

## کاربرد قواعد سیاست پولی در اقتصادهای با بازار نوظهور<sup>۱</sup>

نویسنده: جان بی. تیلور

مترجم: محمد نادعلی<sup>۲</sup>

### چکیده

در این مقاله نشان داده می‌شود که استفاده از قواعد سیاست پولی در اقتصادهای با بازار نوظهور اغلب دارای همان منافع است که در تحقیقات و تجارب اقتصادهای توسعه یافته به دست آمده است. در اقتصادهای با بازار نوظهوری که سیاست تثبیت دایمی نرخ ارز انتخاب نمی‌شوند- نظامهای ارزی همانند هیات پولی یا دلاری شدن- تنها سیاست پولی که قابل اتکا به نظر می‌رسد سیاست سه‌گانه نرخ ارز شناور، هدفگذاری تورم و قاعده سیاست پولی است. به هر حال، شرایط بازار در اقتصادهای با بازار نوظهور ممکن است، تعدیلاتی را در قاعده سیاستی پیشنهادی برای اقتصادهای با بازارهای مالی توسعه یافته‌تر ایجاب کند.

### مقدمه

در دهه اخیر، استفاده از قواعد سیاست پولی برای ارزیابی و توصیف عملکرد سیاستی بانک مرکزی به سرعت رشد و گسترش یافته است. در شرایط فعلی نیز قواعد

۱- این گزارش ترجمه مقاله ذیل می‌باشد:

Taylor, John. B., "Using Monetary Policy Rules in Emerging Market Economies", Stanford University, December 2000.

۲ محقق دایره پولی و بانکی

سیاست پولی مکرراً به وسیله تحلیل‌گران بازار مالی، محققان اقتصادی دانشگاه‌ها، کارمندان بانک‌های مرکزی و سیاستگذاران پولی مورد استفاده قرار می‌گیرد. در کتب اصلی علم اقتصاد بر روی قواعد سیاست پولی به عنوان شیوه‌ای در آموزش سیاست پولی تأکید بیشتری شده است.

طی دهه اخیر در اغلب تحقیقات اقتصادی در مورد قواعد سیاستی، بر روی اقتصادهای با بازارهای دارایی توسعه یافته، به ویژه بازار بدهی و ارز، متمرکز شده‌اند. برای مثال قاعده سیاست پولی تیلور در اوایل دهه ۱۹۹۰ را در نظر بگیرید. این قاعده در ابتدا برای ایالات متحده طراحی شده بود ولی بعداً نسخه تعدیل شده آن به خوبی در سایر اقتصادهای توسعه یافته مورد استفاده قرار گرفت. ابزار اصلی استفاده شده در طراحی آن قاعده یک مدل اقتصادسنجی شامل هفت اقتصاد بزرگ دنیا می‌باشد که در آن فرض شده بود هر یک از این اقتصادها دارای بازار اوراق قرضه بلندمدت و بازار ارز کاملاً توسعه یافته به همراه درجه بالایی از تحرک‌پذیری سرمایه می‌باشند.

اخیراً قواعد سیاست پولی استفاده شده در اقتصادهای توسعه یافته برای استفاده در اقتصادهای با بازار نوظهور در نظر گرفته شده‌اند، حال این سوال مطرح است که آیا این نوع قواعد سیاست پولی برای تصمیم‌سازان اقتصادهای با بازار نوظهور نیز مفید است؟ پاسخ به این سوال مثبت است؛ در این مقاله بررسی خواهد شد که قواعد سیاستی، اغلب همان مزایایی را که در اقتصادهای توسعه یافته داشته در اقتصادهای با بازار نوظهور نیز دارند. به ویژه، در اقتصادهای با بازار نوظهوری که قاعده سیاستی تثبیت دایمی نرخ ارز انتخاب نمی‌شوند، تنها سیاست پولی که قابل اتکا به نظر می‌رسد سیاست سه گانه نرخ ارز شناور، هدفگذاری تورم و قاعده سیاست پولی است. مطمئناً، ویژگی‌های اقتصادهای با بازار نوظهور تعدیلاتی را در قاعده سیاستی پیشنهادی برای اقتصادهای با بازارهای مالی توسعه یافته‌تر ایجاد می‌کند.

- موضوعات در نظر گرفته شده در خصوص سئوال کاربرد قواعد سیاستی در اقتصادهای به شرح ذیل می باشند:
- ۱- ابزار اختصاصی در قاعده سیاست پولی
  - ۲- درجه اختصاصی قاعده سیاست پولی
  - ۳- ارتباط قاعده سیاست پولی با هدفگذاری تورم
  - ۴- الزامات بازارهای کمتر توسعه یافته اوراق قرضه بلندمدت در انتخاب قاعده سیاستی
  - ۵- نقش نرخ ارز در قاعده سیاست پولی

هنوز در مورد معنی دقیق عبارت «قاعده سیاست پولی»<sup>۱</sup> ابهام وجود دارد. از نظر تیلور، به بیان ساده، قاعده سیاست پولی یک برنامه احتمالی است که به روشنی هرچه ممکن، شرایطی را که تحت آن بانک مرکزی می بایست ابزارهای سیاست پولی را تغییر دهد، مشخص می کند. برای مثال، قاعده تیلور تغییر در ابزارها را همگام با افزایش در تورم و یا افزایش شکاف میان تولید ناخالص داخلی (GDP) واقعی و بالقوه توضیح می دهد. ضمناً در این تعریف، قاعده سیاستی زمانی استفاده خواهد شد که آن احتمالات در آینده به وقوع پیوندد. لذا قاعده سیاستی برای دوره هایی در آینده استفاده شده و یا انتظار می رود استفاده شود.

