

## بررسی شرایط نهادی اقتصاد ایران جهت اتخاذ چارچوب

### هدف‌گذاری تورم

دکتر ناصرعلی یدالله زاده طبری\*

#### چکیده

اتخاذ بهترین شیوه اعمال سیاست پولی همواره مورد توجه اقتصاددانان و مقامات پولی بوده است. جدیدترین چارچوب سیاست پولی موسوم به چارچوب هدف‌گذاری تورم پولی به یک نرخ عددی یا دامنه‌ای تورم لنگر می‌باشد. به لحاظ نظری اتخاذ این چارچوب مستلزم وجود شرایطی (به عنوان پیش شرط) از جهت نهادی و فنی می‌باشد. هدف این مقاله بررسی میزان آمادگی اقتصاد ایران برای پذیرش این چارچوب سیاست‌گذاری از نقطه نظر شرایط نهادی است. پیش شرط‌های 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 نقطه نظر شرایط نهادی (پیش شرط‌ها) کاستی‌های جدی ولی قابل رفع در اقتصاد ایران وجود دارد که مؤید مهیا نبودن کشور برای اتخاذ هدف‌گذاری تورم است. اما نکته حایز اهمیت و مورد تاکید 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.

طبقه بندی JEL : E52 ; E58.

---

\* استادیار دانشگاه آزاد اسلامی واحد بابل

**واژه‌های کلیدی:** هدف‌گذاری تورم؛ سطح عمومی قیمت‌ها؛ پیش شرط‌ها؛ سیاست پولی.

## ۱- مقدمه

امروزه مقابله با تورم یکی از اهداف عمده و مهم اقتصاد کلان برای پیشرفت و توسعه اقتصاد هر کشوری می‌باشد به طوری که برای مبارزه با این پدیده، اجماع وسیعی بین اقتصاددانان و سیاستگذاران اقتصادی در کشورهای مختلف وجود دارد. در چند دهه‌ی اخیر در ادبیات اقتصادی به منظور اجرای سیاست‌های اقتصادی برای کنترل نرخ تورم (به عنوان یک هدف نهایی برای سیاست پولی)، چارچوب‌های مختلفی تحت عنوان چارچوب‌های هدف‌گذاری معرفی شده و بکار رفته‌اند. پرکاربردترین این چارچوب‌ها تا ابتدای دهه‌ی ۱۹۹۰، هدف‌گذاری نرخ ارز و هدف‌گذاری حجم پول بوده‌اند که برای دستیابی به هدف نهایی کنترل و کاهش نرخ تورم، اهداف میانی نرخ ارز و حجم پول را برگزیده‌اند (برنانک و میشکین، ۱۹۹۲). در اتخاذ این چارچوب‌ها، تصور بر این است که اگر اهداف مناسب میانی تأمین شوند در این صورت رفتار هدف نهایی بلندمدت سیاست پولی که همان کنترل و کاهش نرخ تورم است در مجموع قابل قبول و رضایت‌بخش خواهد بود. (میشکین، ۲۰۰۵).

اما تجربیات تاریخی در کشورهای مختلف به وضوح نشان داده‌اند که کارایی چنین روش‌هایی برای کنترل تورم و حذف تورش‌های تورمی تاکنون ضعیف بوده است. در همین راستا در سال‌های ابتدایی دهه‌ی ۱۹۹۰ چارچوب هدف‌گذاری تورم (مبتنی بر نظریه‌ی خنثی بودن پول در بلندمدت) توسط نیوزیلند، کانادا و شیلی به منظور هدایت مستقیم سیاست پولی به سمت هدف نهایی کنترل و کاهش نرخ تورم معرفی گردید. پس از آن، هدف‌گذاری تورم به طور فزاینده‌ای به عنوان یک چارچوب مناسب برای سیاست پولی شناخته شد و به طور وسیعی توسط سیاستگذاران کشورهای مختلف مورد پذیرش قرار گرفت (پترسون، ۲۰۰۴).

---

<sup>1</sup> Mishkin, F.S.,

<sup>2</sup> Pétursson, T.G.,

اقتصاد ایران نیز در طول بیش از سه دهه گذشته، همواره تورم دو رقمی را تجربه کرده است به طوری که کاهش نرخ تورم در ایران و رساندن آن به یک نرخ تک رقمی پایدار و با ثبات همواره یکی از اهداف و آرزوهای سیاستگذاران اقتصادی کشور در قالب برنامه های توسعه بوده است. البته باید توجه داشت که نرخ تورم هدف گذاری شده در برنامه های مورد اشاره و سند چشم انداز بلندمدت جمهوری اسلامی ایران، با مفهوم نظام هدف گذاری تورم مورد بحث در ادبیات موجود مربوط به این چارچوب بسیار متفاوت است چرا که نرخ تورم هدف گذاری شده توسط دولتمردان و سیاستگذاران اقتصادی کشور تنها اعلام یک هدف نقطه ای برای نرخ تورم در یک محدوده ی زمانی مشخص است بدون این که پیش شرطهای اتخاذ هدف، مسیر رسیدن به این هدف، قواعد سیاستی لازم برای اجرای این هدف گذاری و راه کارهای لازم برای مقابله با مشکلاتی که ممکن است در طول مسیر هدف گذاری به وجود آید مورد بررسی قرار گرفته و مشخص گردد. گواه این مدعا نرسیدن به اهداف مورد نظر تعیین شده در برنامه های توسعه ی مورد بحث می باشد. این در حالی است که در فاصله ی زمانی بسیار کمتر از ۳ برنامه ی توسعه ای اجرا شده در ایران، کشورهایمانند شیلی، فلسطین اشغالی و پرو با اتخاذ چارچوب هدف گذاری تورم توانستند از نرخهای تورم اولیه ای بین ۴۵-۱۵ درصد در سال به نرخهای تورمی تک رقمی، ونسبتا با ثبات در کشور خود دست یابند (برنانک و همکاران، ۱۹۹۹<sup>۱</sup>). بنابراین سؤالی که همواره ذهن سیاستگذاران اقتصادی کشور را مشغول نموده آن است که رویکرد عملی برای دستیابی به یک نرخ تورم تک رقمی پایدار و با ثبات در اقتصاد ایران کدام است؟ همان طور که بیان شد موفق ترین و جدیدترین رویکرد معرفی شده در این مورد که در سالهای اخیر مورد مطالعه ی گسترده و همچنین پذیرش عمومی و فزاینده کشورها (چه در حال توسعه و چه توسعه یافته) قرار گرفته، نظام هدف گذاری تورم می باشد. این مطالعه در نظر دارد میزان آمادگی اقتصاد ایران را از لحاظ شرایط نهادی برای اتخاذ این چارچوب مورد بررسی قرار دهد.

## ۲- هدف گذاری تورم به مثابه یک چارچوب سیاست پولی

اگر چه تعاریف متعددی از هدف گذاری تورم ارائه شده است که تا حدی در جزئیات متفاوت هستند ولی تعریف میشکین (۲۰۰۵) که منعکس کننده موضوعات اصلی مورد توجه در ادبیات هدف گذاری تورم است شامل عناصر زیر می باشد:

- ۱- اعلام عمومی یک هدف صریح میان مدت برای تورم به صورت یک عدد یا به صورت یک دامنه؛ ۲- تعهد سازمانی به ثبات قیمتها به عنوان هدف اصلی

<sup>1</sup> Bernanke, B. S. & et. al.

بلندمدت سیاست پولی و تعهد دستیابی به تورم هدف؛ ۳- یک راهبرد اطلاعاتی فراگیر که در آن متغیرهای زیادی و نه فقط کل‌های پولی برای تصمیم‌سازی درباره سیاست پولی مورد استفاده قرار می‌گیرند؛ ۴- شفافیت بالای راهبرد سیاست پولی از طریق ارتباط با عموم و بازارها درباره برنامه‌ها و اهداف سیاستگذاران پولی؛ ۵- پاسخ‌گویی قابل توجه بانک مرکزی در مورد دستیابی به اهداف تورمی.

تئوری هدف‌گذاری تورم کاملاً ساده است. مقامات پولی یک هدف تورم را به صورت یک عدد یا یک دامنه تعیین می‌کنند. هدف، سطحی از یک نرخ تورم است که از نظر مقامات پولی مطلوب به نظر می‌رسد. نرخ تورم هدف معمولاً از کشوری به کشور دیگر از ۱/۵ تا ۲/۵ درصد تغییر می‌کند. نرخ تورم هدف، رشد شاخص قیمت مصرف‌کننده (CPI) یا CPI تعدیل شده است که در آن برخی اجزاء که دارای بیشترین تغییرپذیری هستند، مانند مواد غذایی، نرخهای بهره (به منظور نادیده گرفتن اثرات کوتاه‌مدت انقباض سیاست پولی بر روی شاخص قیمتها) یا مالیاتها و سوبسیدها (برای حذف اثرات کوتاه‌مدت سیاست مالی) حذف می‌شوند (گرین، ۱۹۹۶ و باتینی و لاکستون ۲۰۰۵). قدم دوم، در فرآیند هدف‌گذاری تورم، پیش‌بینی تورم آتی است. با در اختیار بودن پیش‌بینی تورم، قدم سوم فرآیند هدف‌گذاری آغاز می‌شود. پیش‌بینی تورم با هدف تورم مقایسه می‌شود؛ اگر تورم پیش‌بینی شده از تورم هدف تجاوز کند، در قالب یک قاعده بازخوردی که عمل سیاست‌گذاری را به پیش‌بینی تورم مربوط می‌نماید، یک مسیری برای ابزارهای سیاست پولی تعیین می‌شود تا تورم پیش‌بینی شده را به داخل تورم هدف بازگرداند (گرین<sup>۱</sup>، ۱۹۹۶).

