

استهداف التضخم يبلغ عامه العشرين

سكوت روجر
Scott Roger

عقدين مضيا، اعتمدت نيوزيلندا نهجا جديدا إزاء السياسة النقدية، مبنيا على تحقيق هدف محدد للتضخم. وما جعل هذا النهج جديدا هو الالتزام العام الصريح بالسيطرة على التضخم كهدف أولي للسياسات، والتركيز على شفافية السياسات والمساءلة.

واليوم يتبع ٢٦ بلدا إستراتيجية استهداف التضخم، نصفها تقريبا من اقتصادات الأسواق الصاعدة أو الاقتصادات منخفضة الدخل (راجع الجدول). وعلاوة على ذلك، فقد تبني عدد من البنوك المركزية في اقتصادات أكثر تقدما - منها البنك المركزي الأوروبي، والاحتياطي الفيدرالي الأمريكي، وبنك اليابان المركزي، والبنك الأهلي السويسري - كثيرا من العناصر الرئيسية لاستهداف التضخم، والعديد من البنوك الأخرى في طريقها إلى التحرك نحو هذه السياسة.

ويبحث هذا المقال الكيفية التي سار بها أداء البنوك التي استهدفت التضخم على مدى الأعوام العشرين المنصرمة - بما فيها

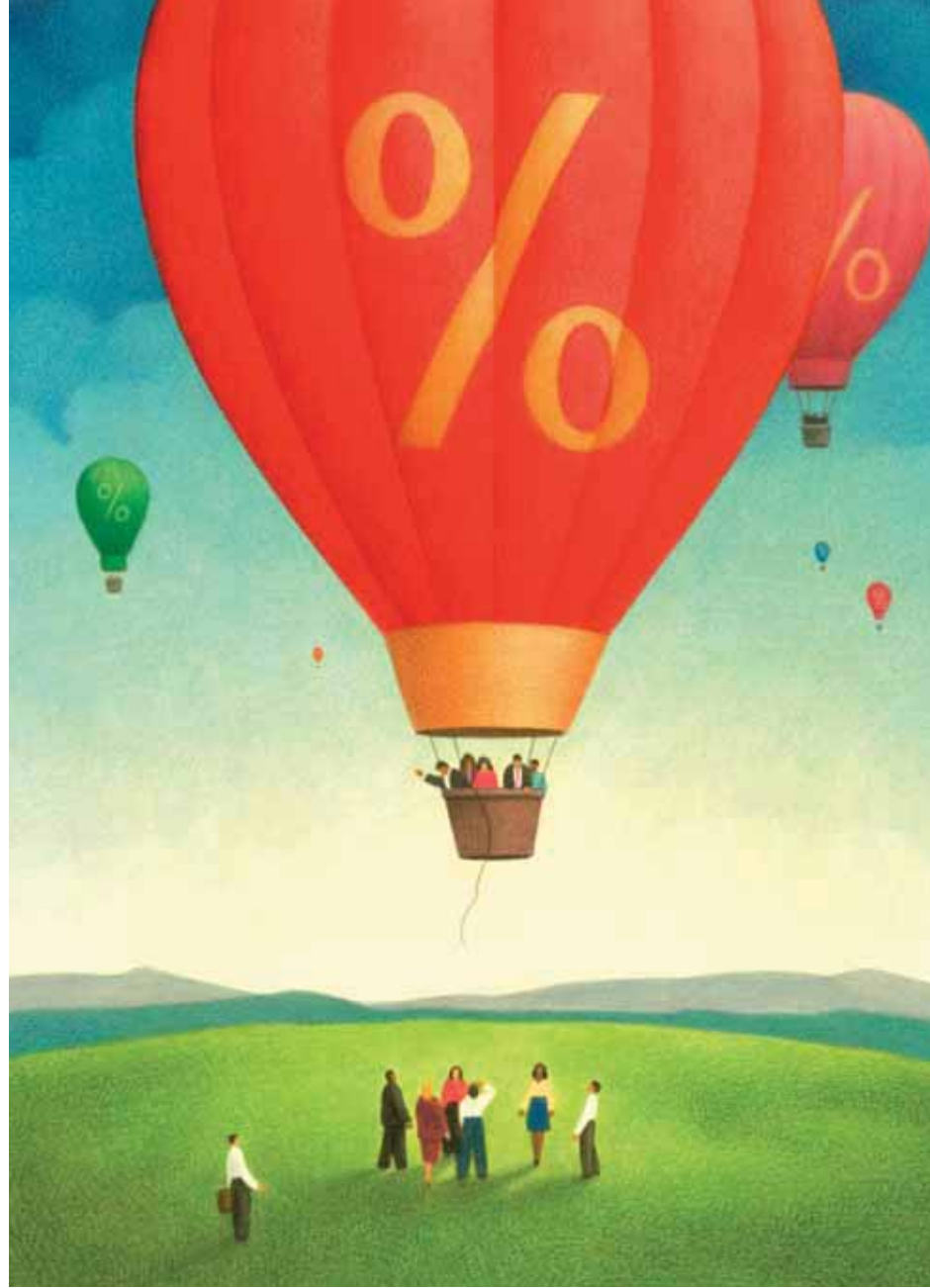
صدمات الأسعار السلعية في الفترة بين عامي ٢٠٠٦ و٢٠٠٨، والأزمة المالية العالمية التي بدأت في عام ٢٠٠٧ - كما يسلط المقال الضوء أيضا على بعض القضايا ذات الأهمية الخاصة التي يحتمل أن يواجهها مستهدفو التضخم خلال الأعوام القليلة القادمة.