#### ۱- ابزار سیاستی در اقتصادهای با بازار نوظهور چه باید باشد؟

در اغلب تحقیقات اخیر در زمینه قواعد سیاستی، نرخ بهره کوتاه مدت شبانه<sup>۲</sup> ابزار سیاستی بوده است، اما در هر صورت خاطر نشان می شود- مخصوصاً در اقتصادهای با بازار نوظهور- ابزار در قاعده سیاستی می تواند پایه پولی یا سایر مجموعه های پولی باشد. در تحقیقات اخیر انجام شده توسط تیلور در خصوص قواعد سیاستی (برای مثال

1 - Monetary policy rule

2 - Overnight

«تیلور ۱۹۷۹» عرضه پول به عنوان ابزار سیاستی به کار برده شده است، در حالی که تا اواسط دهه ۱۹۸۰ برای ایالات متحده و دیگر کشورهای صنعتی عضو گروه هفت<sup>۱</sup>، ابزار نرخ بهره کاربردی تر بوده است. در مقابل «مک کالوم»<sup>۲</sup> (۱۹۸۸) بر مزایای ابزار مجموعه پولی در قواعد سیاستی، و بویژه بر ابزار مشهور قاعده نرخ رشد ثابت حجم پول مطرح شده توسط فریدمن تاکید کرده است.

انتخاب قاعده سیاستی با ابزار نرخ بهره و یا ابزار پایه پولی (یا سایر مجموعه‌های پولی) اساساً همان انتخابی است که در مطالعه «پل»<sup>۳</sup> (۱۹۷۰) مورد توجه قرار گرفته است. اگر در اندازه‌گیری نرخ بهره عدم اطمینان زیادی وجود داشته باشد و یا اگر سرمایه‌گذاری یا خالص صادرات با شوکهای نسبتاً بزرگی مواجه باشند، ابزار ترجیحی مجموعه پولی است؛ این مساله هنگامی که اندازه‌گیری نرخ بهره واقعی تعادلی مشکل باشد نیز صدق می‌کند. در مقابل، اگر سرعت اثرگذاری شوکها بر اقتصاد زیاد باشند، نرخ بهره ابزار مناسب تری است. تیلور معتقد است که علت عمده اولویت دادن به ابزار نرخ بهره در اغلب مطالعات صورت گرفته اخیر در خصوص قواعد سیاستی به میزان سرعت عدم اطمینان برمی‌گردد. اما در هر صورت شرایط آشکاری موجود است که در آن اندازه‌گیری نرخ بهره واقعی مشکل بوده و لذا نرخ بهره اسمی شبانه راهنمای مناسبی نمی‌تواند باشد. چنین شرایطی را می‌توان به سادگی در اقتصادهای با بازار نوظهور ملاحظه کرد. برای مثال، در شرایط نرخ تورم بالا، اندازه‌گیری نرخ بهره واقعی تعادلی مشکل و در نتیجه نوسان ریسک<sup>۴</sup> می‌تواند بالا و متغیر باشد؛ با انتخاب قاعده سیاستی نرخ بهره در این شرایط، عدم اطمینانی که ناشی از نرخ بهره واقعی تعادلی

---

1-G-V

2 -McCallum

3 - Poole

4 - Risk premia

است به خطاهای سیاستی تفسیر می شوند. بنابراین، سیاستگذاران در اقتصادهای با بازار نوظهور بیشتر تمایل به اتخاذ قواعد سیاستی با ابزار مجموعه‌های پولی دارند، حتی اگر قواعد سیاستی با ابزار نرخ بهره مرجح باشد.

## ۲- چارچوب یا فرمول مکانیکی: قاعده سیاستی چه ویژگی‌هایی باید داشته باشد؟

انتقادی که مکرراً از قواعد سیاست پولی شنیده می شود این است که سیاستگذاران نمی‌توانند - یا نمی‌خواهند- قواعد مکانیکی را به کار برند. برخی از این انتقادات بی مورد است؛ زیرا در هیچ مطالعه‌ای اشاره نشده است که قواعد سیاستی باید به طور مکانیکی استفاده شود. اما در تحقیقاتی که از مدل‌های اقتصادسنجی برای ارزیابی قاعده سیاستی استفاده شده است، قواعد سیاستی به صورت یک معادله ریاضی خاص نوشته شده‌اند. برای مثال، قاعده سیاست پولی پیشنهادی برای فدرال رزرو (تیلور (۱۹۹۳)) را می‌توان به صورت معادله ریاضی نوشت. قواعد سیاست پولی توسط اقتصاددانانی که مدل‌های ریاضی را برای اقتصاد به کار می‌برند و اقتصاددانان سنجی که روش‌های آماری را برای مقایسه سیاستها در کشورها و ادوار مختلف به کار می‌برند، می‌تواند به شکل معادله ریاضی مورد ارزیابی قرار گیرد. به هر حال، بیان قواعد سیاست پولی به صورت معادله ریاضی به ظاهر مکانیکی دلیلی برای دنباله روی مکانیکی توسط بانک مرکزی نمی‌باشد. در مقابل، اغلب طرح‌های انجام شده در مورد قواعد سیاست پولی پیشنهاد می‌کنند قواعد سیاستی بایستی به عنوان هدایتگر، یا چارچوب سیاستی جامع به کار برده شوند که این روش در اقتصادهای با بازار نوظهور همانند اقتصادهای توسعه یافته قابلیت استفاده دارد. به دلیل لازم بودن احتیاط در اجرای قاعده سیاستی شکل ریاضی قاعده به صورت یک تقریب درآمدی که این مساله تمایل زیادی برای ساده کردن فروض مدل‌های مورد استفاده در ارزیابی سیاستی ایجاد کرده است. مجدداً

قاعده تیلور در سال ۱۹۹۳ در نظر بگیرد. فرمول ریاضی آن قاعده، سیاست خاصی را برای بانک مرکزی پیشنهاد می‌کند. طبق آن قاعده میانگین فصلی نرخ وجوه فدرال ایالات متحده به اندازه حاصل جمع  $1/5$  برابر افزایش میانگین چهار فصل نرخ تورم و نیم برابر افزایش شکاف تولید، افزایش می‌یابد. با توجه به شکل ریاضی، این قاعده در دهه ۱۹۹۰ به عنوان یک راهنما یا نشانه در تبیین تصمیمات نرخ بهره پیشنهاد شد. اما برای ارزیابی داده‌های ماهانه قیمت کالاها، اشتغال، تولید صنعتی و دیگر متغیرهایی که برای تخمین (یا پیش‌بینی) نرخ تورم فصلی جاری و شکاف تولید به کار می‌روند احتیاط لازم است.

