

آنچه اقتصاد از بحران آموخت

تدوین کنندگان:

جرج آکرف

الهر بلنچارد

دیوید رومر

جوان استیگلیتز

ترجمه:

سید احسان خاندوزی

علیرضا اشرفی احمدآباد

انتشارات دانشگاه امام صادق (علیه السلام)
تهران: بزرگراه شهید چمران،
پل مدیریت
تلفکس: ۸۸۳۷۰۱۴۲
صندوق پستی ۱۵۹-۱۴۶۵۵
E-mail: isu.press@yahoo.com
فروشگاه اینترنتی:
www.ketabesadiq.ir



کتابخانه امام صادق (علیه السلام)

آنچه اقتصاد از بحران سوخت ■ نویسنده: جرج آکرف، الیور بلنچارد دیوید رومر، جوزف استیگلیتز
ترجمه: دکتر سید احسان خسوزی و علیرضا اشرقی احمدآباد ■ ناشر: دانشگاه امام صادق (ع) ■ چاپ اول: ۱۳۹۵
شمارگان: ۱۰۰۰ نسخه ■ چاپ و صحافی: مجموعه چاپ و صحافی برتر ■ شابک: ۹۷۸-۶۰۰-۲۱۴-۵۴۳-۷

قیمت: ۲۳۰/۰۰۰ ریال

همه حقوق محفوظ و متعلق به ناشر است.

سرشناسه: آکرف، جرج
عنوان و نام پدیدآور: آنچه اقتصاد از بحران سوخت / نویسنده: جرج آکرف، الیور بلنچارد دیوید رومر، جوزف استیگلیتز
آکرف، جرج ... [و دیگران]؛ ترجمه سید احسان خاندوزی و علیرضا اشرقی احمدآباد
مشخصات نشر: تهران: دانشگاه امام صادق (ع)، ۱۳۹۵.
مشخصات ظاهری: ۴۰۹ ص.
شابک: ۹۷۸-۶۰۰-۲۱۴-۵۴۳-۷
شناسه افزوده: خاندوزی، سید احسان، ۱۳۵۹-
شناسه افزوده: اشرقی احمدآباد، علیرضا، ۱۳۶۸-
شناسه افزوده: دانشگاه امام صادق (ع)
شماره کتابشناسی ملی: ۴۳۹۹۰۸۸

فهرست مطالب

۱۱.....	مقدمه دکتر عباس شامری
۱۵.....	مقدمه مترجمان
۱۷.....	مقدمه: بازاندیشی در سیاست‌های کلان اولیور بلنچارد، جیوانی دل آریکا، پائولو مانزو
۴۷.....	بخش اول: سیاست‌های پولی
۴۹.....	فصل ۱: هدف‌های بسیار، ابزارهای بسیار و جایگاه جنت ال. یلن
۵۵.....	فصل ۲: سیاست پولی، تنها راه حل موجود است؟ لورنزو بین اسماعی
۶۵.....	فصل ۳: سیاست پولی در زمان بحران: از حسیض تا اوج مروین کینگ
۷۵.....	فصل ۴: اهداف سیاست پولی بعد از بحران مایکل وودفورد
۸۵.....	بخش دوم: سیاست احتیاطی کلان
۸۷.....	فصل ۵: چشم انداز سیاست کلان احتیاطی آندرو هلدین
۹۳.....	فصل ۶: سیاست احتیاطی کلان و چرخه مالی: برخی از واقعیات آشکار شده و پیشنهادات سیاستی کلودیو بورریو

