد (۱۳۹۷) به تحلیل تجربی عوامل مؤثر بر هدف‌گذاری تورم در ایران با تأکید بر شفافیت و پاسخ‌گویی بانک مرکزی می‌پردازند. در این مقاله عوامل مؤثر بر هدف‌گذاری تورم از جمله استقلال و شفافیت بانک مرکزی، نااطمینانی تورم، حداقل دستمزدهای اسمی، پایه پولی و نرخ ارز در ایران برای بازه زمانی ۱۳۹۵-۱۳۵۷ مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج نشان می‌دهد که استقلال بانک مرکزی و شفافیت و تعهد به پاسخگویی دارای اثر منفی و معناداری بر شکاف تورم از تورم هدف است. همچنین حداقل دستمزدهای اسمی، پایه پولی، نرخ ارز، نااطمینانی تورم دارای اثر مثبت بر شکاف تورم از تورم هدف می‌باشد. بر این اساس برای رسیدن به نرخ تورم هدف، می‌بایست پیش‌شرط‌های لازم جهت اتخاذ این سیاست پولی فراهم گردد. همچنین از آنجا که نرخ ارز از جمله متغیرهای اثرگذار بر نرخ تورم است و تأثیر زیادی بر نرخ تورم کشور دارد، لذا انجام یک سیاست تجاری و ارزی مناسب نتایج زیادی را می‌تواند بر دستیابی به اهداف تورمی داشته باشد.

چنانچه مشاهده می‌شود، بیشتر مطالعات انجام‌شده در کشور در زمینه هدف‌گذاری تورم به بررسی پیش‌شرط‌ها و لازمه‌های موفقیت در این مهم می‌پردازند و مطالعاتی که مبتنی بر مدل هستند، یا از داده‌های تجربی سایر کشورها استفاده کرده یا در قالب سناریوسازی اقدام به ارائه تحلیل‌های خود می‌کنند چرا که در ایران تجربه هدف‌گذاری تورم به معنای متداول آن در ادبیات اقتصادی به جز سال ۱۳۹۹ وجود نداشته است. به همین دلیل و به علت این که سری زمانی در خصوص نرخ تورم هدف اعلامی از سوی بانک مرکزی و در نتیجه رابطه آن با تورم تحقق‌یافته در اقتصاد وجود ندارد، این مطالعه تنها به آسیب‌شناسی تجربه بانک مرکزی در هدف‌گذاری تورم در سال ۱۳۹۹ و دلایل ناکامی در رسیدن به هدف به صورت تجربی بدون ارائه مدل بسنده می‌کند.

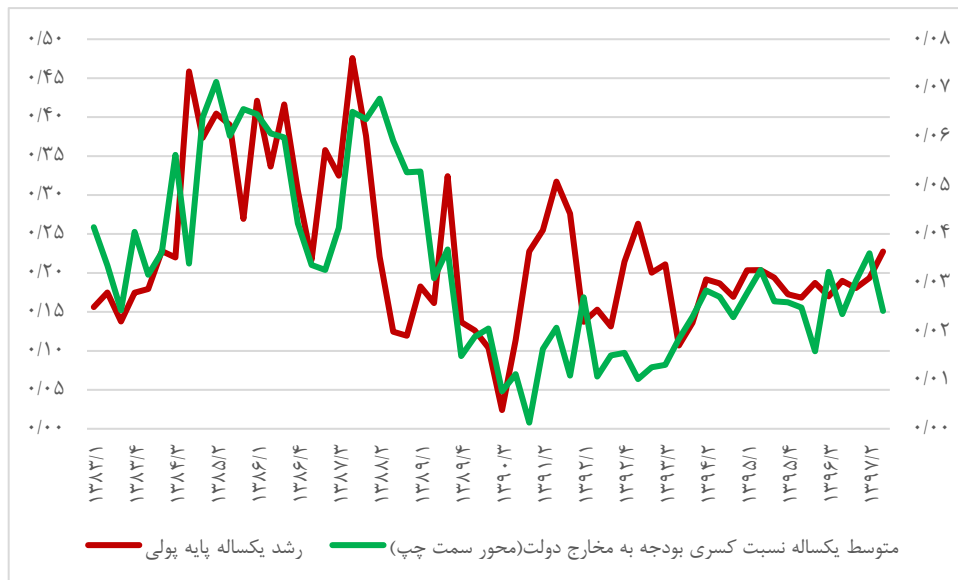
۵. واقعیات آشکارشده در خصوص پویایی‌های تورم در ایران

تورم در اقتصاد ایران ویژگی‌هایی دارد که عدم شناخت آن از سوی سیاست‌گذاران و تحلیل‌گران اقتصادی می‌تواند هرگونه سیاست‌گذاری و چاره‌اندیشی برای کنترل آن را با موانع جدی مواجه کند، از جمله این ویژگی‌ها می‌توان به موارد زیر اشاره کرد:

۱) مشکلات ساختاری در اقتصاد ایران منحصر به یک بخش خاص نیست و در واقع مجموعه‌ای از ساختارهای نامناسب در اقتصاد در نهایت منجر به فرآیندها و سیاست‌هایی با خروجی نامطلوب می‌شوند. تورم بالا در دهه‌های گذشته یکی از این خروجی‌های نامطلوب در اقتصاد ایران است که ریشه در مجموعه وسیعی از عوامل دارد. به عبارت دیگر تورم در اقتصاد ایران تنها به صورت کلاسیک آن از سمت تقاضا (بالأخص رشد نقدینگی) ایجاد نمی‌شود و عوامل دیگری از تنگناهای سمت عرضه گرفته تا دلایل برون‌زایی چون تنش در روابط خارجی، فشار تحریم‌ها، حملات

سفته‌بازانه به بازار ارز به دلایل مختلف و نظایر آن در ایجاد این معضل حداقل در کوتاه‌مدت و میان‌مدت نقش دارند که با عدم واکنش سریع بانک مرکزی به این شوک‌های قیمتی، ماندگاری اثرات آنها در بلندمدت ادامه می‌یابد. به‌طور خلاصه، تورم در اقتصاد ایران پدیده‌ای چندوجهی بوده و تنها با توسل به یک عامل نمی‌توان پویایی‌های آن را تبیین کرد.