إطار استهداف التضخم

بادئ ذي بدء، تضمن إطار استهداف التضخم أربعة عناصر رئيسية (دراستي Mishkin, 2004؛ وHeenan, Peter, and Roger, 2006)، هي كالتالي:

- تفويض صريح للبنك المركزي لمراقبة استقرار الأسعار كهدف أولي للسياسة النقدية، ودرجة عالية من الاستقلال الذاتي التشغيلي؛
- أهداف كمية صريحة للتضخم؛
- مساءلة البنك المركزي عن الأداء في تحقيق هدف التضخم، وبالأساس من خلال اشتراطات ذات شفافية عالية لإستراتيجية السياسات وتنفيذها؛

• نهج للسياسات قائم على تقييم استشرافي للضغوط التضخمية، مع الأخذ في الحسبان نسق واسع من المعلومات. وتعكس هذه العناصر كلا من النظرية والتجربة التي توجي بأن البنوك المركزية لا يمكنها أن تتابع وتحقق باتساق أهداف متعددة، كخفض التضخم والبطالة، باستخدام وسيلة أساسية واحدة - هي سعر الفائدة الذي تحدده السياسات (مثل سعر الأموال الفيدرالية في الولايات المتحدة أو السعر المصرفي في المملكة المتحدة). وتدرك هذه العناصر أيضا أن السياسة النقدية يمكنها على المدى الطويل أن تؤثر في المتغيرات الاسمية وليس المتغيرات الحقيقية (التي تتعدل وفقا للتضخم)؛ وأن ارتفاع التضخم يضر بالنمو

