

ابزارهای سیاست پولی مبتنی بر نرخ بهره در مقایسه با ابزارهای سیاست پولی غیرربوی^۱

مریم همتی *



۱. مقدمه

موردی: ایران، سودان و پاکستان)
- نقش بانک توسعه اسلامی در تقویت ابزارهای سیاست پولی اسلامی.

اولین مقاله در این همایش توسط آقای دکتر جلالی نائینی، عضو هیئت علمی مؤسسه عالی آموزش و پژوهش در مدیریت و برنامه‌ریزی کشور و مدیر گروه پولی و ارزی پژوهشگاه پولی و بانکی با عنوان «ابزارهای سیاست پولی مبتنی بر نرخ بهره در مقایسه با ابزارهای سیاست پولی غیرربوی» ارائه شد که در ادامه با بحث و نقد و نظر آقایان دکتر کامران ندری، دکتر سیدکاظم صدر و دکتر محمدرضا

پژوهشگاه پولی و بانکی با همکاری مؤسسه آموزش و پژوهش‌های اسلامی^۲ در تاریخ ۱۸ و ۱۹ دی ماه ۱۳۸۹ همایشی با عنوان «گفتگو در مورد تجربه سیاستگذاری پولی در کشورهای اسلامی» در محل هتل اسپیناس تهران برگزار نمود. محورهای این همایش عبارت بودند از:

- ابزارهای سیاست پولی مبتنی بر نرخ بهره در مقابل ابزارهای سیاست پولی غیرربوی
- تجربه استفاده از ابزارهای سیاست پولی اسلامی (مطالعه

* کارشناس ارشد پژوهشی، گروه پولی و ارزی، پژوهشگاه پولی و بانکی.

است ولی کماکان این سؤال باقی است که برای رسیدن به اهداف مذکور، سیاست پولی چگونه باید هدایت شود؟ مسأله مهم در این رابطه، انتخاب نظام پولی و ابزارهای مناسب برای نیل به این اهداف اقتصادی است.

۲. سیستم‌های بازار محور و مبتنی بر نرخ بهره

۱-۲. انتخاب ابزار سیاست پولی

انتخاب میان نرخ بهره و حجم پول به عنوان ابزار سیاست پولی همواره به عنوان یک سؤال در ادبیات اقتصادی مطرح بوده است. بر اساس بسیاری از مطالعات اقتصادی، نرخ بهره ابزار مناسب‌تری از کل‌های پولی^۴ است. همچنین در رابطه با معیارهای انتخاب ابزار مناسب میان نرخ رشد پول، نرخ‌های بهره یا نرخ ارز نیز مطالعات زیادی انجام شده است که به طور خلاصه به برخی از این مطالعات اشاره می‌شود:

- مسأله انتخاب میان دو ابزار نرخ بهره و حجم پول، اولین بار توسط پول^۵ (۱۹۷۰) در قالب یک الگوی IS-LM تصادفی ارائه گردید. پول بیان کرد، با فرض اینکه بانک مرکزی قادر به کنترل نرخ بهره و حجم پول باشد، اگر هدف سیاستگذار پولی کمینه کردن انحراف تولید جاری از تولید بالقوه باشد، انتخاب ابزار مناسب به ضرایب توابع IS-LM، واریانس اجزای اختلال این دو تابع و کوواریانس‌های آنها بستگی دارد و جواب قطعی برای انتخاب یکی از دو ابزار نرخ بهره و حجم پول وجود ندارد. چنانچه منحنی IS نوسان زیادی داشته باشد، حجم پول

در نظام هدف‌گذاری تورم، کارایی ابزار نرخ بهره سیاستی برای برقراری ثبات مالی اندک است، به نحوی که اتکای بیش از اندازه بر نرخ بهره به منظور جلوگیری از افزایش شدید اعتبارات، قیمت‌داری‌ها (مسکن) و سفته‌بازی، تأثیر معکوس نسبتاً قوی بر شکاف تولید و همچنین اشتغال خواهد گذاشت

شجاع‌الدینی همراه بود. متن حاضر گزارشی از مقاله مذکور است. این مقاله در قالب ۳ بخش کلی ارائه شد: سیستم‌های بازار محور و مبتنی بر نرخ بهره، سیستم‌های مبتنی بر نرخ بهره در بازارهای مالی ناقص^۳ و سیستم‌های غیربوی. در هر بخش، اهداف سیاست پولی و انتخاب ابزارهای سیاست پولی مناسب و همچنین معیارهای انتخاب ابزار مورد توجه قرار گرفتند.