(۲) از جمله عوامل مهم ایجادکننده تورم در ایران کسری بودجه است که از کانال‌های مختلف بر آن اثر می‌گذارد. در بررسی رابطه بین کسری بودجه دولت و تورم باید این نکته را لحاظ کرد که اگرچه به‌صورت مستقیم درجه همبستگی بالایی بین کسری بودجه و سایر متغیرهای مربوط به بودجه با تورم دیده نمی‌شود اما بررسی رابطه کسری بودجه با پایه پولی نشان می‌دهد که متغیرهای بودجه‌ای اثر تورمی خود را از طریق تغییر در کل‌های پولی و در نهایت افزایش نقدینگی می‌گذارند. به‌عبارت‌دیگر، سلطه مالی دولت بر سیاست‌های پولی از عوامل مهم ایجادکننده تورم در کشور است. مطالعات داخلی نیز این فرضیه را تأیید می‌کند. مطالعاتی مانند حسینی‌نسب و رضا قلی زاده (۱۳۸۹)، اسلامی بیدگلی و همکاران (۱۳۹۱) و قبادی و کمیجانی (۱۳۸۹) با استفاده از آمار اقتصاد ایران نشان دادند که کسری بودجه می‌تواند به افزایش تورم منجر شود. حسینی‌پور (۱۳۹۷) نیز نشان داد که کسری بودجه باعث افزایش عرضه پول و افزایش عرضه پول باعث تورم در اقتصاد ایران می‌شود. شکل ۲ گواهی آماری بر ادعای رابطه بین رشد پایه پولی و کسری بودجه دولت است. بر این اساس هم‌حرکتی بین رشد یک‌ساله پایه پولی و متوسط یک‌ساله نسبت کسری بودجه به مخارج دولت مشهود است. ضریب همبستگی دو متغیر ترسیم شده برای بازه سال ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۷ (آخرین دوره‌ای که در زمان نگارش این مقاله گزارش داده‌های بودجه برای آن منتشر شده است) حدود ۶۲ درصد است که همبستگی بالای این دو متغیر را نشان می‌دهد.



شکل ۲. رشد یک‌ساله پایه پولی و متوسط نسبت کسری بودجه به مخارج دولت در یک سال
منبع: آمار بانک مرکزی

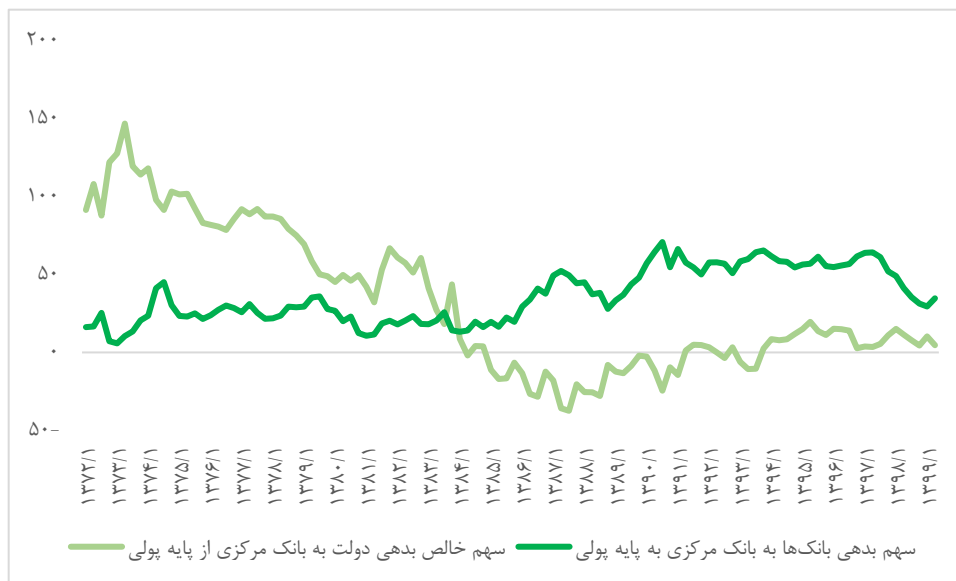
(۳) بر اساس آمار، میانگین سهم خالص بدهی بخش دولتی به بانک مرکزی از پایه پولی در دهه ۷۰، دهه ۸۰ و دهه ۹۰ به ترتیب ۹۴ درصد، ۹/۸ درصد و ۳/۹ درصد بوده است و سهم بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی از پایه پولی در دهه‌های ۷۰، ۸۰ و ۹۰ به ترتیب ۲۱/۷ درصد، ۲۷/۳ و ۵۵/۳ درصد بوده است. این آمار نشان می‌دهد که کانال تخلیه اثر مشکلات ساختاری بودجه بر پایه پولی با مرور زمان از بدهی بخش دولتی به بانک مرکزی به بدهی بانک‌ها

بیست و نهمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی

کنترل تورم و ثبات مالی

تهران، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران - ۹ و ۱۰ خرداد ۱۴۰۱

به بانک مرکزی منتقل شده است که روی دیگر سلطه مالی دولت را نشان می‌دهد و دقیقاً با همان مکانیزم از طریق افزایش نقدینگی به حفظ تورم در سطوح بالا منجر می‌شود. بنابراین تا زمانی که این رویکرد وجود داشته باشد که بانک مرکزی به نوعی ضامن سپرده‌های بانکی است و برای جلوگیری از ورشکستگی بانک‌ها، بانک مرکزی باید بدون محدودیت نقدینگی در اختیار بانک‌ها قرار دهد باید پذیرفت که ناترازی منابع و مصارف بانکی یکی از عوامل رشد نقدینگی و در نتیجه به صورت بالقوه عامل رشد تورم خواهد بود.



شکل ۳. سهم خالص بدهی دولت و بدهی بانک‌ها به بانک مرکزی در پایه پولی (درصد)
منبع: آمار بانک مرکزی