مضافاً، تغییر گاهگاهی نرخ بهره، به دلیل عواملی که در طراحی قاعده سیاستی در نظر گرفته نشده‌اند لازم خواهد بود. معمولاً بحران‌های نقدینگی کمی احتیاط را در بازارهای مالی می‌طلبد. شکست بازار سهام ایالات متحده در سال ۱۹۸۷ نمونه خوبی است. قبل از شکست بازار سهام در سال ۱۹۸۷، نظام فدرال رزرو<sup>۱</sup> ظاهراً نرخ وجوه فدرال را به دلیل افزایش تورم و شکاف تولید، افزایش داده بود. پس از شکست بازار و زمانی که نقدینگی به نگرانی تبدیل شد، نظام فدرال رزرو نرخ بهره را کاهش داد که در نتیجه آن نقدینگی بیشتری تدارک شد. پس از رفع نگرانی در مورد نقدینگی، نظام فدرال رزرو به وضعیت سیاست انقباضی بازگشت نمود. لازم به ذکر است که این قبیل اقدامات احتیاطی متناسب با نشانه قاعده سیاستی است. بنابراین، حتی با وجود چنین عدم اطمینان‌هایی قاعده سیاستی ذاتاً برای اتخاذ تصمیمات مناسب بوده است.

اما به هر حال، سیاستی می‌تواند بسیار دورتر از موقعیتی که قاعده سیاستی تعیین می‌کند، حرکت کند. سیاست کلاسیک بانک مرکزی یعنی «حرکت برخلاف جهت

باد<sup>۱</sup> را در نظر بگیرید. تحت چنین شرایطی بانک مرکزی سیاست واکنش عقیم‌سازی را «برخلاف حد افراطی یا تورم و یا تورم‌زدایی» (گزارش سالانه فدرال رزرو، ۱۹۲۳) اتخاذ می‌کند. حال آیا این یک قاعده سیاست پولی است؟ درست است که سیاست حرکت برخلاف جهت باد سیاست تغییر ابزارها در زمان تغییر فشارهای تورمی است که ظاهراً این سیاست شبیه یک برنامه احتمالی و لذا شبیه یک قاعده سیاستی است: اما این سیاست به هیچ وجه تبیین شده<sup>۲</sup> نیست. سیاست در مورد اینکه باد چیست، چطور اندازه‌گیری می‌شود، یا چه میزان می‌توان برخلاف آن حرکت کرد، معین نمی‌باشد. فقط در مورد متغیرهایی که بانک مرکزی به آنها واکنش نشان می‌دهد (نرخ تورم، GDP واقعی، نرخ ارز و مانند اینها)، و میزان واکنش آن متغیرها، معین می‌باشد؛ آیا چنین سیاستی می‌تواند قاعده سیاستی باشد.

تصریح سیاست «حرکت در خلاف جهت باد» در عمل مهم است. در تحقیقات نظری و تجربی نشان داده شده است که میزان واکنش نرخ بهره قواعد سیاستی در رجحان اقتصادی مساله مهمی است. تغییر بیشتر از یک واحد نرخ بهره نسبت به نرخ تورم شرط ضروری برای قاعده سیاست پولی است. بنابراین واکنشی که کوچکتر از یک واحد باشد می‌تواند در رجحان اقتصادی در سطح بسیار پایینی قرار گیرد. برای مثال، واکنش نرخ بهره نسبت به نرخ تورم در اواخر دهه ۱۹۶۰ و دهه ۱۹۷۰، دوران تورم بالادری ایالات متحده کمتر از یک واحد و برای دوره ثبات دهه ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ بیشتر از یک واحد بوده است.

در دیدگاه تیلور پاسخگو بودن قاعده سیاستی تبیین شده مهمترین بخش در مساله شفافیت است. تحلیل‌گران بازارهای مالی مکرراً قواعد سیاست پولی را برای

---

1- Leaning against the wind.

2 - Specific

سنجش فعالیت‌هایی که سیاستگذاران پولی انجام داده یا قصد انجام آن را دارند، به کار می‌برند. به هر حال چه سیاست پولی خوب باشد و چه بد باشد، تحلیل‌گران قواعد سیاستی را برای پیش‌بینی نرخ بهره کوتاه مدت به کار می‌برند. البته چنین پیش‌بینی‌هایی برای تحلیل نرخ‌های ارز، قیمت اوراق قرضه، یا قیمت سهام مفید است. نمونه‌ای از کاربرد قواعد سیاستی بدین روش را می‌توان در تحلیل سیاست اخیر بانک انگلستان ملاحظه نمود. در گزارش منتشر شده اواخر سال گذشته بانک انگلستان آمده است که «اگر رشد رها شده و تحت نظارت نباشد در سال ۲۰۰۱ می‌تواند به شتاب بیش از ۴ درصدی در تورم منجر شود. برآورد صورت گرفته براساس قاعده تیلور، نشان می‌دهد که نرخ‌های بهره در اوایل سال ۲۰۰۱ نهایتاً به افزایشی حدود ۷/۵ درصد احتیاج خواهند داشت. در مقابل، اگر رونق اقتصادی انگلستان در سال بعد ایجاد نشده بود تورم تمایل به کاهشی بیش از هدف تعیین شده داشته است. قاعده تیلور استفاده شده در انگلستان همزمان پیشنهاد کرد که نرخ‌های بهره فقط احتیاج به کاهش حدود ۴ درصد در اوایل سال ۲۰۰۱ دارد». این شیوه تحلیل در اقتصادهای با بازار نوظهور به خوبی شروع به جایگزین شدن کرده، و اگر چارچوب قاعده سیاستی، اقدامات سیاستی را به خوبی توصیف کند گسترش پیدا خواهد کرد.