فصل ۷: سیاست احتیاطی کلان در عمل: رژیم اشتغالگر قدس.....	۱۱۱
استتلی فیشر	
فصل ۸: تجربه کره در سیاست احتیاطی کلان.....	۱۲۵
چونگسو کیم	
بخش سوم: نظارت مالی.....	۱۵۵
فصل ۹: آنچه IMF خواهان دانستن آن در زمینه مقررات مالی بود و از پرسیدن آن هراسی نداشت.....	۱۵۷
شیلا بر	
فصل ۱۰: قدرت بر نهادهای مالی بزرگ.....	۱۶۵
جرمی سی استاین	
فصل ۱۱: محدود بانک اروپا و آینده مقررات گذاری در آن.....	۱۷۵
ژان تیروول	
فصل ۱۲: اصلاحات بانکی در انگلستان و اروپا.....	۱۸۹
جان ویکرز	
فصل ۱۳: نسبت اهرمی، ثبات مالی و تورم مالی.....	۲۰۱
آدر ترنر	
بخش چهارم: سیاست مالی.....	۲۱۳
فصل ۱۴: تعریف نقش در حال ظهور مجدد سیاست مالی.....	۲۱۵
جنیس ابرلی	
فصل ۱۵: سیاست مالی در سایه بدهی: اقتصاد کینزی همچنان کار می‌کند.....	۲۲۱
آندرس بورگ	
فصل ۱۶: سیاست‌های مالی در زمان رکود.....	۲۳۳
روبرتو پروتی	
فصل ۱۷: سیاست مالی.....	۲۴۹
نوریل روبینی	
بخش پنجم: ترتیبات نرخ ارز.....	۲۶۵
فصل ۱۸: چگونه ترتیباتی برای نرخ ارز انتخاب کنیم؟.....	۲۶۷
آگوستین کارستنز	

فصل ۱۹: بازنگری در نظام نرخ ارز بعد از بحران	۲۷۱
جی سی شامیا	
فصل ۲۰: مکانیزم نرخ ارز در اسپانیا و انگلستان	۲۸۹
مارتین ولف	
فصل ۲۱: ترتیبات نرخ ارز: بحثی نو بر جدال نرخ ارز متغیر و ثابت	۳۰۳
گنگ بی	
بخش ششم: زیرساخت حساب سرمایه	۳۱۱
فصل ۲۲: حرکت به سمت اجماع جدید در مدیریت حساب سرمایه	۳۱۳
دووری ریبار	
فصل ۲۳: گردش سرمایه و مدیریت حساب سرمایه	۳۱۹
خوزه دی گریگور	
فصل ۲۴: مدیریت جریان ورودی سرمایه در برزیل	۳۲۷
مارسیو هلند	
فصل ۲۵: مدیریت حساب سرمایه	۳۵۵
هیلن ری	
بخش هفتم: جمع بندی	۳۶۳
فصل ۲۶: گریه بر فراز درخت و مشاهدات آتی: بازاندیشی سیاست های اقتصاد کلان (۲) ...	۳۶۵
جرج آکرلف	
فصل ۲۷: بازاندیشی در سیاست اقتصاد کلان	۳۷۱
اولیور بلنچارد	
فصل ۲۸: پیشگیری از فاجعه بعدی: کجا ایستاده ایم؟	۳۷۹
دیوید رومر	
فصل ۲۹: درس های بحران شمال اقیانوس اطلس برای نظریه و سیاست اقتصادی	۳۸۷
جوزف استیگلیتز	
نمایه	۳۹۹

مقدمه دکتر عباس شاکری

اساساً گزاره‌های علمی منوط به تحقق شرایط و فروض خاصی هستند و تنها در صورت تحقق آن‌ها موضوعیت و صحت می‌یابند. در مقایسه با علوم دقیقه، ماهیت علوم اجتماعی به گونه‌ای است که با خدایان و تغییر و تحول شرایط و فروض محیطی، تاریخی، اجتماعی و اقتصادی بیشتر در معرض تأویر و تغییر قرار دارند یعنی با تغییر شرایط، نظریات تعدیل می‌شوند و شکل متکامل آن‌ها به خود می‌گیرند. اقتصاد به عنوان یک دانش اجتماعی از این قاعده مستثنی نیست. این ریزگراها به طور خاص در دانش اقتصاد کلان موضوعیت بیشتری دارد. نظریه‌های اقتصاد خرد چون عناصر اکسیوم‌های رفتاری و منطق انتخاب بهینه مبتنی هستند کمتر در معرض تطور تغییرات می‌گیرند لذا با گذر زمان و تغییر شرایط جوامع، نظریات اقتصاد خرد گسترده‌تر می‌شوند اما تغییر ماهوی زیادی پیدا نمی‌کنند. برخلاف آن، در اقتصاد کلان مجموعه نظری محوری وجود ندارد که مکاتب کلان در مورد آن اختلاف داشته باشند بلکه تحول و تطور نظریات به خاطر تغییر شرایط اجتماعی اقتصاد، خود متن دانش اقتصاد کلان است. به عبارت دیگر دانش اقتصاد کلان یک مجموعه انتزاعی مشخصی نیست که مکاتب پیرامون آن به اختلاف و مشاجره پردازند بلکه مجموعه این اختلافات و تغییرات که در مکاتب مختلف بروز می‌یابد، پیکره اقتصاد کلان را شکل می‌دهد.