بحث در مورد ابزارهای سیاست پولی بدون در نظر گرفتن هدف سیاست پولی بی‌نتیجه است. از عمده‌ترین اهداف سیاست پولی در اقتصاد می‌توان به تسریع رشد اقتصادی، ثبات قیمت‌ها، ایجاد اشتغال کامل و تخصیص مطلوب منابع اشاره کرد. همچنین با مراجعه به اساسنامه بانک‌های مرکزی درمی‌یابیم که اصلی‌ترین هدف سیاست پولی در اکثر کشورها، ثبات قیمت‌ها معرفی شده است. اخیراً به دنبال بحران اقتصادی در غرب، حفظ توازن و ثبات مالی نیز به عنوان یکی از مهم‌ترین اهداف سیاست پولی مورد توجه سیاستگذاران قرار گرفته



به نسبت کل‌های پولی، مقاصد و عملکردهای واقعی بانک مرکزی را به طور شفاف‌تری برای عموم مردم منعکس می‌کند.

۲-۳. هدف‌گذاری تورم و انتخاب ابزار سیاست پولی

به علت بی‌ثباتی تقاضا برای پول، از اواسط دهه ۸۰ میلادی، کنترل عرضه پول عمومیت خود را از دست داد و در عوض، استفاده از ابزار نرخ بهره به طور گسترده، خصوصاً در کشورهایی با بازارهای مالی پیشرفته، مورد استفاده قرار گرفت. از اوایل دهه ۹۰ میلادی، کشورهای بسیاری سیاست هدف‌گذاری تورم را اتخاذ کردند. هدف‌گذاری تورم چارچوبی برای هدایت سیاست پولی است که در آن تصمیمات سیاستی، براساس مقایسه تورم آتی مورد انتظار با هدف اعلام‌شده برای تورم، اتخاذ می‌گردد. در این چارچوب، مقامات پولی یک هدف مقداری برای تورم آتی در نظر می‌گیرند. اگر تورم مورد پیش‌بینی برای افق زمانی خاص در آینده، متفاوت از هدف اعلام‌شده باشد، اقدام به اعمال سیاست پولی جدیدی می‌کنند تا پیش‌بینی تورم عملکرد، منطبق با مقدار مورد هدف باشد.

طرفداران هدف‌گذاری تورم بر این عقیده‌اند که در این چارچوب، سیاست پولی شفاف‌تر است. همچنین این سیاست باعث کاهش نااطمینانی و بهبود هماهنگی میان سیاست پولی و دیگر سیاست‌های کلان می‌شود، هرچند اجرای مؤثر سیاست هدف‌گذاری تورم مستلزم استقلال بانک مرکزی است. بانک‌های مرکزی معمولاً قالب انعطاف‌پذیری از هدف‌گذاری تورم را دنبال می‌کنند. در هدف‌گذاری تورم منعطف^{۱۱}، کنترل نوسانات نرخ تورم حول نرخ هدف و همچنین نوسانات تولید حول مقدار طبیعی یا کم‌کردن شکاف تولید مدنظر است. به منظور دستیابی به اهداف اقتصادی در هدف‌گذاری تورم و همچنین تحت نظام هدف‌گذاری تورم منعطف، نرخ بهره مهم‌ترین ابزار سیاستی به شمار می‌آید.

۲-۴. قواعد ابزاری^{۱۲} و قواعد هدف‌گذاری^{۱۳}

بایستی میان قواعد ابزاری و قواعد هدف‌گذاری تمایز قائل شد. قواعد ابزاری بیانگر شیوه تعیین متغیرهای ابزاری قابل کنترل در واکنش به شرایط اقتصادی است. به عنوان مثال مشهوری از این قاعده می‌توان به

هدف‌گذاری تورم منعطف، کنترل نوسانات نرخ تورم حول نرخ هدف و همچنین نوسانات تولید حول مقدار طبیعی یا کم‌کردن شکاف تولید مدنظر است

هدف‌گذاری تورم چارچوبی برای هدایت سیاست پولی است که در آن تصمیمات سیاستی، براساس مقایسه تورم آتی مورد انتظار با هدف اعلام‌شده برای تورم، اتخاذ می‌گردد

و هنگامی که منحنی LM پرنوسان‌تر باشد، نرخ بهره ابزار سیاستی بهینه است.