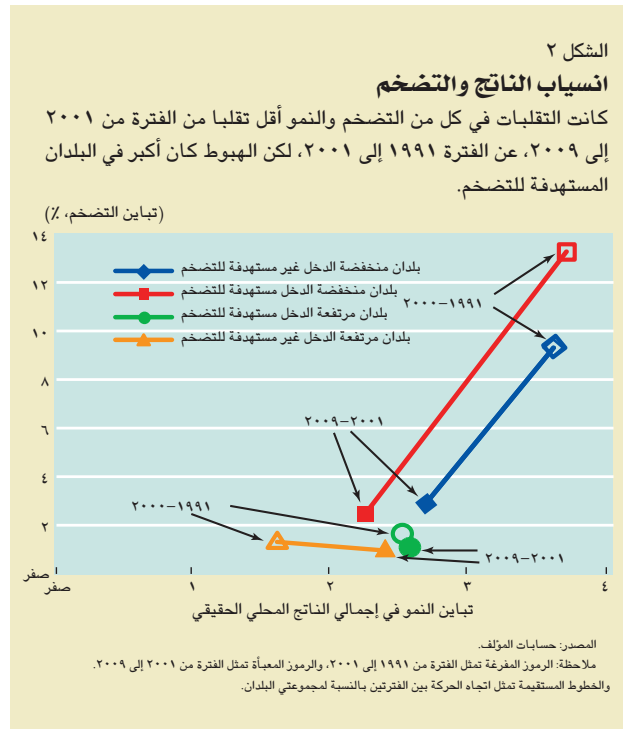
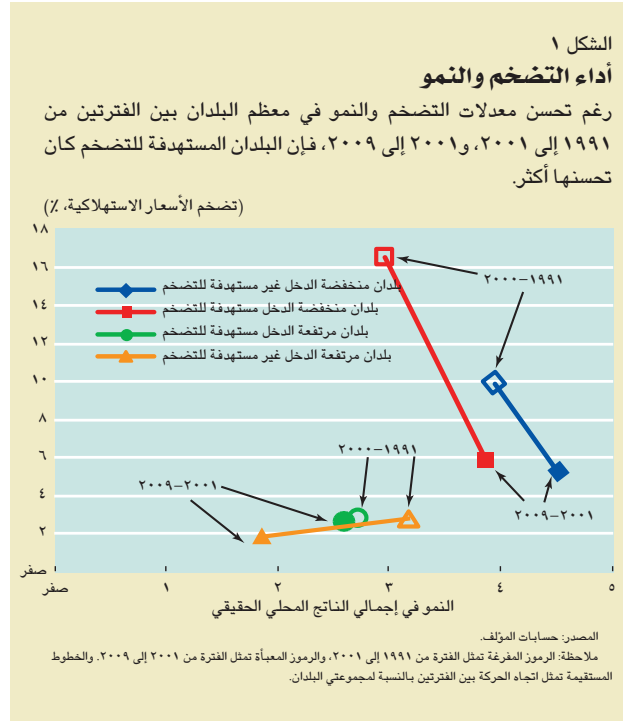


هناك عدد متزايد من البلدان يحدد بنجاح - معدلا للتضخم يجعله هدفا أساسيا للسياسة النقدية

المدى المتوسط، وهذا يتوقف - بصورة جزئية على الأقل - على سجل أدائه بشأن السيطرة المستمرة على التضخم.

ماذا عن البدائل؟

من الطبيعي أن نتساءل عما إذا كان أداء الاقتصاد الكلي في ظل استهداف التضخم جيدا بقدر ما كان أم أفضل منه في ظل نهج السياسات البديلة، كاستهداف النمو



والتوزيع العادل للدخل، وأن التوقعات وقدر المصادقية تؤثران تأثيرا كبيرا في مدى فعالية السياسة النقدية.

ومن خلال التجربة، ومع تبني الاقتصادات الصاعدة في السوق لإطار استهداف التضخم، صارت هذه السياسة تتطور على جانبيين لها أهمية خاصة. أولهما، حدوث زيادة طردية في شفافية السياسات والاتصالات باعتبارها وسائل رئيسية للمساءلة الجماهيرية التي تشكل ركيزة الاستقلال التشغيلي للبنوك المركزية، وتساعد على تثبيت توقعات التضخم. وتشمل الوسائل الرئيسية التي تحقق بها البنوك المركزية أهدافها، التقارير عن التضخم أو السياسة النقدية التي تصدر ما بين مرتين إلى أربع مرات في السنة، والبيانات العامة عقب الاجتماعات المتعلقة بالسياسات، وأحيانا نشر محاضر اجتماعات صانعي السياسات. ويقوم كبار مسؤولي البنوك المركزية بالإدلاء بشهاداتهم أمام المجالس التشريعية. وعموما، فقد تزايد نشاط البنوك المركزية في طائفة أوسع كثيرا من أنشطة الاتصال الجماهيري عما كان في الماضي.

ثانيهما، أن البنوك المركزية دأبت على وجه العموم على اعتماد شكل مرن من استهداف التضخم. وبدلا من التركيز على تحقيق هدف تخفيض التضخم في جميع الأوقات، ركز هذا النهج على تحقيق الهدف على المدى المتوسط - في المعتاد على مدى ثلاثة أعوام. ويسمح هذا للسياسة بالتصدي لأهداف أخرى - أهمها تيسير الناتج - على المدى القصير. ومع ذلك، فإن قدرة البنك المركزي على التحلي بالمرونة تتوقف على المحافظة على الربط الجيد لتوقعات التضخم على

البلدان المستهدفة للتضخم

هناك ٢٦ بلدا تستخدم إستراتيجية استهداف التضخم، وتثبت مؤشر أسعار المستهلكين. باعتبارها هدفها من السياسة النقدية. وقد اعتمدت ثلاثة بلدان - هي فنلندا وسلوفاكيا وإسبانيا إستراتيجية استهداف التضخم ولكنها تخلت عنها عندما بدأت تستخدم اليورو عملة لها.