طی سالیان زیادی بحث مربوط به "بهترین عمل"<sup>۲</sup> برای سیاست پولی در چارچوب تضاد بین دو استراتژی حدی یعنی "قاعده"<sup>۳</sup> و "مصلحت"<sup>۴</sup> قرار داشت. برخی هدف‌گذاری تورم را به عنوان "قاعده" تعبیر می‌کنند (فریدمن و کاتنر<sup>۵</sup>، ۱۹۹۶). در حالی که برنانک و میشکین (۱۹۹۷) این توصیف از هدف‌گذاری تورم را اشتباه می‌دانند و حتی معتقدند تقسیم‌بندی استراتژیهای سیاست پولی به قاعده و مصلحت نیز گمراه‌کننده است. آنان هدف‌گذاری تورم را رویکردی مبتنی بر "مصلحت مقید"<sup>۶</sup> می‌دانند، چرا که اولاً، از نظر فنی هدف‌گذاری تورم محدود به یک قاعده سیاستی خاص نمی‌شود، بلکه بانک مرکزی ابتدا از مدلهای اقتصادی ساختاری و تشخیصی خود به همراه تمام اطلاعات مربوط جهت تعیین رفتار سیاستی که با احتمال زیاد قادر به دستیابی به هدف تورم باشد، استفاده می‌نماید و آنگاه اقدام به عمل می‌کند. ثانیاً، هدف‌گذاری تورم به مثابه یک سیاست مصلحتی

<sup>1</sup> Green

<sup>2</sup> Best Practice

<sup>3</sup> Rule

<sup>4</sup> Discretion

<sup>5</sup> Friedman & Kuttner

<sup>6</sup> Constrained Discretion

عمل می‌کند. بانک مرکزی در داخل محدوده هدفهای تورم میان‌مدت و بلندمدت، عملاً به بیکاری جاری، نرخ ارز، و دیگر نوسانات کوتاه‌مدت نیز توجه دارد.

### ۳- مطالعات تجربی

موفقیت‌آمیز بودن تجربه چارچوب هدف‌گذاری تورم و پذیرش رو به رشد آن در میان کشورهای توسعه یافته و خصوصاً در حال توسعه در دهه ۱۹۹۰ سبب شد تا مورد اقبال محافل دانشگاهی، بانکهای مرکزی کشورهای مختلف و خصوصاً صندوق بین‌المللی پول قرار گیرد. از این جهت مطالعه در خصوص تعیین شرایط و یا پیش‌شرط‌های اتخاذ این چارچوب ضروری به نظر رسید. به عبارت دیگر، هدف این بوده است که بررسی شود آیا کشور مورد نظر آمادگی نهادی و فنی لازم را برای اتخاذ هدف‌گذاری تورم را دارد یا خیر؟ مطالعات تجربی موجود، وجود پیش‌شرط‌های یاد شده را برای کشورها به صورت انفرادی و عمدتاً در ارتباط با کشورهای در حال توسعه مورد بررسی قرار داده‌اند.

میسون و همکاران (۱۹۹۷)<sup>۱</sup> قابلیت کاربرد هدف‌گذاری تورم در کشورهای در حال توسعه را مورد بررسی قرار دادند. آنها بیان داشتند که در اغلب کشورهای در حال توسعه الزامات هدف‌گذاری تورم برقرار نیست چرا که حق‌الضرب یکی از منابع اصلی تأمین مالی دولت است و یا این که توافق عمومی در مورد تورم سطح پایین به عنوان هدف اصلی وجود ندارد.

میشکین (۲۰۰۰) مسائل مربوط به هدف‌گذاری تورم در کشورهای در حال ظهور را با بحث مزیت و عدم مزیت این رژیم با محور قرار دادن تجربه هدف‌گذاری تورم شیلی مورد بررسی قرار داد. وی بیان داشت ممکن است هدف‌گذاری تورم برای برخی کشورهای در حال ظهور مناسب نباشد. دلیل آن را می‌توان به پاسخگویی ضعیف بانک مرکزی در این کشورها در اثر وجود وقفه‌های طولانی ابزارهای سیاست پولی در اثرگذاری بر تورم، سلطه مالی، درجه بالای دلاری شدن و نیز بی‌ثباتی مالی ناشی از نرخ ارز انعطاف‌پذیر که از استلزامات هدف‌گذاری تورم است نسبت داد.

<sup>۱</sup> Masson, P. & et. al.

کادیاگلو و همکاران (۲۰۰۰)<sup>۱</sup> قابلیت بکارگیری و پیش‌شرط‌های هدف‌گذاری تورم در کشورهای در حال توسعه را مورد بحث قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که در بسیاری از کشورهای در حال توسعه، پیش‌شرط‌های هدف‌گذاری تورم وجود ندارد و آنها مدل‌های قوی و کارآمد برای پیش‌بینی مناسب تورم در اختیار ندارند اگر چه این رژیم برای برخی از آنها نتایج موفقیت‌آمیزی به همراه داشته است. برخی مطالعات نیز به قضاوت در خصوص قابلیت اجرای هدف‌گذاری تورم در کشورهای خاص از طریق ارائه شواهد نظری و تجربی پرداختند.

تنووارا<sup>۲</sup> (۱۹۹۸) قابلیت اجرای هدف‌گذاری تورم در سریلانکا را به عنوان رقیبی برای سایر چارچوب‌های سیاست پولی موجود بررسی کرد. وی مشاهده کرد که روابط علی از نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت به نرخ‌های بهره بلندمدت برقرار نیست. بنابراین مکانیسم اشاعه پولی در سریلانکا از کارایی کافی برخوردار نیست و لذا سبب به تعویق انداختن اجرای چارچوب هدف‌گذاری تورم می‌شود.

هافمیستر<sup>۳</sup> (۱۹۹۹) از یک مدل VAR برای محاسبه تابع واکنش آنی سیاست پولی برونزا استفاده کرد. وی دریافت که تورم در کره قابل پیش‌بینی است، همان‌طور که در کشورهای هدف‌گذار تورم پیش از اتخاذ هدف‌گذاری بود. لذا شواهد تجربی از امکان‌پذیری اجرای هدف‌گذاری تورم در کره حمایت می‌کند.

هزیرولان<sup>۴</sup> (۱۹۹۹) قابلیت کاربرد رژیم هدف‌گذاری تورم را برای اقتصاد ترکیه ارزیابی کرده و یک طرح پیشنهادی برای اجرای آن ارائه داد. وی پیشنهاد کرد برای دستیابی به نتایج موفقیت‌آمیز بهتر است ترکیه پیش از اتخاذ هدف‌گذاری تورم یک دوره کاهش تورم را تجربه نماید.

جانسون<sup>۵</sup> (۲۰۰۲) در مطالعه‌ای نتیجه گرفت که اگر چه آفریقای جنوبی پیش‌شرط‌های هدف‌گذاری تورم از قبیل استقلال بانک مرکزی، فقدان التزام به اهداف اقتصاد کلان که ممکن است با تورم پایین در تضاد باشد و بازارهای پولی و

---

<sup>۱</sup> Kadioglu, F. & et. al.

<sup>۲</sup> Teneuwara

<sup>۳</sup> Huffmaister

<sup>۴</sup> Hazirolan

<sup>۵</sup> Johnson

سرمایه نسبتاً توسعه یافته را دارا می‌باشد، ولی یک اصلاح در چارچوب پیش‌بینی تورم بانک مرکزی و کسب تجربه بیشتر قبل از اتخاذ هدف‌گذاری تورم لازم است. وگلوب<sup>1</sup> (۲۰۰۰) بر اساس شواهد تجربی به این سؤال پاسخ داد که آیا آفریقای جنوبی کاندیدای خوبی برای اتخاذ هدف‌گذاری تورم است؟ وی از مدل‌های خود رگرسیون برداری (VAR) استفاده کرد تا تعامل پویای متغیرهایی مانند ابزار پولی، سطح قیمت، GDP حقیقی و نرخ ارز حقیقی را بررسی کند. آفریقای جنوبی با نیوزیلند و کانادا مقایسه شد و نتیجه گرفته شد که آفریقای جنوبی به دلیل زیانهای ناشی از نرخ ارز کاملاً انعطاف‌پذیر کاندید خوبی برای هدف‌گذاری تورم نیست. گوت‌شالک و مور<sup>2</sup> (۲۰۰۱) نیز از مدل‌های VAR برای بررسی رابطه بین ابزارهای سیاست پولی و تورم در لهستان استفاده کردند. نتایج نشان می‌دهند اگر چه نرخ ارز با تولید و قیمت‌ها رابطه‌ای مؤثر دارد، ولی رابطه مستقیم بین نرخ بهره و تورم خیلی قوی نیست. در این شرایط، رابطه بهتری بین ابزارهای سیاست پولی و تورم هدف لازم است.

کریستوفرسن و همکاران<sup>3</sup> (۲۰۰۱) بیان داشتند لهستان برای اتخاذ هدف‌گذاری تورم آماده است. آنها رابطه آماری بین ابزارهای سیاست پولی و تورم و نیز رابطه بین نماگر پیش‌بینی تورم را با خود تورم، به کمک آزمون علیت گرنجر تحلیل کردند. نتیجه مطالعه آنها نشان داد که ارتباط معنی‌داری بین CPI و نماگرهای مختلف پیش‌بینی تورم وجود دارد.