مثال مذکور به خوبی اهمیت اختلاف میان استفاده دستوری<sup>۱</sup> از قواعد سیاستی - پیشنهاد کردن روش مطلوب هدایت سیاست - و استفاده اثباتی<sup>۲</sup> از قواعد سیاستی - توضیح در مورد نحوه تنظیم واقعی سیاست را نمایان می‌سازد. قاعده سیاستی تیلور که در اوایل دهه ۱۹۹۰ پیشنهاد شد ابتدا میانه و دستوری بود تا اینکه اثباتی باشد. در آن قاعده سیاستی پیشنهاد شده است هنگامی که سیاستگذاران تصمیمات سیاستی

---

1- Normative

2 - Positive



می‌گیرند به طرح‌ها و جداولی که در برگیرنده نرخ بهره بر مبنای قاعده می‌باشند، توجه کنند. اما آشکارا اغلب تمایلات به قاعده سیاستی نشات گرفته از این واقعیت است که تصمیمات واقعی بانک مرکزی به خوبی توصیف شده‌اند.

طی سالهای اخیر اکثر تحقیقات انجام شده در مورد استفاده از قواعد سیاستی دستوری بوده و به نظری رسد عبارتی شبیه «اقتصاددانان نیونرماتیو»<sup>۱</sup>، برای توصیف آنان مناسب باشد. روش شناسی استادانه و متکی بر کامپیوتر، دربرگیرنده قواعد مختلف سیاستی است که در مدل‌های شبیه ساز آینده نگر<sup>۲</sup> اقتصاد به‌طور همزمان تخمین‌زده می‌شوند. قاعده سیاستی که عملکرد مطلوبی در برابر نوسانات اندک تورم، تولید واقعی، نرخ ارز و متغیرهایی از این قبیل دارد، قاعده سیاستی مناسب است.

کاربرد دستوری و اثباتی قواعد سیاستی به‌طور همزمان بارها اتفاق افتاده است. به‌وسیله برآورد قاعده سیاست پولی واقعی و آزمون رجحان اقتصادی با آن قاعده، می‌توان به بررسی عملکرد خوب یا بد قواعد سیاستی پرداخت. نمونه‌های زیادی از کاربرد ترکیبی دستوری یا اثباتی قواعد سیاست پولی موجود است. برای مثال، مطالعات تجربی انجام شده در ایالات متحده نشان می‌دهد که تصمیمات نرخ بهره در دهه ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ نسبت به اواخر دهه ۱۹۶۰ و دهه ۱۹۷۰ بیشتر جنبه دستوری داشته و رجحان اقتصادی در دوره آخر از دوره اول بهتر بوده است. نمونه دیگر تجربه انگلستان در اوایل دهه ۱۹۹۰ است. قاعده سیاستی بانک انگلستان قبل از ترک اتحادیه پولی اروپا نسبت به سیاستی که بعداً دنبال شد، برای اقتصاد انگلستان از تناسب کمتری برخوردار بود.

### ۳- هدفگذاری تورم و قواعد سیاستی

در کشوری که دارای نظام نرخ ارز شناور است هدفگذاری تورم برای تصمیم‌سازی مناسب پولی ضروری است. هدفگذاری تورم لنگر اسمی برای قیمت‌های داخلی در

1 - New Normative Macroeconomics

2 - forward looking models

مقایسه با نظام‌های ارزی تثبیت شده، هیات پولی، یا دلاری شده، ایجاد می‌کند. گرایش به‌استفاده بیشتر از هدفگذاری تورم در اقتصادهای با بازار نوظهور تحولی خوشایند است. هدفگذاری تورم به مفهوم میانگین ارزشی است که نرخ تورم واقعی اطراف آن نوسان می‌کند. برای مثال، اگر هدفگذاری تورم ۲ درصد بوده باشد، پس یک دهه با تورم ۷ درصد نشان دهنده نامناسب بودن سیاست اتخاذ شده است. دستیابی به میانگین نرخ تورم ۲ درصد با انحراف استاندارد احتمالاً حدود یک درصد در اطراف هدف نشان دهنده سیاست مناسب می‌باشد. هدفگذاری تورم از اتخاذ سیاست پولی که سبب نرخ تورم بالا و بی ثباتی اقتصادی باشد، جلوگیری می‌کند.

اتخاذ هدفگذاری تورم الزاماً به مفهوم اعلام آشکار میزان کمی توسط بانک مرکزی نمی‌باشد. هدفگذاری می‌تواند ضمنی یا غیرمستقیم باشد - به طوری که «نرخ تورم با تصمیم سازی بنگاهها و مصرف کنندگان تداخل پیدا نکند». فدرال رزرو، به دلیل تاکید زیاد بر روی ثبات قیمتها عملاً هدفگذاری تورم را در هدایت تصمیمات خود دنبال می‌کند. اگرچه در طرح‌های پیشنهادی هدفگذاری تورم مقدار عددی خاصی برای هدفگذاری تورم لازم و ضروری<sup>۱</sup> است، اما اهداف کمتر کمی شده برای ثبات قیمتها، مانند آنچه در ایالات متحده به کار برده شده، اگر با چارچوب مناسبی همراه باشد بهتر عمل خواهد کرد.

به هر حال داشتن هدف به تنهایی برای نرخ تورم کافی نیست. سیاستهای بسیار مختلفی - با استفاده از ابزارهای گوناگونی - وجود دارند که برای موفقیت هدفگذاری تورم در بلندمدت لازم است. سیاستهای درگیر نسبت به سایر سیاستها نوسانات بیشتری در اطراف تورم هدفگذاری شده ایجاد خواهند کرد. برخی سیاستها منجر به نوسانات بیشتر در متغیرهای مهمی مانند نرخ ارز یا تولید واقعی، خواهند شد. بنابراین

---

1 - sine qua non

هنوز انتخاب هدفگذاری تورم اکثر سوالات اصلی در مورد اتخاذ تصمیمات سیاست پولی را سرگشاده باقی گذاشته است. یک سوال این است که کجا قاعده سیاست پولی وارد می‌شود. این موضوع جزئیاتی را در خصوص نحوه دستیابی به هدفگذاری تورم فراهم می‌کند. بدون قاعده سیاستی مناسب، هرگز به هدفگذاری تورم نخواهیم رسید، زیرا با بی‌ثباتی در سایر متغیرهایی که ممکن است رها شده باشند تورم زدایی با پایان ناخوشایندی همراه خواهد بود. نظام‌های پولی جهت دستیابی به هدفگذاری تورم نیاز به دستورالعمل دارند که قاعده سیاست پولی چنین دستورالعملی است. بنابراین تمام انواع نظام‌های هدفگذاری تورم به قواعد سیاستی احتیاج دارند.