البلد	تاريخ اعتماد إستراتيجية استهداف التضخم	معدل التضخم في تاريخ اعتماد الإستراتيجية	متوسط معدل التضخم في ٢٠٠٩	معدل استهداف التضخم
نيوزيلندا	١٩٩٠	٣,٣	٠,٨	٣ - ١
كندا	١٩٩١	٦,٩	٠,٣	١ -/+ ٢
المملكة المتحدة	١٩٩٢	٤,٠	٢,٢	١ -/+ ٢
السويد	١٩٩٣	١,٨	٠,٣	١ -/+ ٢
أستراليا	١٩٩٣	٢,٠	١,٩	٣ - ٢
الجمهورية التشيكية	١٩٩٧	٦,٨	١,٠	١ -/+ ٣
إسرائيل	١٩٩٧	٨,١	٣,٢	١ -/+ ٢
بولندا	١٩٩٨	١٠,٦	٣,٨	١ -/+ ٢,٥
البرازيل	١٩٩٩	٣,٣	٤,٩	٢ -/+ ٤,٥
تشيلي	١٩٩٩	٣,٢	١,٥	١ -/+ ٣
كولومبيا	١٩٩٩	٩,٣	٤,٢	٤ - ٢
جنوب أفريقيا	٢٠٠٠	٢,٦	٧,١	٦ - ٣
تايلند	٢٠٠٠	٠,٨	٠,٩	٣ - ٠,٥
كوريا	٢٠٠١	٢,٩	٢,٨	١ -/+ ٣
المكسيك	٢٠٠١	٩,٠	٥,٣	١ -/+ ٣
أيسلندا	٢٠٠١	٤,١	١٢,٠	١,٥ -/+ ٢,٥
النرويج	٢٠٠١	٣,٦	٢,٢	١ -/+ ٢,٥
هنغاريا	٢٠٠١	١٠,٨	٤,٢	١ -/+ ٣
بيرو	٢٠٠٢	٠,١	٢,٩	١ -/+ ٢
الفلبين	٢٠٠٢	٤,٥	١,٦	١ -/+ ٤,٥
غواتيمالا	٢٠٠٥	٩,٢	١,٨	١ -/+ ٥
إندونيسيا	٢٠٠٥	٧,٤	٤,٦	٦ - ٤
رومانيا	٢٠٠٥	٩,٣	٥,٦	١ -/+ ٣,٥
تركيا	٢٠٠٦	٧,٧	٦,٣	١ -/+ ٦,٥
صربيا	٢٠٠٦	١٠,٨	٧,٨	٨ - ٤
غانا	٢٠٠٧	١٠,٥	١٩,٣	١ -/+ ١٤,٥

المصدر: إعداد المؤلف.

ويبدو أن البلدان المستهدفة للتضخم قد أبلت بلاء أفضل من غيرها في التقليل إلى أدنى حد من الوقوع التضخمي الذي أحدثته الفورة في أسعار السلع في عام ٢٠٠٧ (دراسة Habermeiera and others, 2009). فقد أدت صدمة الأسعار إلى ارتفاع في التضخم وانخفاض في النمو في معظم البلدان خلال الفترة من عام ٢٠٠٦ إلى ٢٠٠٨. بيد أنه من بين الاقتصادات منخفضة الدخل، فقد تعرضت البلدان غير المستهدفة للتضخم لزيادات أكبر في التضخم مما شهدته البلدان المستهدفة له، ورغم هبوط معدلات النمو في ناتجها المحلي الإجمالي بمقادير مماثلة. ومن بين الاقتصادات مرتفعة الدخل، شهدت البلدان المستهدفة للتضخم انخفاضا أقل في النمو مما شهدته البلدان غير المستهدفة للتضخم وزيادة أقل بصورة طفيفة في التضخم.