• فریدمن^۶ (۱۹۷۵)، مک کالوم و هوئن^۷ (۱۹۸۳) و بناوی و فروین^۸ (۱۹۸۳) بیان کردند در حالتی که واریانس اختلال مخارج واقعی کمتر از اختلال‌های بخش مالی باشد، نرخ بهره ابزار مناسب‌تری در مقایسه با کل‌های پولی است.

• آتکسون، کیهو و چاری^۹ (۲۰۰۷) پیشنهاد کردند که در اقتصادهای با بازارهای مالی توسعه‌یافته، نرخ بهره و بعد از آن، نرخ ارز بهترین ابزارهای سیاست پولی به شمار می‌آیند.

۲-۲. معیارهای انتخاب ابزار سیاست پولی

اتکسون، کیهو و چاری بیان کردند با فرض قابل کنترل بودن ابزارهای سیاستی، انتخاب ابزار به عوامل زیر بستگی دارد:

– **التزام عملی به سیاست:** آیا سیاستگذار پولی می‌تواند به سیاست پولی اتخاذشده در آینده ملتزم باشد؟

– **چسبان بودن:**^{۱۰} طبق تعریف، یک ابزار سیاستی چسبان‌تر از ابزار دیگر است اگر ارتباط تنگاتنگ قوی‌تری با متغیر مورد نظری که می‌خواهد تحت تأثیر قرار دهد (در مقایسه با دیگر ابزارها) داشته باشد. علی‌القاعده، چسبان بودن یکی از ویژگی‌های مطلوب ابزار سیاست پولی است. به طور مثال، اگر نرخ رشد حجم پول رابطه نزدیک‌تری با تورم (در مقایسه با نرخ بهره و یا نرخ ارز) داشته باشد، برای کنترل تورم آن ابزار چسبان‌تر است.

– **شفافیت:** یکی دیگر از معیارهای مهم در انتخاب ابزار سیاست پولی، شفافیت ابزار است. بنا به تعریف آن ابزاری شفاف‌تر است که بتواند اقدامات سیاستگذار پولی را بهتر و سریع‌تر برای عموم آشکار سازد. شفافیت در شرایطی که سیاستگذار به اجرای سیاست‌ها در آینده ملتزم نیست ارزش بیشتری دارد. به طور کلی قیمت‌ها به نسبت مقادیر، ابزارهای سیاستی شفاف‌تری به شمار می‌آیند و در همین راستا نرخ ارز

قاعده تیلور^{۱۴} (۱۹۹۳) اشاره کرد. تعریف قواعد هدف‌گذاری تا اندازه‌ای پیچیده است. از زمان معرفی این قاعده توسط اسونسون^{۱۵} (۱۹۹۷) این مفهوم دچار تغییراتی شده است. قاعده هدف‌گذاری عمومی^{۱۶}، تصریح تابع هدف بانک مرکزی است در حالی که قاعده هدف‌گذاری مشخص^{۱۷}، یک شرط بهینه‌سازی است که از یک تابع هدف به همراه یک مدل خاص برای اقتصاد استخراج می‌شود. بنابراین یک قاعده هدف‌گذاری مشخص، شرطی را تعیین می‌کند که متغیرهای هدف بانک مرکزی را محقق کند. اسونسون (۲۰۰۳) بیان کرد که در سیاست‌گذاری پولی، قواعد هدف‌گذاری خاص مانند شرایط بهینه‌سازی مرتبه اول برای یک تابع هدف خاص، نسبت به قواعد ابزاری برتری دارند. مک کالوم و نلسون^{۱۸} (۲۰۰۵) مطرح کردند که روش یکتایی برای تحلیل قاعده سیاست پولی وجود ندارد به طوری که در برخی شرایط، قواعد هدف‌گذاری و در شرایط دیگر، قواعد ابزاری مناسب‌اند.