آن قاعده سیاست پولی مناسب است که با نوسانات اندک تورم واقعی در اطراف نرخ تورم هدف همراه باشد. ضمن آنکه هدفگذاری می‌تواند بر روی سایر متغیرها صورت گیرد، به شرطی که در بلندمدت با هدفگذاری تورم ناسازگار نباشد. برای تولید، هدفگذاری باید نرخ طبیعی تولید باشد. برای نرخ ارز، هدفگذاری برای کاهش یا افزایش ارزش آن باید اختلاف میان نرخ تورم هدفگذاری شده داخلی با میانگین نرخ تورم در سایر کشورها باشد. اگر اهداف بلندمدت دارای چنین سازگاری باشند، آنگاه یک مبادله<sup>۱</sup> ناسازگار (تیلور ۱۹۸۹) میان پایین نگه داشتن نوسانات اندک در اطراف تورم هدفگذاری شده و نوسانات در اطراف سایر اهداف وجود دارد. قاعده سیاستی نشان می‌دهد که چگونه در این مبادله یک هدف را برگزینیم. در این حالت مبادله ناسازگار جایگزین مبادله منحنی فیلیپس قدیمی می‌شود.

نقل قول کردن از دنالد براش<sup>۲</sup> مدیر رزرو بانک نیوزلند واز پیشگامان استفاده از هدفگذاری تورم می‌تواند در این جهت مفید باشد. وی اظهار می‌کند که «کاملاً» واضح است که هدفگذاری تورم نوشدارو نیست. مطمئناً هدفگذاری تورم هیچ ضمانتی در برابر

1 - Trade off

2 - Donald Brash (1999)

خطای سیاست پولی ایجاد نمی‌کند. از جهات بسیاری تفکر هدفگذاری تورم به عنوان روشی جدید در سیاست پولی اشتباه است». و وی تأکید می‌کند که «هنوز برای دستیابی به بهترین موقعیت‌های اقتصادی فرموله کردن سیاست پولی مناسب است. بدین خاطر سوالاتی از قبیل: آیا باید مجموعه‌های پولی را به کار بریم؟ آیا باید قواعد تیلور را به کار بریم؟ آیا واقعاً باید نرخ‌های بهره را تعدیل کنیم به طوری که نرخ ارز در مسیری حرکت کند که قیمت مستقیماً از تغییر در نرخ ارز متاثر شده و تغییر دلخواه را در سطح قیمت‌های داخلی ایجاد نمایند؟ همچنان وجود دارد.»

در مجموع، همگام با هدفگذاری تورم، به یک سیاست ساز- یک قاعده سیاستی- برای دستیابی به هدف نیاز است. هدفگذاری تورم برای کشتی بادبانی شبیه مقصدی است. قاعده سیاستی نشان می‌دهد که چطور کشتی برای رسیدن به مقصد حرکت کند: برای این کار احتیاج به وسیله‌ای برای حرکت، تعیین موقعیت کشتی، تعیین احتمال برای تغییر مسیر باد و مانند اینها دارد.

#### هدفگذاری تورم و قواعد سیاستی با ابزار مجموعه‌های پولی

هیچ‌گونه سازگاری میان استفاده از هدفگذاری تورم و مجموعه‌های پولی به عنوان ابزار در قاعده سیاستی وجود ندارد. با این وجود در تعدادی از منازعات اخیر در اقتصادهای با بازار نوظهور در مورد هدفگذاری تورم، هدفگذاری تورم به عنوان جانشینی برای هدفگذاری مجموعه پولی پیشنهاد شده است.

در حقیقت، به دلیل مشکلاتی که ابزار نرخ بهره در تعدادی از اقتصادهای با بازار نوظهور دارد، ممکن است پایه پولی ابزار بهتری برای دستیابی به هدفگذاری تورم باشد. در مطالعات اولیه انجام شده در مورد استفاده از قاعده سیاستی هدفگذاری تورم، مانند تیلور (۱۹۷۹)، عرضه پول ابزار است. در واقع هدفگذاری تورم جانشینی برای نرخ‌های ارز تثبیت‌شده یا مدیریت‌شده است، نه سیاستی که بر روی مجموعه‌های پولی متمرکز شود.

### هدفگذاری پیش‌بینی تورم ۱ و تورم مبتنی بر قواعد سیاستی

به طور خلاصه در این قسمت دیدگاه «هدفگذاری پیش‌بینی تورم» که معمولاً مفهوم متفاوتی نسبت به هدفگذاری تورم دارد، طرح می‌شود. هدفگذاری پیش‌بینی تورم به مفهوم انتخاب ابزارهای سیاستی توسط بانک مرکزی برای دستیابی به پیش‌بینی تورمی است که معادل با هدفگذاری تورم در آینده باشد. برخی از اعضای کمیته سیاست پولی بانک انگلستان عملکرد سیاستی خود را بدین شیوه توضیح می‌دهند. قاعده سیاستی ترجیحی برای دستیابی به هدفگذاری تورم ضرورتاً هدفگذاری پیش‌بینی تورم نیست. هدفگذاری پیش‌بینی تورم به مدل اقتصاد سنجی مطلوب و افراد با تجربه برای اجرا نیاز دارد، زیرا براساس مدل سیاستگذار فقط می‌تواند تعیین کند که آیا تصمیم نرخ بهره، مقدار واقعی پیش‌بینی شده را تحت تاثیر قرار می‌دهد یا نه. بنابراین، ممکن است اجرای هدفگذاری پیش‌بینی تورم به صورت تعریف شده در این قسمت در اقتصاد با بازار نوظهور مشکل باشد. لذا، جانشین بدیهی هدفگذاری پیش‌بینی تورم استفاده از قاعده سیاست پولی خواهد بود.