وتتسق هذه النتائج مع الفكرة القائلة بأن توقعات التضخم مترسخة بصورة أفضل في البلدان التي تنتهج استهداف التضخم، وأن السلطات في تلك البلدان تضع تركيزا أكبر على الحيلولة دون جموح التضخم. ولكن الأمر سوف يحتاج إلى تحليل أكثر تفصيلا لفك الاشتباك بين هذه التأثيرات عن غيرها من المؤثرات على النمو والتضخم قبل أن يمكن التوصل إلى أية استنتاجات راسخة.

لا تزال الأزمة المالية العالمية، التي بدأت في منتصف عام ٢٠٠٧، تتكشف حتى الآن، لذلك فإنه من السابق لأوانه الحكم على إذا ما كانت البلدان المستهدفة للتضخم قد تصدت بصورة أفضل لأسوأ تدهور اقتصادي ومالي منذ الكساد الكبير. والأكد أن عدة بلدان مستهدفة للتضخم كانت من بين البلدان التي ضربتها الأزمة بأشد ما يكون، وبعضها دخل ضمن البرامج المدعومة من صندوق النقد الدولي - ومنها هنغاريا، وأيسلندا، ورومانيا، وصربيا.

ورغم ذلك، فليس من الواضح أن استهداف التضخم جعل هذه البلدان أكثر قابلية للتأثر بالأزمات، أم أن ما تعرضت له من تدهور أشد مما حدث في بلدان مماثلة تنتهج نهجا أخرى في سياساتها.

وتوحي تنبؤات الاقتصاد الكلي بأن التأثير السلبي للأزمة المالية قد يكون أقل على الاقتصادات المستهدفة للتضخم (راجع الشكل ٣). فوفقا لتنبؤات (Consensus Economics) في يناير ٢٠١٠، كان المتوقع انخفاض متوسط

النقدي، أو ربط أسعار الصرف، أو الأطر «الانتقائية» متعددة الأهداف. ونظرا لصعوبة المقارنة المباشرة بين أداء بلد ما في ظل نظامين مختلفين من السياسات خلال الفترة ذاتها، فإن المقارنات ينبغي أن تعقد بين بلدان مماثلة ذات نهج متباينة.

والشكلان ١ و ٢ يوردان مقارنتين بين أداء التضخم والنتائج في بلدان تستهدف التضخم قبل وبعد اعتمادها إستراتيجية استهداف التضخم، وبين بلدان لا تستهدف التضخم خلال الفترة ذاتها. وبالنسبة للبلدان التي تستهدف التضخم، كان التاريخ الوسيط لاعتماد إستراتيجية استهداف التضخم هو بداية عام ٢٠٠١، لذلك فإن فترتي المقارنة بالنسبة للبلدان غير المستهدفة للتضخم حددت بالفترة من عام ١٩٩١ إلى عام ٢٠٠٠ والفترة من عام ٢٠٠١ إلى ٢٠٠٩. وثبتت الأدلة ما يلي:

- تعرضت كل من الاقتصادات منخفضة الدخل المستهدفة للتضخم وغير المستهدفة له لانخفاضات كبرى في معدلات التضخم وتحسينات في متوسط معدل النمو. ورغم أن البلدان غير المستهدفة للتضخم ظلت تتمتع بتضخم أقل ونمو أعلى من البلدان المستهدفة للتضخم، فإن البلدان التي اعتمدت إستراتيجية استهداف التضخم شهدت تحسينات أكثر في الأداء.

- تعرضت كل من الاقتصادات منخفضة الدخل المستهدفة للتضخم وتلك غير المستهدفة له، أيضا لانخفاضات كبيرة في قلب التضخم والناتج، مع تحقيق البلدان التي اعتمدت نهج استهداف التضخم كالمعتاد انخفاضات أكبر، خاصة في قلب التضخم.

- من بين الاقتصادات مرتفعة الدخل، شهدت البلدان المستهدفة للتضخم تغييرا ضئيلا في الأداء في المتوسط فيما بين الفترتين، بينما شهدت البلدان غير المستهدفة للتضخم كالمعتاد هبوطا في النمو. وبالمثل شهدت البلدان المستهدفة للتضخم تغييرا ضئيلا في قلب الناتج أو التضخم فيما بين الفترتين، لكن البلدان غير المستهدفة للتضخم شهدت قلبا أكبر في الناتج.