۲-۵. هدف‌گذاری تورم و بحران مالی سال‌های ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۰

اگرچه سیاست هدف‌گذاری تورم در کنترل و مهار تورم نسبتاً مؤثر بود اما این سیاست، نتوانست ثبات مالی را به همراه داشته باشد. بحران مالی جهانی همچنین باعث ارزیابی مجدد از رابطه بین سیاست پولی و سیاست‌های با هدف ثبات مالی شده است. به خصوص، پرسشی مطرح می‌شود که آیا سیاست پولی باید مستقیماً به ریسک‌های بالقوه مرتبط با ثبات مالی - از قبیل افزایش شدید اعتبار، قیمت املاک یا ارزش بازار سهام - واکنش نشان دهد، یا فقط به ریسک‌هایی که بر چشم‌انداز تورم و رشد تأثیر می‌گذارند؟

در نظام هدف‌گذاری تورم به منظور در نظر گرفتن سیاست‌های احتیاطی برای جلوگیری از وقوع بحران دو روش مطرح می‌شود:

- در نظر گرفتن رشد اعتبار و قیمت دارایی‌ها به عنوان هدف و وارد کردن آنها به طور ضمنی و یا به طور صریح در کنار شکاف تولید و تورم در تابع هدف سیاست پولی
- وضع مقررات احتیاطی در سطح بانک‌ها به عنوان بخشی از سیاست ثبات مالی.

۲-۶. بحران مالی و کارایی ابزار نرخ بهره سیاستی

در نظام هدف‌گذاری تورم، کارایی ابزار نرخ بهره سیاستی برای برقراری ثبات مالی اندک است به نحوی که اتکای بیش از اندازه بر نرخ بهره به منظور جلوگیری از افزایش شدید اعتبارات، قیمت دارایی‌ها (مسکن) و سفته‌بازی، تأثیر معکوس نسبتاً قوی بر شکاف تولید و همچنین اشتغال

خواهد گذاشت.

۲-۷. تفاوت سیاست ثبات مالی و سیاست پولی

از آنجا که اهداف سیاست پولی و سیاست ثبات مالی متفاوت‌اند و هر یک نیازمند ابزارهای مناسبی هستند، بایستی میان آنها تمایز قائل شد. هدف سیاست پولی، ثبات قیمت‌ها و هدف سیاست ثبات مالی، نظارت و تنظیم واسطه‌گری مالی به منظور جلوگیری از ایجاد اعتبار بیش از اندازه است. هرچند، تمایز میان این دو سیاست، بر عدم وجود تعامل میان آنها دلالت نمی‌کند. سیاست پولی از طریق نرخ‌های بهره، بر قیمت دارایی‌ها اثر می‌گذارد و می‌تواند باعث ایجاد حباب‌های قیمتی شود. همچنین سیاست ثبات مالی مستقیماً در سطح خرد و کلان، شرایط مالی را تحت تأثیر قرار می‌دهد که به موجب آن، سازوکار انتقال سیاست پولی تحت تأثیر قرار خواهد گرفت. اخیراً بیشتر بانک‌های مرکزی در قبال هر دو سیاست پولی و ثبات مالی مسئول هستند.

۳-۱. سیستم‌های مبتنی بر نرخ بهره در بازارهای مالی ناقص

۳-۱. انتخاب ابزار مناسب در بازارهای مالی ضعیف و ناکامل

در اقتصادهای در حال توسعه با عملکرد ضعیف و نامناسب بازارهای مالی، نرخ بهره ابزار مؤثر و مناسبی نیست. در این حالت، ابزار سیاستی بایستی از میان کل‌های پولی (رشد) یا نرخ ارز انتخاب شود که بر اساس مطالعه اتکسون، کیهو و چاری (۲۰۰۷)، نرخ ارز، به دلیل شفافیت، ابزار بهتری است.

۳-۲. مشکلات انتخاب نرخ ارز به عنوان ابزار سیاست پولی

بدون وجود انضباط مالی و پولی، هدف‌گذاری نرخ ارز ممکن نیست. مخصوصاً در حالتی که نرخ تورم داخلی پایین نباشد، تثبیت نرخ ارز باعث کاهش رقابت‌پذیری کالاهای قابل مبادله می‌شود. در کشورهای

بدون وجود انضباط مالی و پولی، هدف‌گذاری نرخ ارز ممکن نیست، مخصوصاً در حالتی که نرخ تورم داخلی پایین نباشد، تثبیت نرخ ارز باعث کاهش رقابت‌پذیری کالاهای قابل مبادله می‌شود



از دو طریق بر ثبات تولید و قیمت اثر خواهد گذاشت: از یک طرف، ثبات نرخ واقعی ارز در تقاضای کل ثبات ایجاد خواهد کرد و از طرف دیگر، نرخ واقعی ارز از طریق بخش عرضه بر سطح قیمت‌ها اثر خواهد گذاشت، چون نرخ ارز اسمی از طریق هزینه کالاهای واسطه وارداتی بر قیمت‌ها تأثیر خواهد داشت. به عبارتی دورنبوش معتقد بود پیروی از قاعده نرخ ارز واقعی در تولید، ثبات ایجاد خواهد کرد.