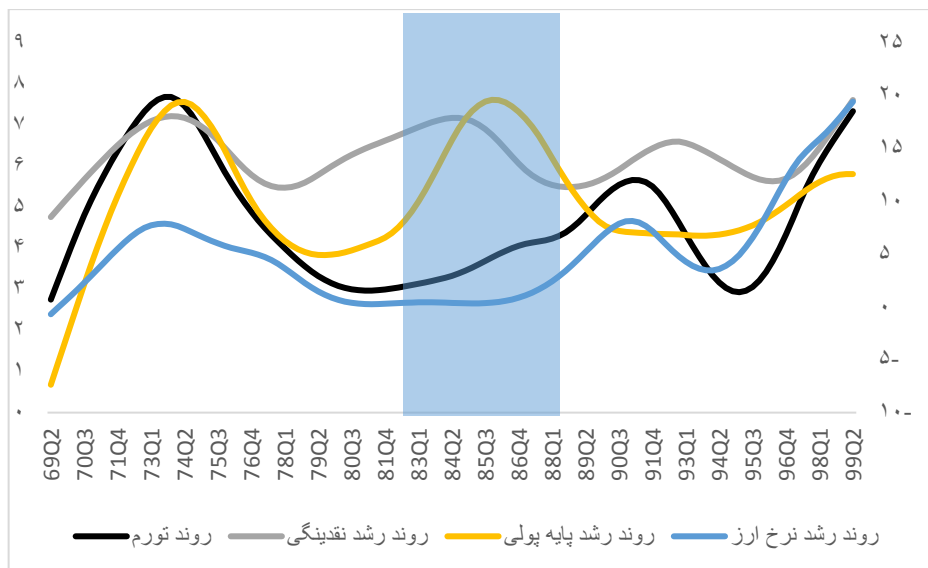
۴) رابطه کل‌های پولی و تورم بر اساس تئوری مقداری پول و تئوری فشار تقاضا رابطه‌ای بلندمدت است. به عبارت دیگر ممکن است در چند دوره روند رشد کل‌های پولی و تغییرات تورم در یک راستا نباشند ولی اینکه در بلندمدت رشد پول مازاد بر رشد بخش حقیقی اثر خود را بر روی تورم می‌گذارد (فارغ از این که عامل این نقدینگی مازاد چه بوده)، اصلی‌خنده‌ناپذیر در اقتصاد است. بر اساس آمار ضریب همبستگی روند تورم با رشد پایه پولی و رشد نقدینگی در بازه ۱۳۶۹ تا ۱۳۹۹ به ترتیب ۰/۴۳ و ۰/۳۸ درصد است که تفاوت معنی‌داری از صفر دارد و همبستگی آماری بین روند متغیر تورم با کل‌های پولی را تأیید می‌کند. به علاوه ضریب همبستگی تورم با رشد پایه پولی و رشد نقدینگی در دهه ۱۳۹۰ (یعنی از سال ۱۳۹۰ به بعد) به ترتیب ۰/۶۳ و ۰/۶۵ درصد است که نشان می‌دهد که در یک دهه اخیر همبستگی کل‌های پولی با تورم بیشتر نیز شده است که می‌تواند ناشی از کاهش امکان واردات به دلیل محدودیت‌های ناشی از تحریم‌ها باشد^۱.

^۱ در بسیاری از سال‌های فراوانی درآمدهای نفتی، اثر افزایش نقدینگی بر سطح عمومی قیمت‌ها از طریق توسل به واردات ارزان تا حدودی خنثی شده است.

بیست و نهمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی

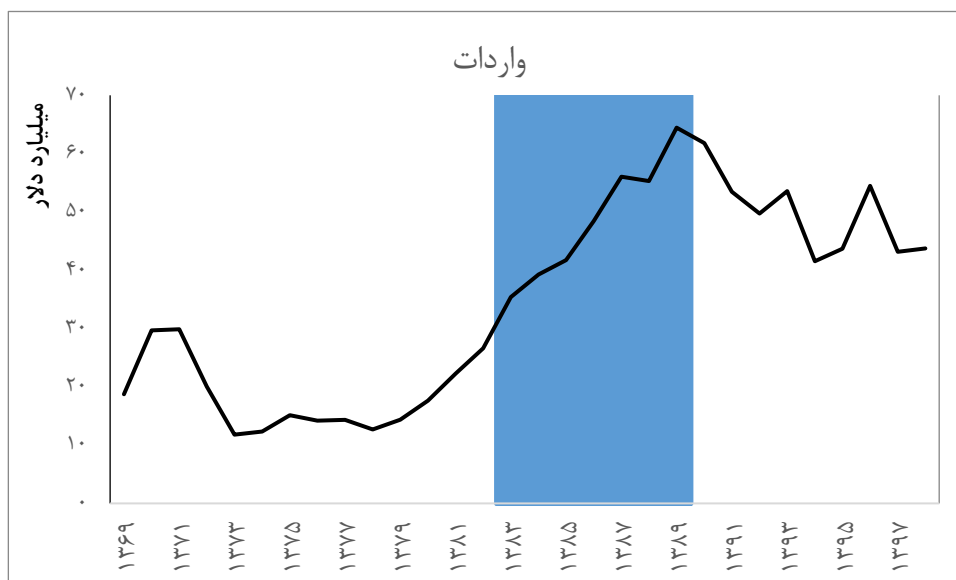
کنترل تورم و ثبات مالی

تهران، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران - ۹ و ۱۰ خرداد ۱۴۰۱



شکل ۴. مقایسه روند متغیرهای رشد نرخ ارز، رشد پایه پولی، رشد نقدینگی و تورم
منبع: آمار بانک مرکزی

۵) در دو دهه اخیر تنها در بین سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷، رشد پایه پولی و نقدینگی به شدت قبل به تورم منجر نشده است که دلیل آن می‌تواند تشدید روند واردات باشد که همین امر در کنار ثابت نگه داشتن نرخ ارز باعث شد که تورم علی‌رغم افزایش کل‌های پولی رشد قابل توجهی نداشته باشد. به عبارت دیگر، دولت به واسطه کنترل نرخ ارز و همچنین افزایش واردات، به نوعی افزایش قیمت‌ها را علیرغم رشد بالای نقدینگی، کنترل کرده است.



شکل ۵. ارزش واردات کالا و خدمات گمرکی (میلیارد دلار)

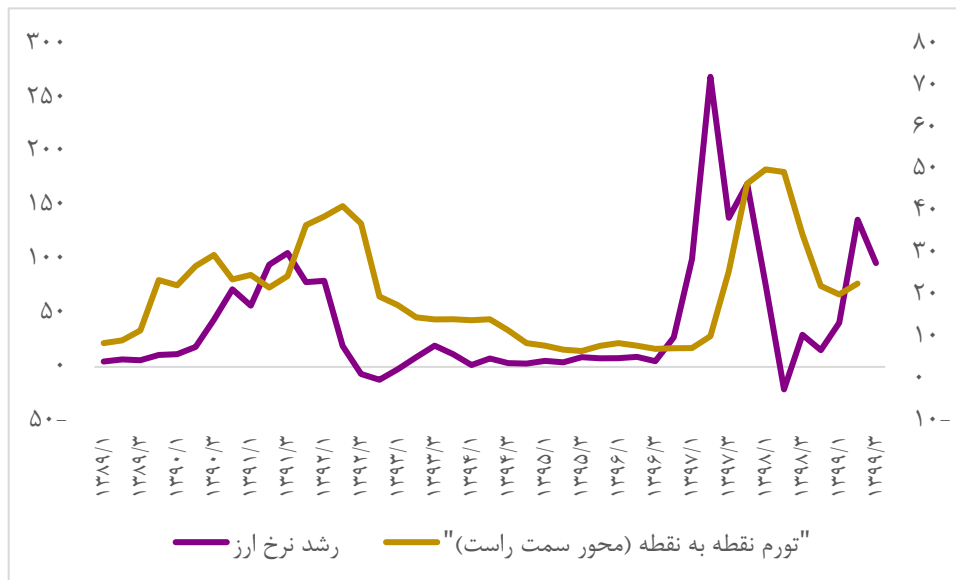
۶) در دهه‌های اخیر در بیشتر دوره‌ها، سیاست‌گذار به دنبال تثبیت قیمت نرخ ارز اسمی بوده و از نرخ ارز اسمی به‌عنوان لنگری برای کنترل تورم و نیز انتظارات تورمی بهره گرفته است. این شرایط ناپایدار تا زمانی باقی می‌ماند