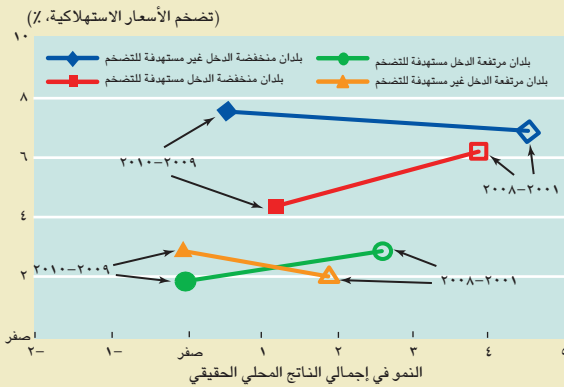
وبالطبع، قد لا يقدم اعتماد إستراتيجية استهداف التضخم تفسيرًا كاملا لما حدث من تحسن في الأداء النسبي، حيث إن بلدانا كثيرة تنتهج إستراتيجية استهداف التضخم فعلت ذلك كجزء من إصلاحات أوسع نطاقا في الهياكل والسياسات. ومع ذلك، فإن الدراسات الأكثر تفصيلا توحي بصورة عامة أيضا أنه عند مقارنة اقتصادات سوق صاعدة مماثلة بخلاف ذلك على مدار الفترتين ذاتهما، فقد حققت التغييرات الاقتصادية للاقتصاد الكلي كالتضخم والناتج أداء أفضل في البلدان التي اعتمدت إستراتيجية استهداف التضخم بالمقارنة إلى البلدان التي لم تنتهج هذه السياسة، فعلى سبيل المثال، توصلت دراسة نشرت في تقرير صندوق النقد الدولي: آفاق اقتصادية عالمية في سبتمبر ٢٠٠٥ إلى أن اعتماد إستراتيجية استهداف التضخم ارتبط بتخفيض بنسبة ٤,٨ نقطة مئوية في متوسط التضخم بالنسبة لغيرها من النظم النقدية خلال الفترة من عام ١٩٩٠ إلى ٢٠٠٤. وقد ربط استهداف التضخم أيضا بتخفيض بنسبة ٣,٦ نقطة مئوية في قلب التضخم بالنسبة للإستراتيجيات الأخرى.

مرونة استهداف التضخم

من الأمور ذات الصلة الوثيقة بصفة خاصة، عقب التصاعد الحاد في أسعار السلع والصددمات المالية خلال الأعوام الثلاثة الماضية، هو ما إذا كان اتباع إستراتيجية استهداف التضخم أكثر مرونة إزاء الصدمات من غيرها من أطر السياسات الأخرى. وطوال معظم الفترة التي مضت منذ اعتماد إستراتيجية استهداف التضخم على نطاق واسع، كانت أحوال الاقتصاد الكلي حميدة بالمقارنة بالفترات السابقة. ونتيجة لذلك، كانت هناك شواهد محدودة على قدرة نهج استهداف التضخم على امتصاص الصدمات الكبرى.

الشكل ٣ صدي الأزمة المالية

توحي تنبؤات الاقتصاد الكلي بأن التأثير السلبي للأزمة المالية العالمية أقل على الاقتصادات المستهدفة للتضخم من غيرها من البلدان.



المصدر: Consensus Economics, Consensus Forecasts, January 2010.

ملاحظة: الرموز المرفوعة تمثل الفترة من ١٩٩١ إلى ٢٠٠١، والرموز المعبأة تمثل الفترة من ٢٠٠١ إلى ٢٠٠٩. والخطوط المستقيمة تمثل اتجاه الحركة بين الفترتين بالنسبة لمجموعتي البلدان.

النمو بالنسبة لجميع البلدان في ٢٠٠٩ - ٢٠١٠ بدرجة كبيرة عن متوسط النمو العادي الذي شهدته الفترة من ٢٠٠١ إلى ٢٠٠٨. ومع ذلك، فمن بين اقتصادات السوق الصاعدة، من المتوقع عموماً أن تتعرض البلدان غير المستهدفة للتضخم لتدهور أكبر مما تتعرض له البلدان المستهدفة في النمو بالنسبة لمتوسطات ما قبل الأزمة. أما من بين الاقتصادات مرتفعة الدخل، فالعكس هو المتوقع، مع حدوث تدهور في النمو بين البلدان المستهدفة للتضخم أكبر من البلدان غير المستهدفة له. وجميع البلدان المستهدفة للتضخم يتوقع أن تتعرض لانخفاض في التضخم. وعلى النقيض من ذلك، من المتوقع أن يتجاوز ارتفاع التضخم مستويات ما قبل الأزمة في البلدان غير المستهدفة للتضخم.