دابل-نوریس و همکاران (۲۰۰۷) طی تحقیقی به مرور چارچوبهای سیاست پولی و ارزی جاری ارمنستان و گرجستان و چالشهای پیش روی آنها در ارتباط با انتخاب یک لنگر اسمی معتبر در مواقع بروز شوکهای اسمی و واقعی پرداختند. محققین با بررسی تحلیلی شرایط نهادی لازم جهت اتخاذ چارچوب هدف‌گذاری تورم و مکانیزم‌های اشاعه پولی دریافتند که پاره‌ای اصلاحات جهت افزایش کارایی چارچوب سیاست پولی جاری برای هر دو کشور ضروری است.

<sup>1</sup> Woglom

<sup>2</sup> Gotshalk & Mor

<sup>3</sup> Christoffersen & et. al.

باکرادزه و بیل‌میر (۲۰۰۷)<sup>۱</sup> در تحقیقی دریافته‌اند که در گرجستان هنوز مکانیزم اشاعه پولی قابل اتکایی که بانک مرکزی بتواند بر اساس آن اقتصاد را هدایت کند وجود ندارد. از نقطه نظر مقررات، شرایط نهادی و عملی کاستی‌هایی از جمله فقدان یک نرخ بهره منعکس‌کننده شرایط سیاست پولی و ضعف استقلال بانک مرکزی وجود دارد، که چنانچه بانک مرکزی بتواند تا حدی بر این مشکلات فائق آید و به یک مکانیزم اشاعه پولی باثبات‌تر دست یابد می‌تواند به طور کلی شرایط را برای اعمال سیاست‌های پولی موفقیت‌آمیز و به طور اخص برای اجرای هدف‌گذاری تورم در میان‌مدت مهیا نماید.

درگاهی و آتشک (۱۳۸۱) در مطالعه‌ای به بررسی امکان‌پذیری اتخاذ این چارچوب در اقتصاد ایران پرداختند. نتایج حاصل از این تحقیق بیان می‌کند که در حال حاضر، الزامات و پیش‌شرط‌های اتخاذ چارچوب هدف‌گذاری تورم در اقتصاد ایران به طور کامل وجود ندارد و بنابراین اجرای موفق این چارچوب را نیازمند تحقق الزامات و پیش‌شرط‌های آن دانسته‌اند. این مطالعه بیان می‌دارد که کنترل تورم از طریق اتخاذ چارچوب هدف‌گذاری تورم، پس از فراهم شدن پیش‌شرط‌ها و الزامات موجود و بررسی آنها، در میان‌مدت و بلندمدت نه تنها اثر منفی بر رشد اقتصادی ایران نخواهد داشت بلکه می‌تواند زمینه‌ساز رشد اقتصادی مثبتی نیز باشد.

موسوی (۱۳۸۱) در مطالعه‌ای با روش تحلیل توصیفی، ضمن معرفی چارچوب هدف‌گذاری تورم و بررسی هدف‌گذاری تورم در ۶ کشور اجرا کننده این چارچوب، به مطالعه امکانات و شرایط اتخاذ چارچوب هدف‌گذاری تورم در اقتصاد ایران پرداخت و در انتها به این نتیجه رسید که به دلیل وجود نداشتن پیش‌شرط‌های هدف‌گذاری تورم، در حال حاضر شرایط تحقق این چارچوب در اقتصاد ایران وجود ندارد.

همچنین علوی (۱۳۸۲) در مطالعه خود ضمن بررسی مبانی نظری و چارچوب مفهومی سیاست‌گذاری پولی بر اساس راهبرد هدف‌گذاری تورم و همچنین بررسی تجربه کشورهای مختلف در هدایت سیاست پولی به روش هدف‌گذاری تورم، به مطالعه الگوی مکانیسم انتقال پولی در ایران و امکان اجرای این چارچوب در اقتصاد

---

<sup>۱</sup> Bakradze, G.&A. Billmeier.



ایران پرداخت. نتایج حاصل از این مطالعه نشان می‌دهد که یک الگوی ترکیبی از هدف‌گذاری تورم و هدف‌گذاری پولی، بهترین الگوی سیاست‌گذاری برای اقتصاد ایران می‌باشد.

## ۲-۵- تجربه سیاست‌گذاری پولی در اقتصاد ایران

تصویر سیاست‌های پولی و بانکی در سالهای پس از انقلاب نشان دهنده حجم سنگین مقررات محدود کننده بانکی، نرخ‌های سود واقعی منفی تسهیلات و سپرده‌های بانکی، ملاحظات وسیع دولت در بانکها، و تأمین مالی کسری بودجه از منابع بانکی بوده است (مؤسسه بانکداری ایران، هفدهمین همایش بانکداری اسلامی، ۱۳۸۵). مسائل و مشکلات فوق‌الذکر، در دهه‌های قبل از شروع برنامه سوم مانع از اجرای سیاست‌های پولی فعال در جهت کنترل فشارهای تورمی و توسعه واسطه‌گری مالی در تجهیز و تخصیص مؤثر وجوه قابل استقراض گردید. سیاست‌های پولی سالهای برنامه اول و دوم عمدتاً بر تعیین نسبت‌های بالای سپرده قانونی، سقف‌های اعتباری کل و در سطح بانکها، سهم‌های بخشی تسهیلات و نرخ‌های اداری سود سپرده‌ها و تسهیلات قرار داشت. در این سالها، استفاده مؤثری از ابزارهای غیرمستقیم سیاست پولی نظیر تغییر مناسب سطح نرخ‌های سود بانکی و عملیات بازار باز از طریق خرید و فروش اوراق مشارکت یا عقیم‌سازی<sup>۱</sup> ارزی به عمل نیامد (بیضایی، ۱۳۸۴). نسبت سپرده‌های قانونی بانکها در اغلب سالهای فوق‌الذکر در سطح حداکثر سقف قانونی قرار داشت (ترازنامه و گزارش اقتصادی بانک مرکزی، سالهای مختلف). در واقع، تا پیش از شروع برنامه سوم توسعه، مجموعه منسجمی تحت عنوان سیاست پولی در کشور وجود نداشته و مصوبه‌های جسته‌گریخته در این زمینه، مربوط به تبصره‌های بودجه‌های سنواتی بوده است. تا قبل از سال ۱۳۷۹ (سال اول برنامه سوم)، مدیریت سیاست پولی در اقتصاد ایران تحت تأثیر سلطه مالی دولت و همسویی جریان قیمت جهانی نفت و بودجه دولت قرار داشته است. علاوه بر آن، از سالهای برنامه اول و دوم، مشکلات بازپرداخت بدهی‌های خارجی کشور، یک بار در سالهای ۱۳۷۳-۱۳۷۲ و بار دیگر در سالهای ۱۳۷۷-۱۳۷۶، تمام شئون

<sup>۱</sup> Sterilization

اقتصاد را تحت تأثیر قرار داده و به تبع آن، سلطه دولت بر نهادهای مالی و پولی و کنترل نرخ تسهیلات و سپرده‌ها را تشدید نمود.

برنامه سوم توسعه، نقطه آغاز تحول در سیاستهای پولی و تغییر چارچوب آن با رهایی از ابزارهای مستقیم و استفاده از ابزارهای غیرمستقیم (بازار محور) بوده است. اصلاحات نهادی در سالهای برنامه سوم با استقرار نهادهای جدید، نظیر حساب مازاد درآمد ارزی، ایجاد بانکهای خصوصی و معرفی ابزارهای پولی جدید مانند اوراق مشارکت دولت و بانک مرکزی زمینه انتقال به چارچوب سیاستگذاری پولی هدفمند و فعال را فراهم ساخت. اما آنچه در عمل خصوصاً از اوایل برنامه چهارم رخ داد نشان دهنده عدم پایداری دولت به استقرار اصلاحات یاد شده می‌باشد. در این رابطه می‌توان به افزایش مانده مطالبات نظام بانکی در قالب تبصره‌های تکلیفی، تشدید مداخلات در نظام بانکی، استفاده مکرر از حساب ذخیره ارزی، رشد کسری بودجه و تغییرات زیاد مدیران اقتصادی اشاره کرد.

البته باید توجه داشت که چارچوب سیاست پولی در ایران، در سالهای پس از برنامه سوم، اگرچه رسماً تحت عنوان هدف‌گذاری پولی<sup>1</sup> تعریف گردیده، اما این چارچوب غالباً به صورتی بسیار انعطاف‌پذیر، به مرحله اجرا گذارده شده است (مؤسسه بانکداری ایران، هفدهمین همایش بانکداری اسلامی، ۱۳۸۵). در حقیقت، در بسیاری از سالها، اهداف پولی تحت‌الشعاع سایر اهداف نظیر تثبیت نرخ ارز، تأمین نقدینگی بودجه دولت و نظایر آن قرار داشت. غالباً چارچوب سیاستهای پولی در هر سال با توجه به اهداف تورم و نقدینگی و تأمین نیازهای مصرح در اسناد بالادستی یعنی قانون برنامه توسعه و بودجه سالانه دولت و با تصویب شورای پول و اعتبار توسط بانک مرکزی به مرحله اجرا گذارده می‌شود.