در قواعد سیاست پولی ممکن است به جای مقادیر واقعی مشاهده شده از پیش‌بینی‌های تورم استفاده شود که در این صورت به این قواعد، قواعد سیاستی «مبتنی بر پیش‌بینی تورم»<sup>۲</sup> می‌گویند. برای مثال به مطالعه «باتینی و هلدان»<sup>۳</sup> (۱۹۹۹) یا «رادبوش و سون سن»<sup>۴</sup> (۱۹۹۹) مراجعه شود. در واقع، برخی قواعد سیاستی - مانند قاعده پیشنهادی تییلور<sup>۱۹۹۳</sup> - شامل پیش‌بینی‌های تورم می‌باشند. در قاعده سیاستی بدین شکل بیان شده است که سیاست باید به فصل جاری واکنش نشان دهد، اما داده‌های فصل جاری تا فصل بعدی تنظیم نمی‌شوند، بنابراین حداقل نیاز به پیش‌بینی یک فصل است.

1- Inflation forecast Targeting

2 - Inflation forecast based

3 - Batini and Haldane

4 - Rudebusch and Svensson

«باتینی و هلدان» (۱۹۹۹) نشان دادند که افق بهینه در این قاعده (اگر شامل تولید نباشد) حدود ۳ یا ۴ فصل است، لذا در عمل میان قواعد مبتنی بر پیش‌بینی تورم و قواعد مرتبط با داده‌های جاری اختلاف زیادی وجود ندارد.

#### ۴- دوره ساختاری<sup>۱</sup> و بازار اوراق قرضه بلندمدت

یکی از دلایل مفید بودن قواعد سیاستی برای سیاست پولی به تاثیرگذاری بازارهای مالی و در نتیجه آن کل اقتصاد از انتظارات مربوط به تغییر ابزارهای سیاستی در آینده برمی‌گردد. انتظارات مربوط به نرخ‌های بهره در آینده می‌تواند در طی دوره ساختاری نرخ‌های بهره- فوراً بر نرخ‌های بلندمدت اثر گذارد. ضمن آنکه قاعده سیاستی خود بر این انتظارات اثر می‌گذارد. بنابراین قاعده سیاست پولی از تغییر مجرد در ابزارهای سیاست پولی مهمتر است. سیاستگذاران پولی برای شکل‌گیری انتظارات صحیح از واکنش‌های آینده سیاستی در بازارهای مالی، بایستی به روشنی هرچه ممکن سیاست‌های خود را شفاف و در جهت نگهداری قاعده سیاستی یکسان برای استفاده در بلندمدت تلاش نمایند. لذا افراد می‌توانند انتظار داشته باشند که ابزارهای سیاستی در موقعیت‌های یکسان به یک میزان تغییر کند. اگرچه ممکن است تغییرات تدریجی در ساختار اقتصاد مستلزم تغییرات تدریجی در قاعده سیاستی شود.

وقایع اخیر کشور ژاپن نمونه مناسبی از آثار دوره ساختاری هستند. در فوریه سال گذشته (۱۹۹۹) بانک ژاپن سیاست نرخ بهره صفر را ابتکار کرد. مدیر بانک ژاپن نشان داد دامنه سیاست پولی زمانی که «نگرانی‌های ضد تورمی برطرف شده باشند» نرخ بهره شبانه را در حد صفر نگه خواهد داشت. بنابر تعریف نگرانی‌های ضد تورمی عبارت است از: ترکیب تغییرات واقعی در سطح قیمت با شکاف میان تولید واقعی و بالقوه. بیان عبارت احتمالی فوق در سیاست پولی بر روی نرخ‌های بهره بلندمدت اثر کاهشی داشته

---

1 - Term structure

است، زیرا افراد در بازارهای مالی انتظار تعیین نرخ بهره صفر را در طی زمان یا حداقل مادامی که شرایط ضد تورمی پایدار است، دارند. بنابراین قاعده سیاستی نرخ بهره صفر اثری فراتر از نرخ شبانه‌ای که به سادگی مساوی صفر در نظر گرفته می‌شود دارد: زیرا قاعده سیاستی از انتظارات نرخ‌های بهره صفر در آینده سرچشمه می‌گیرد. از دیدگاه بانک ژاپن این مساله تاثیرگذاری قاعده سیاستی از انتظارات را افزایش داده است.

«ریشنايدر و ویلیام»<sup>۱</sup> نشان دادند که چگونه انتظارات شکل گرفته از قواعد سیاستی می‌تواند شدیداً احتمال مواجهه با رکود عمیق را کاهش دهد. چنین اثرگذاری انتظارات بر برخی سیاستهای پولی به صورت وابستگی تغییرات ابزارها به وقایع آینده نشان داده می‌شود. «وود فورد»<sup>۲</sup> اظهار می‌کند که اثرگذاری انتظارات بدین شکل، حکایت از آن دارد که واکنش نرخ بهره به نرخ تورم و سایر متغیرها با سکون<sup>۳</sup> زیادی همراه است. این سکون از تعدیل کند ابزارنرخ بهره در برابر تغییرات ایجاد شده در اقتصاد به وجود آمده است. یقیناً سکون مورد اشاره میزان واکنش متغیرهایی همانند اوراق قرضه بلندمدت که متغیرهای شبیه ساز آینده‌نگر<sup>۴</sup> هستند را افزایش خواهد داد.

حال این سوال مطرح است که چگونه سیاستگذاران اقتصادهای با بازار نوظهور چنین نتایجی را بدون مواجه شدن با نقدینگی بالا در زمان تکامل بازارها ملاحظه نمایند؟ ذکر این نکته مهم است که سیاستگذاران نباید فکر کنند می‌توانند با اتخاذ سیاست‌هایی که از وضوح کمتری برخوردار می‌باشند دستاورد بهتری داشته باشند. بنابراین دوره ساختاری فقط مکانی در اقتصاد که در آن انتظارات مهم آینده شکل می‌گیرد نیست. زیرا در شرایطی که بازارهای مالی کاملاً توسعه یافته نبوده و تعداد

1 - Reifschneider and Williams (1999)

2 - Woodford (1999)

3 - Inertia

4 - Forward looking

اندکی اوراق بهادار بلند مدت موجود می باشد، تغییرات نرخ ارز، قیمت زمین، حتی دستمزدها به وسیله انتظارات آینده تحت تأثیر قرار می گیرند. لذا شکل گیری انتظارات در بخش خصوصی هنگامی که بانک مرکزی به روشنی اهداف خود را از طریق قواعد سیاستی مشخص می کند، ساده خواهد بود.