مستقبل استهداف التضخم

تشير الشواهد إلى جدوى استهداف التضخم في طائفة واسعة من البلدان والظروف. وفي هذا السياق، فإن ما أعرب عنه عديد من البنوك المركزية الكبرى من دواعي قلق إزاء الاقتراح الذي قدمه مؤخراً أوليفيه بلانشار، كبير الخبراء الاقتصاديين في صندوق النقد الدولي، برفع أهداف التضخم كوسيلة لمنح البنوك المركزية مساحة أكبر لتخفيض أسعار الفائدة في فترات الهبوط الاقتصادي الحاد إنما توحي بأن الملامح الرئيسية لاستهداف التضخم ستظل مصونة لا تمس. لكن الإطار مقدر له أن يتطور مع استلهام الدروس من تجربة استهداف التضخم، خاصة عندما يتم تطويعها لاحتياجات البلدان النامية. وهنا تبرز قضيتان على وجه الخصوص:

- بالنسبة لكثير من الاقتصادات المفتوحة التي اعتمدت أو تفكر في اعتماد إستراتيجية استهداف التضخم، هناك جدل حول الدور الملائم لسعر الصرف في إطار لاستهداف التضخم.
 - وبالنسبة لجميع البنوك المركزية، بما فيها تلك التي تستهدف التضخم يطرح التساؤل حول كيفية مواءمة مسؤولياتها وأهدافها بشأن السياسة النقدية مع مسؤوليتها عن تعزيز استقرار النظام المالي والمحافظة عليه.
- وظلت الحكمة التقليدية تقول بأن البنوك المركزية المستهدفة للتضخم ينبغي أن ترد على تحركات أسعار الصرف فقط في حدود ما يمس النظرة المستقبلية للتضخم والناتج - إذ أن انخفاض قيمة العملة، مثلاً، قد يقلل من أسعار الصادرات، مما يحفز الناتج، لكنه قد يؤدي في الوقت ذاته إلى تفاقم التضخم - بدلا من تخفيف التغيرات في سعر الصرف. ورغم ذلك، فإن التحليل الأحدث عهدا يوحي بأن الميل المنهجي ضد تحركات سعر الصرف قد يكون مطلوباً في بعض الظروف. فعلى سبيل المثال، في البلدان المثقلة بديون مرتفعة بالعملة الأجنبية، تحدث تحركات سعر الصرف آثاراً قوية في المراكز المالية لميزانيات المدينتين. لذلك، قد يسهم التخفيف من تحركات سعر الصرف في تثبيت الناتج والتضخم (دراسة Mora'n. and Winkelried, 2005؛ و Roger, Restrepo, and Garcia, 2009) ويتمثل التحدي أمام صانعي السياسات في ضمان استمرار تبعية سعر الصرف لهدف التضخم، وفي ألا يؤدي التخفيف من تحركات أسعار الصرف إلى تقويض مصداقية إطار استهداف التضخم.

وتفرض الأزمة المالية العالمية إعادة تقييم العلاقة بين السياسة النقدية والسياسات الرامية إلى تحقيق الاستقرار المالي. وهنا على وجه الخصوص، يثور سؤال مناظر للسؤال المتعلق بدور سعر الصرف: هل ينبغي أن تتصدى السياسة النقدية مباشرة للمخاطر المحتملة التي تهدد الاستقرار المالي - كالزيادة السريعة في الائتمان، أو أسعار العقارات، أو قيم سوق الأوراق المالية - أم تتصدى فقط في الحدود التي تمس فيها هذه المخاطر النظرة المستقبلية إلى التضخم والنمو؟ وقد سلطت الأزمة، في أدنى حدودها، الضوء على ضرورة إيلاء اهتمام أكبر للتفاعل بين الاقتصاد الحقيقي والسلع والخدمات، والاقتصاد المالي. فنماذج الاقتصاد الكلي التي تستخدمها البنوك المركزية والمعروفة باسم «منصة العمل»