همان طور که بیان گردید، هدف‌گذاری پولی چارچوب اصلی سیاستگذاری پولی بانک مرکزی در سالهای پس از برنامه سوم بوده است که در قالب آن سطح تورم به عنوان هدف نهایی، نرخ رشد نقدینگی ( $M_2$ ) به عنوان هدف میانی، و پایه پولی به عنوان هدف عملیاتی قابل توصیف و تبیین هستند.

---

<sup>1</sup> Monetary Targeting

در این میان، علیرغم تحولات اساسی صورت گرفته در چارچوب سیاست‌های پولی در برنامه سوم و تلاش در جهت بالا بردن توان و کارایی ابزارهای پولی، متأسفانه به دو دلیل عمده، هیچگاه اهداف کل‌های پولی (نقدینگی و پایه پولی) در اقتصاد کشور تحقق نیافت. این دو دلیل عبارتند از: ۱- برخی فشارهای بیرونی به ویژه از سوی دولت ۲- ابداعات مالی صورت گرفته در بازار مالی. عدم تحقق اهداف پولی و بنابراین تورم، صدمه بسیاری به اعتبار و مقبولیت بانک مرکزی طی سالهای اخیر وارد نموده است. به دلیل اول در عدم توفیق سیاستهای پولی در دستیابی به اهداف خود به اختصار اشاره شد. در خصوص دلیل دوم، مطالعات انجام شده در اقتصاد ایران (عزیزی، ۱۳۸۵) نشان‌دهنده این است که در سالهای اخیر، اقتصاد ایران با تحولات عدیده‌ای در نظام مالی و بخش واقعی مواجه گردیده است. توسعه بازار سرمایه، ایجاد نهادهای مالی جدید، بانکهای خصوصی، خلق ابزارهای نوین پولی، توسعه نظام پرداختها از طریق ایجاد و توسعه شبکه‌های *ATM*، *POS* و رشد شدید *IT* در سالهای اخیر موجب رونق فعالیتهای اقتصادی و تشدید بی‌ثباتی سرعت گردش پول (بی‌ثباتی تابع تقاضای پول) شد<sup>۱</sup>.

با توجه به وجود روندهای استوکاستیک در تابع تقاضای پول، بنظر می‌رسد توسل به اهداف کل‌های پولی، برای دستیابی به اهداف تورمی، چارچوب مناسبی برای سیاست‌گذاری پولی نیست و لزوم حرکت به سمت تنوع بخشیدن به ابزارهای پولی و خلق ابزارهای نوین متناسب با نیازهای بخش واقعی و بازار سرمایه و پول، امری ضروری است. در عین حال به نظر می‌رسد به منظور تعقیب اهداف اقتصاد کلان، خصوصاً اهداف تورمی، انتقال چارچوب سیاست‌گذاری پولی به رژیم هدف‌گذاری تورم، همراه با فراهم کردن الزامات نهادی، تعهدی و سیاستی آن می‌تواند مفید باشد.

#### ۴- بررسی پیش‌شرط‌های اتخاذ چارچوب هدف‌گذاری تورم در ایران

بر اساس مباحث نظری کشوری که قصد اتخاذ چارچوب هدف‌گذاری تورم را دارد بایستی درآستانه یا هنگام اجرای این چارچوب، شرایطی را در محیط اقتصادی

<sup>۱</sup> علاوه بر آن، در برخی از مطالعات اشاره شد که به دلیل تحولات سالهای اخیر، نقدینگی دیگر معیار و نماگر اطلاعاتی مناسبی برای تورم و رشد اقتصادی نیست و برخی از اجزاء نقدینگی از حیثه‌ی کنترل و هدف‌گذاری بانک مرکزی خارج است.

و سیاست‌گذاری فراهم نماید. برخی معتقدند وجود این پیش‌شرط‌ها قبل از اتخاذ هدف‌گذاری تورم ضروری است به طوری که کشوری که قصد اجرای آن را دارد بایستی پذیرش رسمی آن را تا فراهم شدن کامل پیش‌شرط‌ها به تعویق اندازد. عده‌ای دیگر مانند میشکین (۲۰۰۷) اعتقاد دارند پیش‌شرط‌های مورد نظر نه تنها برای هدف‌گذاری تورم، بلکه برای اجرای هر چارچوب سیاست پولی دیگر می‌تواند مفید باشد و لزوماً همه این شرایط اختصاص به این رژیم ندارد. از طرف دیگر تجربه برخی کشورهای صنعتی مانند انگلستان نشان می‌دهد که می‌توان با فراهم کردن برخی شرایط پیش از هدف‌گذاری به اجرای آن اقدام کرد و برخی را نیز همزمان با دوره اتخاذ این چارچوب به مورد اجرا گذارد. در واقع، هدف‌گذاری تورم خود شرایطی فراهم می‌آورد که منجر به اجرای پیش‌شرط‌های این نظام توسط مقامات پولی می‌شود.

مهمترین پیش‌شرط‌های اتخاذ چارچوب هدف‌گذاری تورم عبارتند از: ۱- استقلال بانک مرکزی (دست کم استقلال ابزاری)؛ ۲- عدم وجود سلطه مالی؛ ۳- وجود یک هدف مشخص و واحد؛ ۴- درجه بالایی از شفافیت و پاسخگویی بانک مرکزی و کسب اعتبار؛ ۵- مدل کارآمد پیش‌بینی تورم؛ ۶- بازارهای مالی توسعه یافته؛ و ۷- یک مکانیزم بازخوردی باثبات از متغیرهای سیاستی در اختیار بانک مرکزی به تورم از طریق مکانیزم اشاعه پولی.

در این مقاله، قصد داریم با بکارگیری تحلیل‌های کیفی، وضعیت برخی از مهمترین پیش‌شرط‌های یک هدف‌گذاری تورم (از قبیل اعتبار و استقلال بانک مرکزی، سلطه مالی، تعهد به یک هدف واحد و توسعه بازارهای مالی) را در اقتصاد ایران به اختصار مورد بررسی قرار دهیم. این بررسیها، می‌تواند زمینه لازم را در مورد ارزیابی آمادگی اقتصاد ایران جهت اتخاذ چارچوب هدف‌گذاری تورم فراهم نماید.

#### ۱-۴- درجه اعتبار مقامات پولی

اعتبار یعنی توانایی بانک مرکزی در لنگر کردن انتظارات میان‌مدت و بلندمدت برای اجتناب از گرفتار شدن در دام انتظارات که خود می‌تواند به تداوم تورم بالا یا

پایین بیانجامد (وگا و وینکلرید، ۲۰۰۵<sup>۱</sup>). در رژیم هدف‌گذاری تورم، همسو کردن انتظارات عمومی (مردم) از تورم و تورم هدف بانک مرکزی یکی از مهمترین اهداف رژیم هدف‌گذاری تورم است (کارسون و همکاران، ۲۰۰۲<sup>۲</sup>). انتظارات تورمی مردم تا حدی، تحت تأثیر خوشنامی یا اعتبار بانک مرکزی در دستیابی به هدف تورم قرار دارد. هر چه درصد تحقق اهداف از پیش تعیین شده برای متغیری خاص مانند پول یا تورم بیشتر باشد، اعتبار مقامات پولی نزد مردم افزایش یافته و با اعتماد بیشتری سیاستهای آن را پذیرفته و تعقیب خواهند کرد. همچنین با ایجاد اعتبار، لختی تورم و انتظارات تورمی کاهش می‌یابد و کارایی سیاست پولی بهبود خواهد یافت. در مقابل، روی برگرداندن عوامل اقتصادی از تصمیمات بلندمدت و عکس‌العمل مغایر با آنچه سیاستگذاران انتظار دارند نهایتاً سبب گسترش بی‌ثباتی تورم و تحدید رشد اقتصادی می‌شود. بر این اساس، افزایش شفافیت و پاسخگویی سیاستگذار پولی می‌تواند فرآیند نیل به اهداف کلان اقتصادی را تسهیل نماید. بسیاری از مطالعات<sup>۳</sup> بر اساس روشهای اقتصادسنجی نشان داده اند که حجم پول در اقتصاد ایران متغیری درونزا و خارج از کنترل مقامات پولی است. به عبارت دیگر، سیاستهای پولی همواره تحت تأثیر سیاستهای بودجه‌ای و شوکهای نفتی قرار داشته و این امر در سالهای اخیر همراه با افزایش قیمت نفت و تعقیب سیاستهای شدیداً انبساطی دولت تشدید نیز شده است. رژیم حاکم بر سیاستهای پولی کشور در ادوار گذشته مبتنی بر هدف‌گذاری پولی و استفاده از ابزارهای عمدتاً مستقیم بوده که عملکرد آن به لحاظ دستیابی به اهداف اعلام شده نشان دهنده عدم توفیق‌های فراوان در این مورد است. مقادیر مصوب و عملکرد تورم و رشد نقدینگی طی برنامه‌های اول تا چهارم توسعه اقتصادی نشان دهنده آن است که به طور متوسط در اغلب سالها هدف برنامه محقق نشده است (جدول ۱)، نتایج فوق نشان دهنده این است که بانک مرکزی به دلیل عدم دستیابی به اهداف از پیش تعیین شده بایستی از درجه اعتبار پایینی برخوردار باشد و بدیهی است تداوم این روند، می‌تواند به عنوان مانعی بزرگ در برابر اتخاذ رژیم هدف‌گذاری تورم مطرح باشد.

<sup>۱</sup> Vega, M., & D. Winkelried.

<sup>۲</sup> Carson, C. & et. al.