به هر حال، بدون اجزای بلندمدت بازارها، ممکن است واکنش سریعتر و بزرگتر عاقلانه باشد زیرا اغلب وظایف را نرخهای بهره کوتاهمدت انجام خواهند داد. حال اگر اثرات انتظارات در طی دوره ساختاری ضعیف باشد، آنگاه واکنشهای متغیرهای اقتصادی در بازارهای کوتاهمدت رخ خواهند داد. این مساله نشان می دهد که قواعد سیاست پولی «بهینه»<sup>۱</sup> در اقتصادهای با بازارنوظهور عکس العمل بیشتری نسبت به قواعد بهینه سیاستی در اقتصادهای توسعه یافته بروز می دهند.

#### ۵- آیا نرخ ارز باید قسمتی از قاعده سیاستی باشد؟

هدفگذاری تورم، بویژه برای کشورهای با بازار نوظهور، جانشینی برای نظام ارزی تثبیت شده یا تثبیت خزنده است. نظام ارزی شناور به مفهوم دستیابی به اهداف اقتصاد داخلی توسط سیاست پولی داخلی بوده و معمولاً به مفهوم نگهداری تورم پایین وبا ثابت، یا به بیانی دیگر اولویت اول با تورم، می باشد. لذا، هدفگذاری تورم یک قسمت از سیاست سه گانه (نرخ ارز انعطاف پذیر، هدفگذاری تورم و قاعده سیاست پولی) است. مطمئناً سیاست نرخ ارز انعطاف پذیر به مفهوم عدم ایفای نقش توسط نرخ ارز در تصمیمات نرخ بهره یا قاعده سیاستی نیست. بنابراین با وجود نرخ ارز کاملاً تثبیت شده، دیگر نیازی به قاعده سیاستی نخواهد بود، زیرا ابزارهای سیاستی نمی توانند برای دستیابی به اهداف داخلی مورد استفاده قرار گیرند.



اگرچه نوسانات نرخ ارز در اقتصادهای با بازار نوظهور نسبت به اقتصادهای توسعه یافته از اهمیت بیشتری برخوردار است، اما در تحقیقات صورت گرفته تمرکز بر روی ارزیابی سیاستی نرخ ارز در اقتصادهای توسعه یافته بوده است. در اغلب مدل‌های به کار برده شده برای ارزیابی سیاستی از نرخ ارز استفاده شده است. نرخ ارز هم در تعیین خالص صادرات و هم در معادلاتی که چگونگی تاثیرگذاری قیمت کالاهای خارجی بر قیمت‌های داخلی را توضیح می‌دهند، داخل شده و اتصالی را میان نرخ ارز و نرخ بهره در بازارهای سرمایه ایجاد می‌کند. به طور کلی، مدل‌ها یا با فرض تحرک پذیری کامل سرمایه و همراه با در نظر گرفتن شرایط یکسان برای پیش بینی نرخ بهره و یا به شکل فرم خلاصه شده<sup>۱</sup> رابطه نرخ بهره واقعی و نرخ ارز واقعی، برای ارزیابی سیاستی استفاده شده‌اند. در واقع، تحقیقات صورت گرفته در مورد ارزیابی سیاستی به طراحی قاعده تیلوری که شامل متغیر نرخ ارز نیز باشد کمک می‌کنند. سیستم معادلات همزمان چند کشوری این امکان را فراهم می‌سازد که پذیرفته شود در صورت واکنش شدید بانک مرکزی به نرخ ارز رجحان تورم-تولید در جامعه بدتر خواهد شد. به همین دلیل در قاعده تیلور مختص ایالات متحده نرخ ارز حذف شده است. در هر صورت روشن است که لزوماً با نتایج یکسانی در سایر کشورها، بویژه در اقتصادهای باز کوچک مواجه نخواهیم شد. لذا اندازه کشور، درجه باز بودن اقتصاد، تحرک پذیری سرمایه و درجه توسعه یافتگی بازار ارز در این مساله موثر خواهند بود.

مطالعات انجام شده توسط «بال، سون سن و باتینی، هریسن، و میلارد»<sup>۲</sup> در ارتباط با مدل‌های استفاده شده در اقتصادهای باز کوچک بدین منظور مفید هستند. توسط «بال» قاعده تیلوری که شامل نرخ ارز نیز می‌باشد به عنوان قاعده سیاستی

1 - Reduced form

2 - Ball (1999), Svensson (1999), and Batini, Harrison and Millard (2000)

طراحی شده و برای اقتصادهای باز کوچک بکار برده شده است. در مدل اقتصاد باز «بال»، وی ادعا می‌کند که چنین قاعده‌ای، قاعده (۱۹۹۳) تیلور را بهبود خواهد بخشید. برای مثال، قاعده سیاستی نرخ بهره به همان خوبی که نسبت به تولید و تورم واکنش نشان داده به نرخ ارز نیز با همان انحراف معیار تولید (۱/۴ درصد) واکنش نشان داده و همچنین انحراف معیار نرخ تورم را در اطراف نرخ مورد هدف آن از ۲ درصد به ۱/۹ درصد کاهش داده است. بنابراین یافته‌های مطالعه «بال» پیشرفت بزرگی در قاعده سیاستی محسوب نمی‌شود.

«سون سن» (۱۹۹۹) و «باتینی، میلارد، و هرسین» نیز قاعده‌ای بسیار مشابه به آنچه «بال» (۱۹۹۹) در مدل‌های پیش‌بینی آینده‌نگر خود از اقتصاد باز به دست آورده است در نظر گرفته‌اند. اگرچه انگیزه کاربرد این قاعده بهینه‌یابی نیست (قاعده در مدل بال بهینه نیست) ولی «سون سن» (۱۹۹۹) دریافت که قاعده استفاده شده انحراف معیار تورم (CPI) را از ۲/۱ به ۱/۸ کاهش می‌دهد؛ گرچه واریانس تولید را از ۱/۷ به ۱/۸ افزایش می‌دهد. لذا این مطالعات نیز تداعی کننده قاعده سیاستی بدون نرخ ارز نمی‌باشند. «باتینی، میلارد و هرسین» (۲۰۰۰) به پیشرفت‌های قابل توجهی در این زمینه دست یافتند، اما قاعده سیاستی آنها واکنش اندکی نسبت به نرخ ارز، حداقل هنگام کاربرد قواعد سیاستی مبتنی بر پیش‌بینی تورم توسط آنان، نشان می‌دهد.