في تحليل السياسة النقدية ووضع التنبؤات، تفتقر إلى تمثيل أساسي للقطاع المالي، وتحديد أسعار الأصول الرئيسية كأسعار الأوراق المالية والعقارات، والتفاعل بين سلوك القطاع المالي والقطاع العائلي وقطاع الشركات. ولا تأخذ هذه النماذج في حسابها التفاعلات داخل القطاع المالي. ولن يكون إصلاح هذه السلبيات سهلاً، لكنه سوف يكون مهماً لو تم إدماج التطورات المالية بصورة أفضل ضمن تحليل السياسات والتنبؤات.

وثمة قضية رئيسية هي ما إذا كان ينبغي للبنوك المركزية أن تستخدم السياسة النقدية، بالإضافة إلى سياسات الحیطة والحذر، في التصدي بصورة مباشرة ومنهجية لمؤثرات الاستقرار المالي كأسعار المساكن. وكما هو الحال في تصديها لتحركات أسعار الصرف، قد يكون ذلك مفيداً في بعض الظروف وليس في غيرها، وبإضافة ذلك إلى أهداف البنوك المركزية، فإن هذا قد يقوض مصداقية التزامها باستهداف التضخم. والبحث في هذا المجال مطلوب، بما في ذلك تحديد المؤثرات المالية الملائمة الواجب وضعها في الحساب، وكيف ينبغي للبنوك المركزية أن تتصدى لها.

وثمة احتمال آخر هو مد أفق استهداف التضخم بحيث يأخذ في الاعتبار مخاطر التضخم على المدى الأبعد، المتصلة بدورات أسعار الأصول (دراسة Borio and Lowe, 2002). ومن مزايا هذا النهج أنه أقل ميكانيكية من التصدي مباشرة لمؤثر أسعار الأصول أو غيره من مؤثرات الاستقرار المالي. بيد أنه ما زالت هناك تحديات عملية. فإطالة أفق التنبؤات، على وجه الخصوص، سوف يتطلب تحسين قدرات البنوك المركزية على وضع التنبؤات في الأجلين من المتوسط إلى الطويل. إضافة إلى ذلك، سوف تتبقي قضايا يتعين تسويتها من حيث التوقيت المناسب للإجراءات الرامية لمكافحة تطور فقاعات أسعار الأصول (دراسة Bean, 2004) وسيكون مطلوباً أيضاً إعلام أقوى بالسياسات لضمان استمرار مصداقية التزام البنوك المركزية على المدى الطويل بخفض التضخم والمحافظة على استقراره. ■

سكوت روجر هو اقتصادي أول في إدارة الأسواق النقدية والرأسمالية في صندوق النقد الدولي.

المراجع:

- Bean, Charles, 2004, "Asset Prices, Financial Instability, and Monetary Policy," *American Economic Review*, Vol. 94, No. 2, pp. 14-18.
- Borio, Claudio, and Philip Lowe, 2002, "Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus," *BIS Working Paper 114* (Basel: Bank for International Settlements).
- Consensus Economics, 2010, *Consensus Forecasts (January)*.
- Habermeier, Karl, and others, 2009, "Inflation Pressures and Monetary Policy Options in Emerging and Developing Countries: A Cross Regional Perspective," *IMF Working Paper 091/* (Washington: International Monetary Fund).
- Heenan, Geoffrey, Marcel Peter, and Scott Roger, 2006, "Implementing Inflation Targeting: Institutional Arrangements, Target Design, and Communication," *IMF Working Paper 06278/* (Washington: International Monetary Fund).
- International Monetary Fund (IMF), 2005, *World Economic Outlook* (Washington, September).
- Mishkin, Frederic, 2004, "Can Inflation Targeting Work in Emerging Market Countries?" *NBER Working Paper 10646* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
- Morón, Eduardo, and Diego Winkelried, 2005, "Monetary Policy Rules for Financially Vulnerable Economies," *Journal of Development Economics*, Vol. 76, No. 1, pp. 23-51.
- Roger, Scott, Jorge Restrepo, and Carlos Garcia, 2009, "Hybrid Inflation Targeting Regimes," *IMF Working Paper 09234/* (Washington: International Monetary Fund).