<sup>۳</sup> نگاه کنید به سند برنامه سوم توسعه، پیوست ۲، فصل ۹، سازمان برنامه و بودجه، شهریور ۱۳۷۸ و ابریشمی، ۱۳۸۲.

جدول ۱: مقایسه متوسط رشد نقدینگی ( $M2$ ) مصوب و عملکرد در برنامه‌های توسعه

برنامه اول (۱۳۷۲-۱۳۸۱)	برنامه دوم (۱۳۷۳-۱۳۷۷)	برنامه سوم (۱۳۷۹-۸۳)	۱۳۸۴	۱۳۸۵	۱۳۸۶
۸/۲	۱۲,۵	۱۶,۴	۲۴	۲۲	۲۰
۲۵/۱	۲۶	۲۸/۹	۳۴/۳	۳۹/۴	۴۰
۳۰,۶	۲۰,۸	۱۷,۶	۱۴,۳	۱۷,۹	۲۰,۰

منبع: بانک مرکزی جمهوری اسلامی، ترازنامه و گزارش اقتصادی، سالهای مختلف.

## ۲-۴- استقلال بانک مرکزی

در نظام هدف‌گذاری تورم، شفافیت و مسئولیت پاسخگویی بانک مرکزی بسیار مهم است، به این معنی که بانک مرکزی موظف است افکار عمومی را از سیاستهای مربوط به کنترل تورم مطلع نماید. در این میان، متناسب با مسئولیت بانک مرکزی که عمدتاً معطوف به مقابله با شوکهای داخلی و کنترل تورم است، اختیاراتی در نظر گرفته می‌شود. این اختیارات به این علت منظور می‌گردد تا بانک مرکزی قادر باشد آزادانه (بدون دخالت دولت) ابزارهای سیاست پولی مناسب را انتخاب نماید (استقلال ابزار<sup>۱</sup>). در ایران، اگر چه به موجب بند الف ماده ۱۰ قانون پولی و بانکی، بانک مرکزی مسئول تنظیم و اجرای سیاست پولی و اعتباری بر اساس سیاستهای کلی اقتصادی در کشور است، لیکن ترکیب اعضای شورای پول و اعتبار به عنوان نهاد تعیین کننده خط‌مشی‌های سیاست پولی به گونه‌ای بوده است که از میزان استقلال بانک مرکزی در اتخاذ سیاست پولی کاسته می‌شود. علاوه بر آن، مداخلات مستقیم دولت در سالهای اخیر در خصوص مسائل پولی و بانکی و تضعیف جایگاه عملی شورای پول و اعتبار، از یک طرف نشانگر کاهش بیش از پیش استقلال سیاست پولی و از طرف دیگر، بیانگر عدم اعتقاد مجموعه دولت به استقلال بانک مرکزی است. در همین راستا، دولت در سال ۱۳۸۶ در اقدامی غیرمنتظره شورای پول و اعتبار را منحل نموده و تصمیم‌گیریهایی مربوط به مسائل پولی را به یک ستادی در درون مجموعه دولت محول نمود. تا قبل از انحلال شورای پول و اعتبار در ایران، حدود ۸۰ درصد اعضای شورای پول و اعتبار، از سوی قوه مجریه منصوب می‌شدند

<sup>۱</sup> تعریف دیگری از استقلال به نام استقلال هدف بانک مرکزی نیز مطرح است که نشان دهنده آزادی بانک در تعیین اهداف سیاستهای پولی (مانند تعیین سطح نرخ تورم هدف) می‌باشد. دیدگاه استاندارد در ادبیات اقتصادی این است که بانک مرکزی باید استقلال ابزار و نه استقلال هدف داشته باشد (میشکین و اشمیت هبل، ۲۰۰۴).

و رئیس کل بانک مرکزی که به موجب قانون وظیفه اتخاذ سیاستهای پولی، اعتباری و بانکی کشور را به عهده دارد، در مهمترین رکن تصمیم گیرنده و سیاستگذار پولی فقط حق یک انتخاب در شورا آن هم در مورد انتخاب یک نفر خبره در امور بانکی را دارا بوده است. در یک مطالعه توسط مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی (معدلت، ۱۳۷۹) برای اندازه‌گیری درجه استقلال نسبی بانک مرکزی ایران در میان ۳۲ کشور در حال توسعه بر اساس دو شاخص استقلال قانونی و نرخ تعویض ریاست بانک مرکزی، ایران رتبه آخر را کسب کرد. در واقع، در ایران وضعیت عدم اختیار بانک در محدود کردن نیازهای مالی دولت از مهمترین عوامل وابستگی بانک مرکزی به دولت تلقی می‌گردد. در حال حاضر، کنترل نقدینگی مهمترین وظیفه بانک مرکزی است لیکن در ایران، سیاستهای تجاری و صدور نفت از یکسو و سیاستهای مالی دولت و اتکای آن به منابع بانک مرکزی از سوی دیگر که همگی خارج از کنترل بانک مرکزی هستند بر نقدینگی اثر می‌گذارند. در این شرایط، بانک مرکزی با استفاده از ابزارهای مستقیم سیاست پولی تنها از طریق اثرگذاری بر ضریب فزاینده پولی می‌تواند تأثیر اندکی روی نقدینگی داشته باشد. در سالهای پس از انقلاب، خالص بدهی بخش دولتی به بانک مرکزی از مهمترین عوامل افزایش پایه پولی و به دنبال آن نقدینگی و تقاضای کل بوده است. از دیگر عوامل تقویت تقاضای کل خصوصاً طی سالهای ۱۳۷۸ به بعد، افزایش داراییهای خارجی بانک مرکزی ناشی از خرید ارز و نیز افزایش بدهی بانکها به بانک مرکزی بوده که منجر به رشد پایه پولی گردیده است. همان طور که انتظار می‌رفت، با توجه به اثرات تأخیری افزایش نقدینگی بر سطح قیمتها و تداوم سیاست خرید ارز حاصل از صدور نفت فراتر از برنامه توسط بانک مرکزی در سال ۱۳۸۵، شاهد شتاب افزایش شاخص قیمتها در سال ۱۳۸۶ بوده‌ایم. همین روند در سال ۱۳۸۷ نیز علیرغم سیاستهای انقباضی نظام بانکی تداوم داشته است.

### ۳-۴- سلطه سیاست مالی بر سیاست پولی

سلطه مالی به شرایطی اطلاق می‌شود که در آن سیاست پولی تحت تأثیر شدید ملاحظات مالی (بودجه‌ای) مجبور به تأمین مالی کسری بودجه دولت و از آن طریق،

گسترش پایه پولی می‌گردد. اجرای سیاست پولی در نظام هدف‌گذاری تورم مستلزم این است که بانک مرکزی تحت سلطه ملاحظات مالی قرار نداشته باشد. بودجه دولت در اقتصاد ایران، غالباً با کسری مواجه بوده که علت آن را می‌توان از یک طرف ترکیب نامطمئن و بی‌ثبات درآمدها و از طرف دیگر پیش‌بینی غیردقیق هزینه‌ها دانست. نکته مهمتر از کسری بودجه، نحوه تأمین مالی آن است. در اقتصاد ایران، به دلیل عدم وجود بازارهای متشکل پولی، عدم وجود ابزارهای استقراض مستقیم از مردم مانند اوراق قرضه و محدود بودن ظرفیتهای مالیاتی، تنها راه تأمین مالی کسری بودجه استقراض از نظام بانکی بوده است. از همین رو، بررسی منابع پایه پولی نشان می‌دهد که خالص بدهی بخش دولتی به بانک مرکزی همواره سهم مهمی در ترکیب آن داشته است. البته سهم خالص بدهی دولت در رشد پایه پولی در سالهای مختلف بسته به میزان درآمدهای دولت از محل صادرات نفت خام متفاوت بود. بررسی سهم بدهی بخش دولتی از کل داراییهای بانک مرکزی نشان می‌دهد که این نسبت طی دوره ۸۴-۱۳۸۰ به طور متوسط بالغ بر ۳۳ درصد بوده که در قیاس با نسبتهای بین‌المللی بسیار بالا می‌باشد (بانک مرکزی ایران، خلاصه تحولات اقتصادی کشور، ۱۳۸۴). سهم خالص داراییهای خارجی بانک مرکزی در رشد پایه پولی سالهای ۱۳۸۳ و ۱۳۸۴ ترتیب معادل ۵۰/۷، ۴۹/۱ درصد بوده است (بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، خلاصه تحولات اقتصادی کشور و ترازنامه، ۱۳۸۴ و ۱۳۸۵). انباشت داراییهای خارجی بانک مرکزی را عمدتاً می‌توان ناشی از خرید ارزهای دولت توسط این نهاد برای تأمین منابع ریالی بودجه و عدم فروش کامل آن در بازار بین بانکی ارز دانست. مطالب یاد شده همگی به وضوح نشان دهنده تسلط سیاست مالی بر سیاست پولی در ایران هستند. بنابراین یکی دیگر از شرطهای اتخاذ رژیم هدف‌گذاری تورم یعنی برخورداری از یک نظام مالی باثبات و مستحکم و عدم سلطه مالی بر نظام پولی در اقتصاد ایران برقرار نیست. لذا یکی از چالشهای مهم در برنامه حرکت به سوی نظام هدف‌گذاری تورم، توجه به انضباط مالی و گسترش ابزارهای تأمین مالی مدرن و تعمیق و تنوع بخشیدن به بازار سرمایه خواهد بود.