بیست و نهمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی

کنترل تورم و ثبات مالی

تهران، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران - ۹ و ۱۰ خرداد ۱۴۰۱

که دولت مشکلی از بابت ذخایر ارزی و دسترسی به آن نداشته باشد، اما به محض این که به هر دلیلی انتظارات به این سمت شکل بگیرد که ذخایر در دسترس بانک مرکزی در این دوره یا دوره‌های آتی ممکن است کمتر شود، نرخ ارز از کنترل سیاست‌گذار خارج شده و منجر به جهش نرخ ارز می‌شود. افزایش نرخ ارز نیز مستقیماً بر روی قیمت کالاهای قابل مبادله در بازارهای جهانی اثرگذار بوده و منجر به تورم می‌شود. البته باید خاطر نشان کرد که نوسانات ارزی خود تحت تأثیر مجموعه‌ای از عوامل از رشد نقدینگی گرفته تا درآمدهای نفتی یا شوک‌های اقتصادی سیاسی و نظایر آن است.



شکل ۷. رشد قیمت دلار نسبت به ماه مشابه سال قبل (درصد)

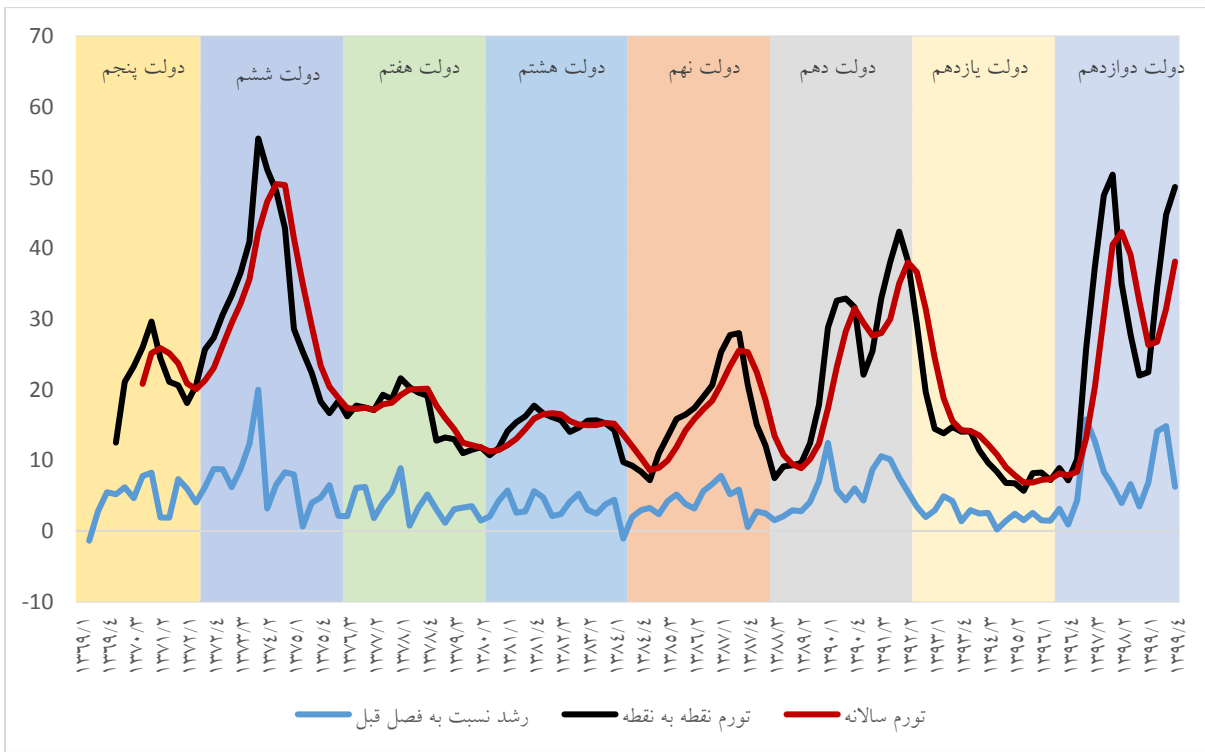
(۷) عوامل سیاسی نیز در پویایی‌های تورم در اقتصاد ایران نقش پررنگی دارند به این مفهوم که دولت‌ها با ابزارهای در دسترس خود از امکان کنترل نرخ ارز با استفاده از درآمدهای نفتی گرفته تا قیمت‌گذاری دستوری در حوزه‌های مختلف بالأخص انرژی و سایر خدمات عمومی، سعی می‌کنند نرخ تورم را در فصل‌های منتهی به انتخابات و به ویژه در دوره اول تصدی خود بیشتر کنترل کنند. این بحث در ادبیات اقتصادی تحت عنوان «ادوار تجاری سیاسی»^۱ مطرح است و به بررسی مداخلات دولت‌های مستقر در روند و نوسانات متغیرهای اقتصادی به منظور کسب محبوبیت بین رأی‌دهندگان می‌پردازد.

¹ Political Business Cycles

بیست و نهمین همایش سالانه سیاست‌های پولی و ارزی

کنترل تورم و ثبات مالی

تهران، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران - ۹ و ۱۰ خرداد ۱۴۰۱