حال سوال اینجا است که نحوه ورود متغیر نرخ ارز به این قواعد سیاستی چگونه است؟ افزایش نرخ ارز سبب کاهش در نرخ بهره گشته در نتیجه در دوره بعد این کاهش با افزایش در نرخ بهره جبران خواهد شد؛ چون در دوره بعد افزایش نرخ ارز انقباضی بوده و کاهش نرخ بهره این انقباض را جبران خواهد کرد. این فرایند واکنش منفی نرخ بهره نامیده می‌شود.

همزمانی یادشده دلالت براین موضوع دارد که در اقتصاد باز تا هنگامی که بر روی مکانیسم انتقال پولی تاکید می شود سبب ایجاد اختلاف در میان قواعد سیاستی آن می شود، در عمل به نظر نمی رسد که این مساله تاثیر زیادی بر روی ترجیحات اقتصادی - حداقل با مدل های موجود و با توابع زیانی که بر روی تغییر پذیری تورم و تولید متمرکز شده اند - داشته باشد.

بنابراین قواعد ساده سیاستی که بر روی تورمی هموار<sup>۱</sup> و تولید واقعی متمرکز شده و واکنش زیادی نسبت به نرخ ارز نشان نمی دهند در اقتصادهای با بازار نوظهور عملکرد بهتری خواهند داشت. به هر حال، ممکن است در مدل های موجود اثرات نرخ ارز در اقتصادهای باز کوچک کمتر در نظر گرفته و در نتیجه هزینه های نوسانات نرخ ارز را نیز کمتر از حد تخمین بزنند. ممکن است هزینه های نوسانات نرخ ارز در اقتصادهای با بازار نوظهوری که در آنها عدم تناسب دارایی ها با پول رایج و یا با کالاهای با دوام وجود دارد، بسیار بالا باشد. وجود خصلت شبیه ساز آینده نگر در نرخ ارز بکارگیری سیاستهایی که انتظارات عقلایی را همانند قاعده سکون نرخ بهره مدل اقتصاد بسته مطالعه «وود فورد» (۱۹۹۹) به کار می برند، توصیه می کند.

### نتیجه گیری

در این مقاله شیوه ای از قواعد سیاست پولی که غالباً قواعد تیلور نامیده می شود به کار برده شد و نشان داده شد که می تواند چارچوب جامع و مناسبی را برای اتخاذ تصمیمات سیاست پولی توسط سیاستگذاران در اقتصادهای با بازار نوظهور فراهم نماید. چنین قواعدی در ارایه تصویری از واکنش های سیاستی آینده، ارتباط با بازارهای عمومی و بازارهای مالی در زمینه سیاست مورد نظر و تحقیق برای پیشرفت در سیاست، به سیاستگذاران کمک شایانی می نماید.

1 - Smoothed inflation measure

---

به هر حال، احتمال دارد تعدیلاتی در قواعد سیاست پولی هم در انتخاب ابزار (شاید انتخاب مجموعه پولی نسبت به نرخ بهره)، هم در متغیرهای قاعده سیاستی (نقش بزرگتر برای نرخ ارز)، یا در میزان پاسخگویی ابزار به وقایع اقتصادی (بازارهای کمتر توسعه یافته اوراق بهادار بلندمدت)، لازم باشد. تحقیقات بیشتر در مورد این قبیل تعدیلات امکان پذیر بسیار مفید خواهد بود.

## فهرست منابع و مآخذ

- 1- Ball, Laurence, 1999, "Policy Rules for Open Economies," in John B. Taylor (Ed.) Monetary Policy Rules, University of Chicago Press.
- 2- Batini, Nicolleta and Andrew Haldane, 1999, "Forward- Looking Rules for Monetary Policy," in John B.Taylor, Monetary Policy Rules, University of Chicago Press.
- 3- Batini, Nicolleta, Richard Harrison and Stephen Millard, 2000, "Monetary Policy Rules for Open Economies," Bank of England Working paper, September.
- 4- Brash, Don, 1999, "Inflation targeting: Is New Zealand's experience relevant to developing countries?" The sixth L.K Jha Memorial Lecture, June.
- 5- Frand Ropert and Ben Bernanke, 2001, Principles of Economics, McGraw Hill, New York.
- 6- McCallum, Bennett T., 1988, "Robustness Properties of a Rule for Monetary Policy," Carnegie Rochester Conference on Public Policy, 29:173-203.
- 7- Poole, William, 1970, "Optimal Choice of Monetary Policy Instrument in a Simpole Stochastic Marco Mode," Quarterly Journal of Economics, May, 197-216.
- 8- Reifschneider, David and John Williams, "Three Lessons for Monetary Policy in a Low Inflation Era," Journal of Money Credit and Banking, forthcoming.
- 9- Romer, David, 2000, "Keynesian Macroeconomics without the LM Curve." Journal of Economic Perspectives, Volume 14, No. 2, pp. 149-170.
- 10- Rudebusch, Glenn D. and Lars E.O.Svensson, 1999, "Policy Rules for Inflation Targetting," in John B.Taylo, Monetary Policy Rules, University of Chicago Press.

- 
- 11- Svensson, Lars E.O., 2000, "Open-Economy Inflation Targeting," *Journal of International Economics*, forthcoming. 50,155-183
  - 12- Taylor, John B., 1979, "Estimation and Control of a Macroeconomic Model with Rational Expectations," *Econometrica*, Vol.47.
  - 13- Taylor, John B., 1993, "Discretion Versus Policy Rules in Practice," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 39, pp. 195-214.
  - 14- Taylor, John B., 1995, *Economics*, 1st Edition, (3rd Edition,2001) Houghton-Mifflin, Boston Massachusetts.
  - 15- Woodford, Michael, 1999, "Optimal Monetary Policy Inertia," unpublished Paper, Princeton University.