#### ۴-۴- توسعه مالی در اقتصاد ایران



شواهد مربوط به فعالیت نظام بانکی، از تسلط بانکهای دولتی بر نظام بانکی کشور حکایت می‌کند. همان طور که آمارها نشان می‌دهند ۹۶/۲ درصد از بدهی بخش غیردولتی به کل نظام بانکی در سال ۱۳۸۲ را بدهی به بانکهای دولتی تشکیل داده و تنها ۳/۸ درصد از بدهی بخش غیردولتی از بانکهای خصوصی و مؤسسات اعتباری غیربانکی تأمین شده است. ارقام مذکور در سال ۱۳۸۶ از یک طرف به دلیل سرکوب مالی بانکهای دولتی در جهت کاهش سود سپرده‌ها<sup>۱</sup> و از طرف دیگر گسترش تعداد بانکهای خصوصی و افزایش شعب آنها در سطح کشور و نیز تحت پوشش قرارگرفتن مؤسسات مالی شبه رسمی مانند صندوقهای قرض‌الحسنه<sup>۲</sup> تغییر محسوسی داشته است، به طوری که سهم بانکهای دولتی در تأمین منابع بخش غیردولتی به ۸۴/۵۶ درصد تنزل و سهم بانکهای خصوصی و مؤسسات اعتباری غیر بانکی به ۱۵/۴۴ درصد افزایش یافته است (نماگرهای اقتصادی، شماره ۴۵ و سایت رسمی بانک مرکزی). البته باید خاطر نشان ساخت که بهبود ایجاد شده به هیچ وجه برای برقراری یک نظام بانکی کارآمد کافی نیست.

ارقام مربوط به تجهیز منابع بانکها یعنی سهم بانکهای دولتی و خصوصی از کل سپرده‌های بخش غیردولتی نزد بانکها نیز با نسبتهای اعطای اعتبار فوق‌الذکر تطابق دارد. بنابراین می‌توان گفت تقریباً کل نظام بانکی رسمی ایران (شامل بانکهای خصوصی و دولتی) در حال حاضر در اختیار بانکهای دولتی بوده و عملکرد کارآ یا ناکارآی آنها در تجهیز و تخصیص منابع پولی، تعیین کننده عملکرد کل نظام بانکی خواهد بود. یکی از شاخصهایی که نشان دهنده عمق مالی است، نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی می‌باشد که برای نظام بانکی ایران پایین‌تر از بسیاری از کشورهای در حال توسعه و توسعه یافته و متوسط جهانی است (متوسلی و آقابابایی، ۱۳۸۵). پایین بودن این نسبت نشان می‌دهد که دارایی‌های نقدی جامعه به میزان متناسب رشد نیافته و سیستم بانکی کشور در زمینه تجهیز منابع در مقایسه با بسیاری از کشورهای جهان ضعیف‌تر عمل نموده است (جدول ۲). البته این شاخص

<sup>۱</sup> در این ارتباط قابل ذکر است که اولاً، کاهش سود سپرده‌ها برای بانکهای دولتی بیشتر بوده و ثانیاً، بانکهای غیردولتی در عمل، به طرق مختلف از الزام دولت مبنی بر کاهش سود سپرده‌ها و نرخ بهره اعتبارات سرپیچی نموده‌اند. این امر حتی بارها باعث نگرانی و تذکر دولت نیز شده است.

<sup>۲</sup> از سال ۱۳۸۳ با تصویب قانون تنظیم بازار غیرمتشکل پولی، عملیات نظارت بر صندوق‌های قرض‌الحسنه و سایر مؤسسات مالی در حیطه اختیار بانک مرکزی قرار گرفته است.

(نقدینگی به تولید ناخالص داخلی) طی سالهای اخیر از روندی فزاینده برخوردار بوده به طوری که از ۰/۴۴ در سال ۱۳۷۸ به ۰/۶۳ در سال ۱۳۸۶ افزایش یافته است. لکن همان طور که کمیجانی (۱۳۸۷) در این باره اشاره کرده است افزایش شاخص عمق مالی به شکل نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی جاری با توجه به سهم در خور توجه پایه پولی و محدود ماندن اثر ضریب فزاینده در رشد نقدینگی طی سالهای اخیر نمی‌تواند شاخص خوبی برای بهبود تعمیق مالی در کشور تلقی شود.

نسبت بدهی بخش دولتی و غیردولتی به نظام بانکی به کل داراییهای داخلی نظام بانکی نیز برای اندازه‌گیری وسعت نظام بانکی به کار می‌رود. این نسبت در ایران در سال ۱۳۸۲ به ترتیب معادل ۰/۵۷ و ۰/۵۳ بود که از نسبت جهانی آن (۰/۶۵) کمتر است (بک و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۰۰).

کارایی نظام بانکی در تخصیص منابع نیز با استفاده از نسبت بدهی بخش غیردولتی به نظام بانکی به تولید ناخالص داخلی اندازه‌گیری می‌شود. این نسبت در ایران در سالهای ۱۳۸۲ معادل ۰/۴۲ بوده و نشان دهنده این است که نظام بانکی ایران در مقایسه با بسیاری از کشورها و متوسط جهانی (۰/۴۸) عملکردی ضعیف‌تر دارد و نظام بانکی نتوانسته نقش خود را در جهت انباشت بیشتر سرمایه به نحو مطلوب ایفاء نماید.<sup>۲</sup>

جدول ۲- نسبتهای مالی

شاخص	۱۳۷۸	۱۳۸۰	۱۳۸۲	۱۳۸۵	۱۳۸۶
نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی	۰/۴۴	۰/۴۸	۰/۴۸	۰/۶۲/۵	۰/۶۳
نسبت بدهی بخش دولتی و غیردولتی به نظام بانکی به کل دارایی‌های نظام بانکی	۰/۴۹	--	۰/۵۷	--	۰/۵۳
نسبت بدهی بخش غیردولتی به نظام بانکی به تولید ناخالص داخلی	۰/۳۲	۰/۳۶	۰/۴۲	۰/۶۲	۰/۶۲

منبع: ترازنامه و گزارش اقتصادی، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، سالهای مختلف.

<sup>۱</sup> Beck & et al.

<sup>۲</sup> این نسبت برای چین ۰/۹۵، هنگ‌کنگ ۱/۵۹، مالزی ۰/۹۳، سنگاپور ۰/۹۷ و تایلند ۰/۹۹ بوده است (بک و همکاران، ۲۰۰۰).

از جمله مسائل دیگری که می‌توان از آنها به عنوان عوامل محدود کننده توسعه مالی در ایران نام برد عبارتند از کاهش دستوری نرخ سود بانکی در شرایط تورمی، افزایش نقش دولت در تنظیم و تخصیص اعتبارات بانکی، محدود بودن انتشار و فروش اوراق مشارکت بانک مرکزی در جهت اجرای سیاست پولی و همچنین محدود ماندن استفاده از اوراق مشارکت دولت در تأمین هزینه‌های اجرای طرحهای اقتصادی (کمیجانی، ۱۳۸۷).

#### ۵-۴- تعهد به یک هدف واحد

یکی از الزامات مهم هدف‌گذاری تورم عبارت است از یک تعهد همگانی و نهادی به ثبات قیمت به عنوان هدف اصلی بلندمدت سیاست پولی؛ یعنی هدف تورم باید نسبت به سایر اهداف مانند نرخ ارز از اولویت برخوردار باشد. حفظ رژیم‌های تثبیت نرخ ارز، متضمن تعهد سیاست پولی به دفاع از نرخ ارز است. بنابراین، در شرایط برقراری نرخ ارز ثابت، سیاست پولی نمی‌تواند هدف عمده دیگری را دنبال نماید.

بند ب ماده ۱۰ قانون پولی و بانکی کشور هدف بانک مرکزی را به شرح زیر اعلام می‌دارد:

"هدف بانک مرکزی ایران حفظ ارزش پول و موازنه پرداختها و تسهیل

مبادلات بازرگانی و کمک به رشد اقتصادی کشور است."

در رابطه با هدف بانک مرکزی در ایران دو نکته قابل ذکر است. اول، منظور قانونگذار از حفظ ارزش پول احتمالاً در ارتباط با ارزش خارجی پول (نرخ ارز) بوده است، که در این صورت ممکن است در مواقعی خود باعث افزایش سطح قیمتها گردد. دوم، حتی اگر مراد از "حفظ ارزش پول" به معنای حفظ ارزش داخلی پول (ثبات قیمتها) باشد، در مواردی می‌تواند با اهدافی چون کمک به رشد اقتصادی در تعارض قرار گیرد. بنابراین باید اذعان داشت، ثبات قیمت یکی از هدفها است، هدفهای بالقوه ناسازگاری همچون اشتغال و نرخ ارز نیز وجود دارند.