شکل ۸. تورم در دوره‌های مختلف ریاست‌جمهوری

۸) بررسی عوامل ایجادکننده تورم در ۴ دهه اخیر نشان می‌دهد که در بسیاری از سال‌ها، همگام نبودن سمت عرضه با طرف تقاضا یکی از عوامل اصلی ایجاد تورم در کشور بوده است که بخش زیادی از اضافه تقاضا نیز به رشد بالای نقدینگی در اقتصاد به دلایل مختلف از جمله سلطه مالی دولت نسبت داده می‌شود و نکته قابل توجه در بسیاری از این سال‌ها، غلبه عناصر سمت تقاضا در ایجاد تورم و عدم هماهنگی رشد تقاضا با عرضه بوده است. به‌عنوان مثال، در سال‌های دهه ۱۳۷۰ با وجود رشد قابل توجه تولید در کشور، به علت سیاست‌های مختلف از همسان‌سازی نرخ ارز گرفته تا آزادسازی قیمت بسیاری از کالاها و انجام طرح موسوم به تعدیل اقتصادی، تورم جهشی فزاینده پیدا کرده و حتی به نزدیک ۵۰ درصد رسید. یا در دهه ۱۳۸۰ به‌خصوص اواخر آن، با وجود رشد تولید، تزریق معادل ریالی دلارهای نفتی به اقتصاد ایران باعث ایجاد تورمی از ناحیه افزایش تقاضا شد که به نظر می‌رسد شتاب آن تا حدودی از طریق واردات ارزان قیمت ناشی از درآمدهای نفتی و تثبیت نرخ ارز امکان‌پذیر شد. ولی تورم دهه ۱۳۹۰ به‌خصوص سال‌های ۱۳۹۷ به بعد از جنسی دیگر است. ویژگی تورم در سال‌های ابتدایی و انتهایی دهه ۹۰ را می‌توان به این صورت خلاصه کرد که: الف- کسری بودجه دولت به دلیل فشار تحریم‌ها و افت درآمدهای نفتی وجود دارد. ب- کسری بودجه دولت به دلیل تأمین آن از طریق برداشت از منابع بانک مرکزی در کل و منابع نظام بانکی به‌طور خاص و نیز افزایش نرخ ارز و در نتیجه افزایش معادل ریالی دلار تحویلی به بانک مرکزی، پولی شده و به این ترتیب سلطه مالی دولت بیشتر مشهود است. البته اضافه برداشت از منابع بانک مرکزی تنها محدود به دولت نبوده و بخشی از آن هم به دلیل سوء کارکرد نظام بانکی اتفاق افتاده است که در کل موجب تشدید اثرات تورمی اضافه برداشت از منابع بانک مرکزی شده است. ج- افت تولید در بخش نفت باعث افت تولید ناخالص ملی شده و جابجایی منحنی عرضه به سمت چپ و بالا دیده می‌شود. د- تحریم‌ها و ناطمینانی‌های ناشی از آن باعث افت سرمایه‌گذاری و نیز شتاب گرفتن روند خروج سرمایه از کشور شده است که در نهایت نتیجه‌ای غیر از افت عرضه ندارد. ه- برای اولین بار در اقتصاد ایران سه بحران بزرگ ارزی در یک دهه در سال‌های آغازین آن و نیز سال‌های

۱۳۹۷ و ۱۳۹۹ مشاهده شد که نتیجه آن علاوه بر تمام اثرات مستقیمی که بر تورم داشت، بالا رفتن هزینه تهیه کالاهای واسطه و مواد اولیه وارداتی مورد استفاده در تولید بود که باعث افزایش شدید تورم تولیدکننده شده است. و- ویژگی قابل توجه تورم در سال‌های اخیر بالأخص از سال ۱۳۹۷ به بعد این است که افزایش قیمت‌ها علیرغم کاهش تقاضا بالأخص تقاضای مصرفی اتفاق افتاده است به طوری که رشد هزینه‌های مصرفی خصوصی و دولتی در سه سال متوالی ۹۷ تا ۹۹ به قیمت‌های ثابت منفی بوده یا میانگین رشد تشکیل سرمایه ثابت ناخالص در این سه سال منفی است. به عبارت دیگر، حتی افت شدید تقاضای حقیقی در این سه سال نیز نتوانسته است اثر افت عرضه و نیز تزریق نقدینگی و افزایش تقاضای اسمی را خنثی کند. به عبارت دیگر و به طور خلاصه می‌توان گفت در بیشتر سال‌ها در چند دهه گذشته ترکیب کمبود عرضه و مازاد تقاضا (هم اسمی و هم حقیقی) موجب افزایش قیمت‌ها بوده است ولی در چند سال اخیر علیرغم افت تقاضای حقیقی به دلیل کاهش قدرت خرید اقشار مختلف و نیز افت شدید تقاضای سرمایه‌گذاری به دلیل اثرات تحریم‌ها و ناطمینانی‌های حاکم بر اقتصاد، افت عرضه و نیز افزایش تقاضای اسمی (بر اثر عوامل پولی) آنچنان شدید بوده است که همچنان تورم فزاینده‌ای مشاهده می‌شود.

۶ آسیب‌شناسی هدف‌گذاری تورم در سال ۱۳۹۹ با توجه به واقعیات حاکم بر اقتصاد ایران

بانک مرکزی طی بیانیه‌ای در تاریخ ۶ خرداد ۱۳۹۹، چارچوب هدف‌گذاری نرخ تورم را اعلام و بر این اساس، هدف نرخ تورم خود را برای بازه زمانی یک‌ساله، ۲۲ درصد با دامنه مثبت و منفی ۲ واحد درصد تعیین کرد.

اهمیت رژیم هدف‌گذاری تورم و لزوم توجه به آن از سوی بانک مرکزی در این مطالعه مورد تأکید بوده است ولی اعلام تبعیت از این رژیم از سوی بانک مرکزی اتفاق مبارکی بود که در زمان نامناسب اعلام شد. ایرادات وارد بر این سیاست بانک مرکزی را با توجه به پیش‌نیازهای فوق‌الذکر برای پیاده‌سازی رژیم هدف‌گذاری تورمی و نیز واقعیات آشکار شده در مورد پویایی‌های تورم در اقتصاد ایران، می‌توان به طور خلاصه به صورت زیر برشمرد:

(۱) زمان اعلام هدف‌گذاری تورم در اقتصاد، سال ۱۳۹۹ بود که در این سال زمان چندانی از شیوع پاندمی کرونا نگذشته بود و قابل پیش‌بینی بود که قرنطینه‌ها و تعطیلی‌های ناشی از این همه‌گیری به شدت روی طرف عرضه اقتصاد اثر گذاشته و در هر اقتصادی با شوک منفی عرضه، کنترل تورم به‌سختی انجام می‌شود چرا که انعطاف‌پذیری سمت عرضه و تأثیرپذیری آن از سیاست‌های پولی به مراتب کمتر و کندتر از سمت تقاضا است. به عبارت دیگر، سیاست‌گذار پولی در اعلام هدف‌گذاری تورمی، به سمت عرضه اقتصاد و رکود حاکم بر آن بر اثر شیوع بیماری کرونا و نیز فشار زایدالوصف تحریم‌ها توجهی نداشته است. به این ترتیب، اعلام هدف تورمی در این سال از سوی سیاست‌گذار با ریسک بسیار بالایی همراه بود و شکست در رسیدن به هدف از قبل پیش‌بینی می‌شد.