۳-۴. هدف‌گذاری تورم در مقایسه با هدف‌گذاری نرخ ارز
نظام هدف‌گذاری تورم در مقایسه با هدف‌گذاری نرخ ارز، در بین کشورهای مختلف نتایج متفاوتی از ثبات اقتصادی را به همراه داشته است. برخی از مطالعات بیان می‌کنند که در اقتصادهای کوچک و باز، هدف‌گذاری تورم در مقایسه با هدف‌گذاری نرخ ارز، در هنگام وقوع شوک‌های واقعی ممکن است با ثبات تولید کمتری همراه باشد، در حالی که در هنگام بروز شوک‌های اسمی، در نظام هدف‌گذاری تورم، تولید از ثبات بیشتری برخوردار است.

۴. ابزارهای سیاست پولی غیرربوی

اساس بانکداری اسلامی بر سهم‌بری و مشارکت در سود و زیان است. به همین دلیل، در اقتصاد اسلامی، تعیین نرخ بهره ثابت برای سپرده‌ها و همچنین تسهیلات، جایز نیست. از طرف دیگر بین اهداف سیاست پولی در اقتصاد اسلامی و اقتصادهای متعارف نقاط مشترک بسیاری وجود دارد و اهداف سیاست پولی در اقتصاد متعارف مورد قبول نظام‌های اسلامی نیز هست.

۴-۱. استفاده از ابزارهای مرسوم سیاست پولی در یک سیستم غیرربوی

برخی ابزارهای سیاست پولی متعارف از جمله ذخیره قانونی، سقف‌های

صادرکننده نفت، به منظور افزایش درآمد ریالی نفت، دولت مبادرت به افزایش نرخ ارز می‌نماید و بنابراین ثبات قیمت‌ها و ملاحظات درآمدی در تضاد با یکدیگر قرار می‌گیرند. همچنین، تحت رژیم‌های ارزی ثابت یا مدیریت‌شده، بانک مرکزی مجبور به خرید یا فروش پول خارجی است به نحوی که پایه پولی همانند عملیات بازار باز دستخوش تغییر می‌شود. بنابراین تحت این رژیم‌های ارزی، اجرای سیاست پولی مستقل توسط بانک مرکزی ممکن نیست.

۳-۳. هدف‌گذاری نرخ ارز حقیقی

یک سیاست مناسب در این حالت می‌تواند هدف‌گذاری نرخ ارز حقیقی^{۱۹} باشد. در این نظام، مقامات پولی با توجه به تفاوت بین تورم داخلی و جهانی، نرخ ارز اسمی را تعدیل می‌کنند تا نرخ واقعی ارز بدون تغییر باقی بماند. به این ترتیب مثلاً با افزایش ۱۰ درصدی تورم داخلی، ارزش پول داخلی به همین میزان کاهش می‌یابد به نحوی که نرخ ارز واقعی بدون تغییر باقی می‌ماند و در نتیجه رقابت‌پذیری بخش کالاهای تجاری حفظ می‌شود. این در حالی است که در این چارچوب سیاستی، عرضه پول و نرخ ارز، درون‌زا می‌شوند، به نحوی که تورم داخلی بر نرخ ارز اسمی تأثیرگذار است. بنابراین کشوری که این چارچوب را اتخاذ می‌کند، قادر به استفاده از عرضه پول و نرخ ارز اسمی به عنوان لنگرهای اسمی نیست.

دورنبوش^{۲۰} (۱۹۸۲) معتقد بود که هدف‌گذاری نرخ واقعی ارز

در اقتصادهای در حال توسعه با عملکرد ضعیف و نامناسب بازارهای مالی، نرخ بهره ابزار مؤثر و مناسبی نیست

همکاری اقتصادی و توسعه^{۲۳} به اجرا درآمده است، در کشورهایی که خواهان به‌کارگیری ابزارهای غیربهره‌ای هستند، قابل اجرا نیست. از جمله موانع مهم می‌توان به توسعه‌نیافتگی بازار اوراق غیربهره‌ای، وابستگی سیاست پولی به سیاست مالی و ساختارهای حاکمیتی نامناسب اشاره کرد. این در حالی است که تعدادی از کشورها در مسیر نوآوری در اوراق مالی غیربهره‌ای موفق بوده‌اند.