در راستای اجرای قانون برنامه سوم توسعه در سال ۱۳۸۱ با سیاست یکسان‌سازی نرخ ارز، نظام چند نرخیه که در کل سالهای پس از انقلاب تا این

تاریخ رواج داشت، به تک‌نرخی تبدیل شد و بانک مرکزی موظف شد این نرخ را در یک دامنه از قبل تعیین شده حفظ نماید. در واقع، بانک مرکزی در سال یاد شده نظام ارزی ثابت را کنار گذاشته و به جای آن نظام ارزی شناور مدیریت شده را انتخاب کرد؛ اما نکته حائز اهمیت در ارتباط با بحث ما این است که اگر چه از سال ۱۳۸۱ در مقایسه با بقیه سالهای پس از انقلاب نظام شناور مدیریت شده با تک‌نرخی کردن ارز و حذف بازار موازی و یا کاهش اختلاف نرخ ارز رسمی و غیررسمی به میزانی بسیار ناچیز توانسته است تا حدی انعطاف‌پذیری بیشتری را فراهم نماید، ولی ملاحظه روند تغییر قیمت‌های داخلی و خارجی (خصوصاً تورم کشورهای شریک عمده تجاری ایران) و تغییرات نرخ برابری ارزها در نظام بانکی ایران نشان می‌دهد که بانک مرکزی با اتکاء بر ذخایر ارزی فراوان حاصل از افزایش قیمت‌های جهانی نفت به گونه‌ای در بازار مدیریت کرده که می‌توان گفت سبب ارزشگذاری بیش از حد پول ملی شده است. پدیده ارزشگذاری بیش از حد پول ملی<sup>۱</sup> از سالهای پس از شوک اول نفتی در سال ۱۹۷۳ هم در ایران و هم در سایر کشورهای صادرکننده نفت وجود داشته است که سبب اثرات زیانبار از دیدگاه رقابت‌پذیری برای تولید داخلی و بخش صادرات غیرنفتی می‌شود.<sup>۲</sup> البته به نظر می‌رسد از اصلی‌ترین انگیزه‌های مقامات پولی و دولت در تثبیت نرخ ارز استفاده از آن به منزله تکیه‌گاه مهار تورم می‌باشد. اما شواهد نشان می‌دهند با توجه به مشکلات اساسی سیاستگذاری پولی و مالی در ایران بکارگیری این تکیه‌گاه در مهار تورم، موفقیتی را نصیب دولت نکرده است.

مرور تحولات ارزی در دهه‌های اخیر نشان می‌دهد که تقریباً در تمام سالها تمایل به حفظ و تثبیت نرخ ارز در اقتصاد ایران (البته به گونه‌های متفاوت) وجود داشته است. تداوم چنین روندی یعنی تعهد دولت به دفاع از نرخ ارز، مانع از آن می‌شود که سیاست پولی هدف عمده دیگری مانند ثبات قیمت‌ها تحت رژیم هدف‌گذاری تورم را دنبال نماید. در نتیجه، چنانچه قصد اجرای رژیم هدف‌گذاری

<sup>۱</sup> محاسبات نرخ ارز واقعی طی سالهای یاد شده و پس از آن همگی حکایت از ارزشگذاری بیش از حد ریال در برابر سایر اسعار خارجی دارند.

<sup>۲</sup> حتی در سال گذشته، برخی مقامات در راستای ارزان‌سازی کالاها و خدمات عمومی، صحبت از کاهش نرخ ارز نموده‌اند. در این رابطه می‌توان به جراید تیرماه ۱۳۸۷ مراجعه نمود.

تورم را داشته باشیم بایستی از نظام کنونی تعیین نرخ ارز خارج گشته آن را با نظامهای انعطاف‌پذیرتر (البته به صورت تدریجی) جایگزین کنیم. همچنین سیاست تثبیت نرخ ارز به منزله تکیه‌گاه اصلی مهار تورم باید جای خود را به سیاست پولی به منزله اهرم اصلی برای هدف‌گذاری تورم دهد.

## ۵- جمع بندی و ملاحظات

در این مطالعه با توجه به ادبیات موجود، وضعیت پیش‌شرطهای هدف‌گذاری تورم به شرح ذیل در اقتصاد ایران مورد بررسی قرار گرفت: ۱- درجه اعتبار بانک مرکزی؛ ۲- استقلال بانک مرکزی؛ ۳- سلطه مالی؛ ۴- توسعه مالی؛ ۵- تعهد به یک هدف خاص. نتایج به دست آمده در خصوص پیش‌شرطهای هدف‌گذاری در اقتصاد ایران نشان دهنده کاستی‌های جدی به شرح زیر می‌باشد:

- مقایسه اهداف و عملکرد تورم و رشد نقدینگی طی برنامه‌های مختلف توسعه و عدم توفیق در اغلب سالها، دلیلی بر پائین بودن درجه اعتبار مقامات پولی باشد.

- شاخص‌های استقلال بانک مرکزی نشان می‌دهند که این نهاد در ایران از درجه استقلال بسیار پائینی برخوردار است.

- در اقتصاد ایران از آن جا که غالباً بودجه دولت به دلیل ترکیب نامطمئن و بی‌ثبات درآمدها و پیش‌بینی غیردقیق هزینه‌ها با کسری مواجه بوده و مهمتر از آن به دلیل عدم وجود بازارهای متشکل پولی و ابزارهای استقراض مستقیم از مردم مانند اوراق قرضه، این کسری‌ها با استقراض از نظام بانکی تأمین مالی می‌شده است، غالباً سهم بدهی بخش دولتی از کل دارایی‌های بانک مرکزی در حدی بسیار بالا قرار داشته است. از طرف دیگر، الزام بانک مرکزی به خرید ارز از دولت برای تأمین منابع ریالی بودجه، همواره سبب افزایش نامتعارف سهم داراییهای خارجی بانک مرکزی در رشد پایه پولی بوده است. موارد یاد شده به وضوح حکایت از شرایطی دارد که می‌توان به آن سلطه سیاست مالی بر سیاست پولی اطلاق کرد.

- پایین بودن سهم بانکهای خصوصی در تأمین منابع بخش غیردولتی (که در بالاترین رقم در سالهای اخیر کمتر از ۲۰ درصد بوده است) و بالطبع بالا بودن سهم

بانکهای دولتی در بازار تجهیز منابع بانکی و اعطای اعتبار از یک طرف و پائین بودن نسبت نقدینگی به تولید ناخالص داخلی و از آن مهمتر سهم بالای پایه پولی در نقدینگی (و بالطبع سهم پائین ضریب تکاثر) از طرف دیگر مؤید این است که نظام مالی در ایران به جهت توسعه یافتگی از وضعیت مطلوبی برخوردار نیست.

- اگر چه از زمان برنامه توسعه اول صریحاً هدف‌گذاریهای مبنی بر کنترل سطح عمومی قیمت‌ها مد نظر بوده است، اما مطالعه تحولات ارزی در دهه‌های اخیر نشان می‌دهد که تقریباً در تمام سالها تمایل به حفظ و تثبیت نرخ ارز در اقتصاد ایران وجود داشته است. عمده‌ترین دلیل پیگیری سیاست تثبیت نرخ ارز را می‌توان استفاده از آن به عنوان ابزاری برای مقابله با تورم دانست. در حالی که اگر قصد اتخاذ رژیم هدف‌گذاری تورم را داشته باشیم بایستی انعطاف‌پذیری بیشتری را در نظام ارزی پذیرفته و از تثبیت نرخ ارز به عنوان تکیه‌گاهی برای مقابله با تورم بپرهیزیم و در عوض از سیاستهای پولی به عنوان اهرم در این مطالعه تلاش شده است ضمن بررسی وجود ویژگیهای اصلی و پیش‌شرطهای هدف‌گذاری تورم در اقتصاد ایران، قابلیت کاربرد این رژیم مورد ارزیابی قرار گیرد.

- البته شایان ذکر است همان طوری که میشکین (۲۰۰۸) نیز اشاره کرده است انجام اقداماتی برای فراهم کردن پیش‌شرطهای یک چارچوب هدف‌گذاری تورم نه تنها برای موفقیت این رژیم لازم است بلکه به طور کلی فضا را برای اعمال و اتخاذ هر نوع رژیم سیاست پولی دیگر نیز مهیا می‌سازد.

در پایان بر پایه نتایج به دست آمده این مقاله پیشنهادات سیاستی زیر ارائه می‌شود:

- پیشنهاد می‌شود رژیم هدف‌گذاری تورم رسماً از طرف مقامات ارشد کشور پذیرفته و اعلام شود و تعهد جدی در این زمینه مورد قبول قرار گیرد. در این رابطه اجماع میان نهادهای قانونگذاری و اجرا مانند مجلس، دولت و مقامات پولی ضروری به نظر می‌رسد.

- برای افزایش شفافیت و اعتبار در سیاستهای پولی، انتشار گزارش قیمت‌های فصلی شامل پیش‌بینی نرخ تورم برای یک افق زمانی حدود ۲ سال و صورتجلسات مربوط به سیاستهای پولی، از طرف بانک مرکزی می‌تواند مفید باشد.

- مناسب است شرایطی فراهم شود که در آن دولت از انضباط مالی (بودجه‌ای) برخوردار شده تا بدین ترتیب فشارهای بالقوه برای استفاده از حق‌الضرب پول به حداقل ممکن کاهش یابد. در همین راستا، برخورداری دولت از ابزار استقراض از غیر نظام بانکی (اوراق قرضه) می‌تواند تا حد زیادی به مشکلات اشاره شده پایان دهد.

- تصویب قوانینی که بتواند عملاً درجه استقلال بانک مرکزی را افزایش دهد می‌تواند مشکلات گفته شده در خصوص سلطه مالی و پایین بودن درجه اعتبار را مرتفع نماید.

- با توجه به اولویت هدف تورم در برابر سایر اهداف در نظام هدف‌گذاری تورم، پذیرش انعطاف‌پذیری بیشتر ولی تدریجی نرخ ارز در اقتصاد ایران به عنوان یک پیش‌شرط مهم برای اجرای موفق این رژیم توصیه می‌شود.