(۲) چنانچه در واقعیات آشکار شده در مورد تورم در اقتصاد ایران ذکر شد، هم‌حرکتی بسیار نزدیکی بین نرخ تورم و نرخ ارز در اقتصاد ایران وجود دارد و شوک‌های نرخ ارز یکی از دلایل اصلی جهش تورم در چند دهه گذشته بوده است. در سال ۱۳۹۹ سومین شوک ارزی دهه ۹۰ با فاصله‌ای کمتر از دو سال از شوک دوم ارزی این دهه که در سال ۱۳۹۷ بود، اتفاق افتاد. وقوع این شوک نیز چندان دور از ذهن و غیر قابل پیش‌بینی نبود چرا که اثر تحولات سیاسی مربوط به انتخابات ریاست‌جمهوری ایالات متحده و اثر ستیزه‌جویی‌های ترامپ و شایعات مرتبط با آن بر بازار ارز ایران نه تنها از سوی صاحب‌نظران اقتصادی، بلکه از سوی عموم مردم که به دنبال حفظ ارزش دارایی‌های ریالی خود بودند، پیش‌بینی شده و از این رو بازار ارز به‌خصوص در تابستان این سال با جهش در تقاضا بالأخص از سوی خریداران خرد و حقیقی مواجه شد. ننگ‌ناندن این پیش‌بینی و ناطمینانی‌های حوزه سیاسی در محاسبات مربوط به نرخ ارز بازار آزاد و اثر بلاشک آن بر نرخ تورم، از کاستی‌های هدف‌گذاری تورم در این سال به شمار می‌رود. مسئله وقتی بغرنج‌تر می‌شود که هدف‌گذاری تورم از سوی بانک مرکزی در خرداد ماه و تنها دو ماه مانده به شوک ارزی سوم دهه ۱۳۹۰ در مرداد سال ۱۳۹۹ اعلام شد که می‌تواند در بهترین تفسیر از جانب کارگزاران اقتصادی به این معنی باشد که بانک مرکزی در تعیین هدف تورمی خود از مهم‌ترین عامل تأثیرگذار بر نرخ تورم در کوتاه‌مدت

که همان نرخ ارز است، حتی در این فاصله زمانی کوتاه غافل بوده است. مسئله وقتی بدتر می‌شود که تفسیر کارگزاران اقتصادی از این اقدام بانک مرکزی نه قصور و غفلت که ناتوانی در پیش‌بینی آینده نزدیک و قریب‌الوقوع باشد که ضربه‌ای جبران‌ناپذیر به اعتبار بانک مرکزی که از ارکان اصلی یک رژیم هدف‌گذاری تورم است، به شمار می‌رود.

(۳) در اطلاعیه مربوط به اعلام هدف‌گذاری تورم از سوی بانک مرکزی به دلایل مختلف بالا بودن نرخ تورم در اقتصاد ایران از انباشت نقدینگی گرفته تا خروج آمریکا از برجام و دشواری در تأمین مواد اولیه و واسطه بخش تولید، وجود انتظارات تورمی، غیاب ابزارهای نوین سیاست‌گذاری پولی برای کنترل تورم و نظایر آن اشاره شده است و با اعلام هدف‌گذاری تورم از آن به‌عنوان راهی برای کنترل تورم نام برده شده است بدون آن که هیچ‌یک از این عوامل موجد تورم که در بخش «واقعیت‌آشکارشده» به آن اشاره شد، در اقتصاد ایران از بین رفته یا راه‌حلی برای آن اندیشیده شده باشد. به‌عبارت‌دیگر، هدف‌گذاری تورم تنها در صورتی می‌تواند در یک اقتصاد منجر به لنگر شدن انتظارات تورمی و کنترل تورم از این طریق شود که در ابتدا بستر مناسب کنترل تورم فراهم شده باشد. زمانی که شوک‌های منفی طرف عرضه، حملات سفته‌بازانه در بازار ارز، مشکل نقل و انتقالات بانکی به دلیل تحریم‌ها، معضل تأمین مواد اولیه و واسطه برای بخش تولید به علت تحریم‌ها و افت درآمدهای ارزی، افزایش شدید پایه پولی به علت اجبار بانک مرکزی و سیستم بانکی به پوشش کسری بودجه به انحاء مختلف و در اختیار نبودن ابزار کارآمد اعمال سیاست پولی به همان شدت و حدت سابق برقرار باشد و چاره‌ای برای برطرف کردن آنها اندیشیده نشده باشد، صحبت از هدف‌گذاری تورم تنها بیانگر آرزوهای سیاست‌گذار بوده و در عمل منتهی به نتیجه مطلوب نخواهد شد.

(۴) در بیانیه مربوط به هدف‌گذاری تورم، بانک مرکزی استفاده از عملیات بازار باز و فروش اوراق بهادار را به‌عنوان یکی از بسترهای دستیابی به هدف تورمی اعلام کرد. این در حالی است که بنا به اعلام بانک مرکزی^۱ بیشتر اوراق فروخته‌شده یا عرضه‌شده برای فروش، دارای نرخ بازده یا سود اسمی زیر ۲۲ درصد و عمدتاً در دامنه ۱۵ تا ۱۸ درصد بوده‌اند. با توجه به نرخ بالای ۳۰ درصد تورم در این سال و رسیدن تورم سالانه به ۳۶/۴ درصد در اسفند ماه ۱۳۹۹، حتی در صورت تحقق نرخ تورم هدف ۲۲ درصدی در این سال، باز هم نرخ بازده حقیقی این اوراق منفی است. حال پرسش مطرح این است که چگونه با نرخ بهره حقیقی منفی برای اوراق مشارکت می‌توان امید به کنترل نقدینگی از طریق فروش این اوراق در بازار داشت و آیا در عمل نرخ بهره حقیقی منفی موجب عدم کارایی این ابزار از منظر سیاست‌گذاری پولی نخواهد بود؟

(۵) در پایان بیانیه مزبور بانک مرکزی به درستی تأکید کرده است که در راستای گسترش شفافیت سیاست‌گذاری، به‌صورت ماهانه تحولات بازار پول و نرخ تورم و حرکت سایر متغیرهای کلیدی اقتصاد را در اختیار عموم قرار خواهد داد. اجرای چارچوب هدف‌گذاری تورمی یک سازوکار مشخص دارد: هدف تورمی تعیین و اعلام می‌شود. بانک مرکزی مسیر آتی تورم را پیش‌بینی می‌کند و آن را با هدف تورمی مقایسه می‌کند تا میزان انحراف تورم پیش‌بینی شده از تورم هدف را شناسایی نماید. بانک مرکزی بر اساس یک ساختار و فرآیند تصمیم‌گیری معین، ابزار سیاست پولی را به نحوی تنظیم و تعدیل می‌نماید تا از انحراف تورم پیش‌بینی‌شده از تورم هدف ممانعت نماید و به‌تبع آن نرخ تورم در محدوده هدف تورمی حرکت نماید. در این چارچوب لازم است بانک مرکزی با تنظیم یک سیاست ارتباطی معین، پاسخگویی و شفافیت را پیگیری نماید تا از مسیر کنترل انتظارات تورمی، فرآیند حفظ نرخ تورم در محدوده هدف را تسهیل نماید. بر اساس تجربه بین‌المللی، بانک‌های مرکزی هدف‌گذار تورم، «گزارش تورم» را که حاوی اطلاعاتی راجع به تحولات آتی متغیرهای کلیدی اثرگذار بر تورم است را به‌صورت منظم منتشر می‌کنند. این در حالی است که گزارش ماهانه بانک مرکزی ایران تصویر شفافی از روند آتی تحولات نرخ تورم به دست نمی‌دهد که همین مسئله مدیریت انتظارات تورمی کارگزاران اقتصادی را با چالش جدی مواجه می‌نماید. ارائه نمودارهای