پی‌نوشت‌ها:

۱- گزارش سخنرانی دکتر سید احمدرضا جلالی نائینی در همایش «تجربه سیاست‌گذاری پولی در کشورهای اسلامی» پژوهشکده پولی و بانکی، دی‌ماه ۱۳۸۹.

- 2 - Islamic Research and Training Institute (IRTI)
- 3 - Incomplete Financial Markets
- 4 - Monetary Aggregate
- 5 - Poole
- 6 - Friedman
- 7 - McCallum and Hoehn
- 8 - Benavie and Froyen
- 9 - Atkeson, Kehoe and Chari
- 10 - Tightness
- 11 - Flexible Inflation Targeting
- 12 - Instrument Rules
- 13 - Targeting Rules
- 14 - Taylor Rule
- 15 - Svensson
- 16 - General Targeting Rules
- 17 - Specific Targeting Rules
- 18 - Nelson
- 19 - Real Exchange Targeting
- 20 - Dornbousch
- 21 - Moral Suasion
- 22 - Operating Target
- 23 - Organization for Economic Co-operation and Development

اعتباری، استقراض از بانک مرکزی و ترغیب اخلاقی^{۲۱} می‌توانند در حوزه بانکداری اسلامی نیز به منظور کنترل نرخ رشد حجم پول مورد استفاده قرار گیرند. همچنین در سیستم غیربهره‌ای، عملیات بازار باز به منظور مدیریت نقدینگی و کنترل عرضه پول می‌تواند از طریق اوراق بهادار سازگار با شریعت اسلام از جمله اوراق مشارکت اسلامی و صکوک اجاره‌ای به کار رود. البته استفاده از عملیات بازار باز در ایران، نیازمند بازار صکوک پیشرفته‌تری در مقایسه با وضع موجود در کشور است.

۲-۴. انتخاب ابزار سیاست پولی در سیستم غیربهره‌ای در شرایط وجود بازار صکوک ضعیف

پول (۱۹۷۰) بیان می‌کند که از بین ابزارهای سیاستی نرخ ارز و نرخ رشد پول، ابزاری که خاصیت ضدتورمی بیشتری دارد مرجح است. داده‌های تجربی برای ایران نشان‌دهنده ارتباط مثبت قوی میان حجم پول و تورم و همچنین اثر کوتاه‌مدت نسبتاً محدود پول بر تولید است. از طرف دیگر، ملاحظات مالی تعیین‌کننده اصلی میزان عرضه پول است. بنابراین در شرایط موجود، ابزاری بایستی مورد استفاده قرار گیرد که خاصیت ضد تورمی داشته باشد.

۳-۴. هدف‌گذاری تورم بر اساس نرخ ارز

در هدف‌گذاری تورم بر اساس نرخ ارز، اجرای سیاست پولی بر نرخ ارز متمرکز است. در این رژیم به منظور پایین نگه‌داشتن تورم، نرخ ارز موزون (بر اساس وزن شرکای عمده تجاری) در داخل یک محدوده هدف، توسط سیاستگذاران پولی مدیریت می‌شود. سیاستگذاران پولی مداخلاتی را به منظور حفظ نرخ ارز در داخل محدوده تعیین‌شده انجام می‌دهند. بر خلاف رژیم‌های دیگر، در این چارچوب نرخ بهره به عنوان هدف عملیاتی^{۲۲} مورد استفاده قرار نمی‌گیرد و نرخ ارز می‌تواند، به جای نرخ بهره، به عنوان ابزار سیاست پولی مورد استفاده قرار گیرد. همچنین به طور طبیعی شفافیت در هدف‌گذاری تورم بر اساس نرخ ارز نسبت به رژیم‌های دیگر کمتر است. اقتصادهایی که نظام هدف‌گذاری تورم بر اساس نرخ ارز را اتخاذ می‌کنند، اقتصادهای باز هستند و نرخ ارز در سازوکار انتقال سیاست پولی نقش مهمی را بر عهده دارد. زلاندنو و سنگاپور از جمله کشورهایی هستند که نظام هدف‌گذاری تورم بر اساس نرخ ارز را اتخاذ کرده‌اند.

۴-۴. اجرای هدف‌گذاری تورم با استفاده از ابزارهای غیربهره‌ای

هدف‌گذاری تورم که در تعداد بسیاری از کشورهای عضو سازمان