- ضعف سیستم بانکی می‌تواند برای هر رفرم پولی و مالی یک مانع باشد. تداوم فرایند خصوصی‌سازی بانکها و تشدید رقابت در میان آنها با تشویق ورود بانکهای خارجی معتبر به بازار ایران می‌تواند باعث افزایش رقابت و کارایی صنعت بانکداری گردد.

بنابراین به نظر می‌رسد برنامه‌ای برای اتخاذ چارچوب هدف‌گذاری تورم بایستی شامل اقداماتی جدی جهت برطرف کردن ضعف‌های نهادی و برقراری پیش‌شرطهای این رژیم باشد. همچنین باید توجه داشت بر اساس تجربه جهانی موجود در زمینه هدف‌گذاری تورم، صرف بیان یک هدف تورم مورد علاقه بدون اهتمام جدی در جهت فراهم کردن شرایط و الزامات نهادی و فنی لازم برای اتخاذ این چارچوب، مانند آنچه که طی برنامه‌های توسعه پنج ساله گذشته کشور اعلام شده است قطعاً برای دستیابی به موفقیت در این زمینه کافی نیست.

البته فراهم نبودن شرایط گفته شده بایستی بهانه‌ای برای تأخیر در اتخاذ این چارچوب در اقتصاد ایران باشد. بنابراین طرح مسأله تقدم و تأخر زمانی در خصوص پیش‌شرط‌ها و اتخاذ هدف‌گذاری تورم به این معنی که ابتدا باید تمام شرایط مهیا شده و آنگاه به طور رسمی هدف‌گذاری تورم را پذیرفت، می‌تواند در یک کشور در حال توسعه مانند ایران کاملاً گمراه کننده باشد. از طرف دیگر، نباید

انتظار داشت چارچوب هدف‌گذاری تورم راه‌حلی برای تمام مشکلات اقتصادی ارائه می‌دهد. چارچوب هدف‌گذاری تورم برای بانک مرکزی معین می‌کند که وظیفه اصلی سیاست پولی چیست و کدام هدف قابل دستیابی است و کدام نیست. به تعبیر پترسون (۲۰۰۴) از هدف‌گذاری تورم نباید انتظار یک اکسیر (دارویی برای تمامی مشکلات) داشت.



### فهرست منابع

- بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، ترازنامه و گزارش اقتصادی، سالهای مختلف. - بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، (۱۳۸۲)، تورم: مطالعات نظری و تجربی در زمینه اقتصاد ایران، تهران، معاونت اقتصادی.
- حاجیان، محمدرضا، (۱۳۸۵)، بازار بین بانکی ریالی، تهران، پژوهشکده پولی و بانکی، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
- ختایی، محمود و رویا سیفی‌پور، (۱۳۸۵)، ابزارها و قواعد شناخته شده سیاستهای پولی در اقتصاد ایران: مطالعه موردی برنامه سوم توسعه اقتصادی و اجتماعی، مجله تحقیقات اقتصادی، شماره ۷۳.
- درگاهی، حسن و احمد آتشک، (۱۳۸۱)، هدف گذاری تورم در اقتصاد ایران: پیش شرط‌ها و تبیین ابزارهای سیاستی، مجله تحقیقات اقتصادی، شماره ۶۰.
- عزیزی، فیروزه، (۱۳۷۹)، روشهای برآورد سرعت گردش تعادلی پول و آزمون تجربی بی‌ثباتی آن در ایران (۱۳۷۷-۱۳۴۰)، مجله برنامه و بودجه، شماره ۸۰.
- علوی، سید محمود، (۱۳۸۲)، چارچوب پولی متکی بر هدف‌گذاری تورم و زمینه اجرای آن در ایران، تهران، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، پژوهشکده پولی و بانکی.
- کمیجانی، اکبر، (۱۳۸۷)، توسعه و تعمیق بازارهای مالی و ارائه راهکارهایی برای گسترش سهم بازارهای مالی در ایران، تهران، مجموعه مقالات نوزدهمین همایش بانکداری اسلامی، مؤسسه عالی بانکداری، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران.
- کمیجانی، اکبر و محمود علوی، (۱۳۷۸)، اثرات متقابل رشد و تورم در ایران: یک تحلیل اقتصادسنجی با تأکید بر علل تورم و منابع رشد، تهران، مجموعه مقالات نهمین کنفرانس سیاست پولی و ارزی، مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی.
- متوسلی، محمود و رضا آقابابایی، (۱۳۸۵)، آسیب‌شناسی نظام بانکی ایران از منظر نهادگرایی، تهران، مجله تحقیقات اقتصادی، شماره ۷۲، صص ۱۳۰-۹۰.
- مرکز پژوهشهای مجلس شورای اسلامی، (۱۳۸۳)، مبانی علمی طرح مهار تورم (مجموعه مقالات)، تهران، مجلس شورای اسلامی.

- معدلت، کوروش، (۱۳۷۹)، بررسی جایگاه و ساختار مطلوب بانک مرکزی، تهران، بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران، مؤسسه تحقیقات پولی و بانکی.
- موسوی، سید ناصر، (۱۳۸۱)، تحلیل شرایط و ابزارهای اجرای چارچوب هدف‌گذاری تورم، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه مازندران.

- Bakradze, G.&A. Billmeier, (2007), "Inflation Targeting in Georgia:Are We There Yet?", IMF Working Paper.07/193.
- Beck, T., A. Demirguc-Kunt, & R.Levine, (2000), "A New Database on the Structure and Development of the Financial Sector", The World Bank Economic Review ,Vol. 14, No. 3, pp. 597-605.
- Batini, N., & D. Laxton, ( 2005), "Under What Conditions Can Inflation Targeting Be Adopted? The Experience of Emerging Markets", Paper prepared for the Ninth Annual Conference of the Central Bank of Chile "Monetary Policy Under Inflation targeting," Santiago, Chile, October 20 and 21, 2005.
- Bernanke, B. S., T. Laubach, F. S. Mishkin and A. S. Posen, (1999), "Inflation Targeting: Lessons from the International Experience", Princeton: Princeton University Press.
- Bernanke, B.S. and F. S. Mishkin, (1997), "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?", Journal of Economic Perspectives, 11(2): 97-116.
- Carson, C., C. Enoch, & C. Dziobek, ( 2002), "Statistical Implications of Inflation Targeting", Washington: International Monetary Fund.
- Christoffersen, P., T. Slok and R. Wescott, (2001), "Is Inflation Targeting Feasible in Poland ?" Economics of Transition Vol. 9, No. 1,.
- Dabla-Norris, E., D.K. M. Zermeño, A. Billmeier, and V. Kramarenko, (2007 ) "Modalities of Moving to Inflation Targeting in Armenia and Georgia", IMF Working Paper. No. 07/133 (Washington: International Monetary Fund).
- Friedman, B., & K. N. Kuttner, (1996), "A price target for U.S. monetary policy? Lessons from the experience with money growth targets", Brooking Papers on Economic Activity, 1, pp. 77-125.

- Gottschalk, J., and D. Moore,(2001), "Implementing Inflation Targeting Regimes: The Case of Poland", *Journal of Comparative Economics* ,Vol. 29, No. 1, pp.24.
- Green, J., (1996). *Inflation Targeting: Teory and policy Implications* ,IMF Working Paper No 95/96.
- Hazirolan, U, (1999), "Inflation Targeting: Japanese Case and Prospects for Turkey", Undersecreteriat of the Treasury, Ankara, Turkey, Mimeo.
- Hoffimaister, A. W, (1999), *Inflation Targeting in Korea: An Empirical Exploration*. IMF Working Paper WP/99/7, Washington D.C.
- Johnson, D.,(2002) "The effect of inflation targeting on the behavior of expected inflation: Evidence from an 11 country panel", *Journal of Monetary Economics*, 49, 1521-1538.
- Kadioglu, F., N. Ozdemir and G. Yilmaz, (2000), "Inflation Targeting in Developing Countries", *The Central Bank of the Republic of Turkey, Discussion Paper*, September.
- Masson, P., M. Savastano and S. Sharma, (1997), "The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries", *IMF Working Paper* 97/130 .
- Mishkin, F. S., & K. Schmidt-Hebbel, (2004), "One decade of inflation targeting in the world: What do we know and what do we need to know?", *Santiago, Chile: Central Bank of Chile*.
- Mishkin, F. S., (2000), "Inflation targeting for emerging market economies", *American Economic Review*, 90 (Papers and Proceedings), 105-109.
- Mishkin, F. S., (2005), *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, Addison-Wesley Longman .Sixth Edition.
- Mishkin, F. and K. Schmidt-Hebbel, (2007), "Does Inflation Targeting Make a Difference?", *NBER Working Paper* 12876.
- Pétursson, T. G., (2004), "Formulation of inflation targeting around the world", *Central Bank of Iceland, Monetary Bulletin* 2004/1, pp. 57-84.
- Thenuwara, H. N., (1997 ), "The Scope for Inflation Targeting in Sri Lanka; A Focus on the Transmission Mechanism", *Central Bank of Sri Lanka, Staff Studies*, Vol. 27-28.

فصلنامه علمی پژوهشی مدل‌سازی اقتصادی شماره پنجم دانشگاه آزاد اسلامی واحد فیروزکوه  
*Archive of SID*

- Vega, M., & D. Winkelried, (2005), "Inflation Targeting and Inflation Behavior: A Successful Story?", Macroeconomics working paper 0502026. EconWPA.
- Woglom, G.(2000), "Inflation Targeting in South Africa: A VAR Analysis", Journal for Studies in Economics and Econometrics Vol. 24, No.