¹ <https://www.cbi.ir/showitem/21328.aspx>

بادبذنی نرخ تورم در گزارش‌های تورم بانک‌های مرکزی کشورها این مزیت را دارد که نااطمینانی حول روند آتی نرخ تورم را با توجه به پیش‌بینی بانک مرکزی از شوک‌های برون‌زا در اختیار کارگزاران اقتصادی قرار می‌دهد و لذا نیازی به تعهد بانک مرکزی به تحقق یک نرخ معین تورمی در چند دوره آتی نخواهد بود. هدف‌گذاری تورمی چارچوبی برای مدیریت انتظارات است و لذا باید تمامی ابزارهای سیاست ارتباطی به منظور تحقق این هدف توسط بانک مرکزی به کار گرفته شود.

- (۶) همان‌گونه که گفته شد، هدف اعلامی برای تورم در اوایل خرداد سال ۱۳۹۹ برابر با ۲۲ درصد با دامنه مثبت و منفی دو درصد تعریف شد این در حالی است که تورم تحقق‌یافته سالانه در اردیبهشت ماه سال ۱۴۰۰ (به عبارتی یک سال پس از اعلام رسمی چارچوب توسط بانک مرکزی) به حدود ۴۱ درصد رسید که نشان از انحراف ۱۹ واحد درصدی از تورم هدف دارد. از آنجا که هدف‌های تورمی در سراسر جهان مبتنی بر مدل‌های پیش‌بینی تورم هستند، این انحراف شدید تورم تحقق‌یافته از تورم هدف تنها در دو صورت ممکن است اتفاق افتاده باشد؛ اول این که مدل پیش‌بینی تورم پایه این هدف‌گذاری دارای ایرادات ساختاری بوده و اتکا به آن از اساس اشتباه بوده است و دوم این مدل پیش‌بینی درست بوده و تورم را صحیح پیش‌بینی کرده است ولی سیاست‌گذار به نظر کارشناسی اهمیتی نداده و در ریسکی بزرگ، برای مهار تورم اقدام به اعلام هدف تورمی بسیار پایین‌تر از پیش‌بینی‌ها کرده است با این امید که با انجام این کار بتواند تا حدودی از شتاب تورم بکاهد. ولی در هر صورت، هر دو این سناریوها به نتیجه واحدی منتهی شده‌اند و آن هم از بین رفتن اعتبار بانک مرکزی کشور در هدف‌گذاری تورم حداقل در کوتاه‌مدت است.
- (۷) چنانچه در پیش‌نیازهای اجرای رژیم هدف‌گذاری تورمی اشاره شد، شناور بودن نرخ ارز یا حداقل عدم پایداری بانک مرکزی به یک نرخ ارز ثابت به شکل رسمی از لازمه‌های پیاده‌سازی موفقیت‌آمیز این رژیم است که وجود نرخ ارز موسوم به نرخ ارز ترجیحی معادل ۴۲۰۰۰ ریال برای هر دلار، در تناقض جدی با این پیش‌نیاز بوده است.
- (۸) اجرای هدف‌گذاری تورمی در سال ۱۳۹۹ در حالی رخ داد که یکی از پیش‌نیازهای اصلی آن یعنی سالم بودن سیستم مالی و ثبات آن در اقتصاد ایران با چالش‌ها و ابهامات جدی روبرو بود. رشد انفجارگونه بازار سهام در نیمه اول این سال و سقوط سریع و بی‌وقفه شاخص کل در نیمه دوم، بسیاری از جریان‌های مالی را در اقتصاد کشور با مشکلات عدیده‌ای مواجه کرد. همچنین، مشکلات ادامه‌دار صندوق‌های بازنشستگی و نیز وضعیت مبهم ترازنامه بانک‌ها و مطالبات معوق آنها ثبات مالی سیستم اقتصادی کشور را همچنان تهدید می‌کرد. در همین حین، اجبار بانک‌ها به خرید اوراق بدهی دولتی و منتقل کردن کانال استقراض دولت از بانک مرکزی به بانک‌های تجاری و در نتیجه توسل بانک‌ها به بانک مرکزی و افزایش بدهی آنها باعث شد هدف‌گذاری تورمی از این ناحیه نیز با چالش جدی روبرو باشد.

۷ خلاصه و نتیجه‌گیری

در حال حاضر، توسل به چارچوب هدف‌گذاری تورمی از جمله مهم‌ترین و شناخته‌شده‌ترین راهکارهای مهار تورم در کشورهای مختلف جهان است که در آن بانک مرکزی با ترکیب صلاحدید و قاعده‌مندی، هدفی را برای تورم به صورت شفاف اعلام می‌کند و پس از آن با تمام ابزارهای در دسترس خود برای رسیدن به این هدف و خنثی کردن اثرات سوء شوک‌های مختلف وارد بر تورم تلاش می‌نماید. پایبندی به این رویکرد در میان‌مدت و بلندمدت اعتباری برای بانک مرکزی به همراه دارد که از آن پس با مهار انتظارات تورمی، کنترل تورم و تحقق تورم هدف برای این نهاد آسان‌تر می‌شود.

میانگین تورم بالای ۲۰ درصد در چند دهه اخیر در اقتصاد ایران و تبدیل آن به دردی مزمن باعث شده است سیاست‌گذار پولی همواره به دنبال راهی برای درمان این آسیب باشد و بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران با وقوف به مزایای چارچوب هدف‌گذاری تورمی، در تلاشی برای انجام این مهم در سال ۱۳۹۹، با اعلام هدف تورمی ۲۲ درصد با دامنه مثبت و منفی ۲ درصد در صدد پیاده‌سازی این رژیم برای اقتصاد ایران برآمد. رسیدن به تورم به بیش از ۳۶ درصد

در انتهای این سال، حکایت از عدم موفقیت بانک مرکزی در اجرای موفقیت‌آمیز این رژیم داشت که دلایل متعددی را برای آن می‌توان برشمرد. از جمله مهم‌ترین دلایل این ناکامی عدم توجه سیاست‌گذار پولی به واقعیات آشکار شده تورم در اقتصاد ایران، پیش‌نیازهای اجرای موفقیت‌آمیز هدف‌گذاری تورم و نیز شرایط خاص حاکم بر اقتصاد کشور در سال اجرای این سیاست می‌باشد. از جمله این‌ها که در این سال به دلیل اثرات شدید تحریم‌ها و نیز شیوع پاندمی کرونا، طرف عرضه اقتصاد دچار رکود بی‌سابقه‌ای بود و بنا به تجربه اثر سیاست‌های پولی بر بخش عرضه به کندی ظاهر شده و سیاست‌های پولی که از نوع سیاست‌های طرف تقاضا می‌باشند در کنترل اثرات تورمی ناشی از رکود سمت عرضه کارایی ندارند. همچنین، وقوع سومین شوک ارزی دهه ۱۳۹۰ در این سال باعث شد که یکی از مهم‌ترین عوامل اثرگذار بر جهش تورم در اقتصاد ایران یعنی افزایش نرخ ارز و بالا رفتن انتظارات تورمی به همراه آن، به‌عنوان یکی از عوامل اصلی ناکامی در کنترل تورم وارد عمل شود. پایین بودن نرخ بازده اوراق بدهی دولت از نرخ تورم هدف اعلامی نیز باعث شد که این ابزار عملاً از کارایی لازم در اعمال سیاست پولی برخوردار نباشد. اختلاف بانک مرکزی و مرکزی آمار ایران در خصوص نرخ تورم حاکم بر اقتصاد و منع بانک مرکزی از انتشار آمارها و تحلیل‌ها و پیش‌بینی‌های مرتبط با تورم از دیگر عواملی بود که به شفافیت و اطلاع‌رسانی بانک مرکزی به‌عنوان یکی از گام‌های اصلی پیاده‌سازی رژیم هدف‌گذاری تورمی ضربه زد. این دسته عوامل و سایر دلایل ذکر شده در متن مقاله باعث شد که تجربه اجرای هدف‌گذاری تورمی در سال ۱۳۹۹ چندان موفقیت‌آمیز نبوده و اجرا و پیگیری آن در سال‌های آینده نیازمند زمینه‌سازی مناسب و رفع موانع و کاستی‌های حاکم بر این فرآیند باشد.

فهرست منابع

- ابراهیمی، ا. (۱۳۹۳). هدف‌گذاری تورم؛ لزوم اعمال و پیش‌شرط‌های اساسی. گزارش سیاستی. پژوهشکده پولی و بانکی. MBRI-PN-93012
- اسلامی بیدگلی، غ.، و محمودی، و. و سبحانی، س. م. (۱۳۹۱). بررسی رابطه بین کسری بودجه دولت، نقدینگی و تورم در ایران طی سال‌های ۵۷ تا ۸۷. دانش حسابرسی، ۱۲(۴۸)، ۱۱۱-۱۳۴.
- قبادی، س.، و کمیجانی، ا. (۱۳۸۹). تبیین رابطه میان سیاست پولی - ارزی و بدهی دولت و تأثیر آنها بر تورم و رشد اقتصادی در ایران. مطالعات اقتصاد بین‌الملل (International Economic Studies) (انگلیسی)، ۲۱(۲) (پیاپی ۳۷)، ۱-۲۱.
- حسینی پور، س. (۱۳۹۷). بررسی روابط علت و معلولی کسری بودجه، عرضه پول و نرخ تورم در ایران. سیاست‌های راهبردی و کلان، ۶(۲۱)، ۹۳-۱۰۹.
- حسینی نسب، س.، و رضا قلی‌زاده، م. (۱۳۸۹). بررسی ریشه‌های مالی تورم در ایران (با تأکید بر کسری بودجه). پژوهش‌های رشد و توسعه پایدار (پژوهش‌های اقتصادی)، ۱۰(۱)، ۴۳-۷۰.
- Agénor, P. R., & da Silva, L. A. P. (2019). Integrated inflation targeting-Another perspective from the developing world. bis.org.
- Alesina, A. and N. Roubini, with G. D. Cohen (1997). Political Cycles and the Macroeconomy. Cambridge, MA, and London, UK: The MIT Press.
- Alesina, A., & Rodrik, D. (1994). Distributive politics and economic growth. The quarterly journal of economics, 109(2), 465-490.
- Angeriz, A., & Arestis, P. (2007). Assessing the performance of 'inflation targeting lite' countries. World Economy, 30(11), 1621-1645.
- Ciżkowicz-Pękała, M., Grostal, W., Niedźwiedzińska, J., Skrzyszewska-Paczek, E., Stawasz-Grabowska, E., Wesołowski, G., & Żuk, P. (2019). Three decades of inflation targeting. Narodowy Bank Polski.
- Combes, J. L., Debrun, M. X., Minea, A., & Tapsoba, R. (2014). Inflation targeting and fiscal rules: do interactions and sequencing matter? (No. 14-89). International Monetary Fund.

- Niedźwiedzińska, J. (2018). Inflation Targeting. Institutional features of the strategy in practice (No. 299). Narodowy Bank Polski, Economic Research Department.
- Orphanides, A., Williams, J.C. (2003). Imperfect knowledge, inflation expectations, and monetary policy. NBER Working Paper Series. No. 9884. <https://doi.org/10.3386/w9884>
<https://www.cbi.ir/showitem/21616.aspx>
- Roger, S. (2009), Inflation Targeting at 20: Achievements and Challenges, IMF Working Paper No. 236.
- Taylor, J. B. (2019). Inflation targeting in high inflation emerging economies: Lessons about rules and instruments. *Journal of Applied Economics*, 22(1), 103-116.
- Totonchi, J. (2011). Macroeconomic theories of inflation. In *International conference on economics and finance research* (Vol. 4, No. 1, pp. 459-462).
- Truman, E. (2003) *Inflation Targeting in the World Economy*. Washington, DC: Institute for International Economics.
- Vega, M. and Winkelried, D. (2005) *Inflation Targeting and Inflation Behavior: A Successful Story?* *International Journal of Central Banking*, 153-75.
- Woodford, M. (1999). *Revolution and Evolution in Twentieth-Century Macroeconomics*. Paper presented at the conference on "Frontiers of the Mind in the Twenty-First Century", Library of Congress, Washington, June 14-18.
- Woodford, M. (2000). *Fiscal Requirements for Price Stability*. Official text of the 2000 Money, Credit and Banking Lecture, presented at Ohio State University on May 1, 2000.
- Woodford, M. (2007). The Case for Forecast Targeting as a Monetary Policy Strategy. *Journal of Economic Perspectives*. Vol. 21. <https://doi.org/10.1257/jep.21.4.3>