مدل درآمد - مخارج ساده کینزی که بر ابداع و انقلاب کینزی مبتنی است گویای این بود که به دنبال رواج روش تولید انبوه در مورد کالاهای مصرفی (در ابتدای قرن بیستم)، قدرت خرید جامعه که طی یک دوره طولانی برای تأمین حداقل معیشت بود،

برای تأمین تقاضای کالاهای به‌طور انبوه تولید شده، کافی نیست. یعنی عدم تطابق قدرت خرید عموم مردم با عرضه فراوان و با کیفیت کالاها موجب مازاد عرضه در بازارهای کالا و کار شده است و با تعدیل قیمت رفع شدنی نیست. بنابراین دولت باید با افزایش مخارج، پرداخت انتقالی و ارتقاء نظام دستمزد قدرت خرید جامعه را بالا برده و از این طریق شکاف میان قدرت عرضه و استعداد تقاضا را کاهش داده و از بین ببرد. در این مدل نه نرخ بهره موضوعیت دارد و نه تورم و سطح قیمت‌ها. نسخه‌های آن مدل تنها برای شرایط رکودی عمیق شبیه دهه ۱۹۳۰ تطبیق داشت. وقتی در دهه ۱۹۴۰ رکود کاهش می‌یابد، رباره علامت‌دهی نرخ بهره اهمیت پیدا می‌کند و تحلیل بازار پول وارد مدل اقتصاد کلان می‌شود و مدل IS-LM جایگزین مدل درآمد - مخارج می‌شود.

بعد از سه دهه اصلاح نسخه‌های کینزی و تقویت و تصحیح عوامل ایجادکننده تقاضای کل، زمینه‌ای برای تلاش و توازن طرف تقاضا با طرف عرضه پر قدرت اقتصاد فراهم شد و در نتیجه شکاف ایجاد شده میان عرضه کل و طرف تقاضای اقتصاد به‌طور مبنایی برطرف گردید. در نیمه دهه ۱۹۶۰ ضرورت لحاظ طرف عرضه کل در تحلیل اقتصاد کلان مطرح شد و به دنبال آن مدل‌های نئوکلاسیکی - کینزی (مدل عرضه و تقاضای کل) موضوعیت یافت. در این مرحله، همان یک نقطه عطف در تحلیل‌های کلان، دیدگاه‌های نئوکلاسیک در اقتصاد تقویت شد و با خاطر تغییر شرایط (رفع عدم تعادل عمیق میان عرضه و تقاضای کل) اقتصاد کلان کینزی به‌عنوان مدیریت طرف تقاضا کم‌رنگ گردید و تنها چارچوب تحلیل کلان او ماندگار است. مکاتب بعدی قرار گرفت. ظهور مکاتب کلاسیک جدید، چرخه‌های تجاری حقیقی و کینزی‌های جدید (که بیشتر نئوکلاسیکی هستند تا کینزی) همه بعد از ضرورت طرح توازن عرضه و تقاضای کل و فرضیه انتظارات عقلایی موضوعیت یافت. از سال ۱۹۷۰ به بعد که دیگر به دلیل رفع شکاف رکودی عمیق، اقتصاد کینزی ضرورت حاد نداشت، ایرادات به کینز شروع شد. عده‌ای وی را بدعت‌گذار در مسیر تکاملی نظریات اقتصادی معرفی کردند و نظرات او در طرح موضوعات از منظر کلان را به خاطر نفی اصالت فرد، به‌عنوان مبنای نظریات کلاسیک، غیر علمی قلمداد کردند. درحالی‌که به نظر می‌رسد از این دوره به بعد مدل‌های اصیل کینزی (به خاطر طرح دوباره طرف عرضه در تحلیل‌ها) موضوعیت قبلی خود را از دست داد و نه نیاز به تأیید داشت و نه اثبات. میراث کینز در واقع همان تغییرات و

اصلاحات نهادی و ابداع و نوآوری نظری و سیاستی در مواجهه با عدم تعادل‌های شدید است و نه برجسته کردن طرف تقاضا. در نتیجه این روش خلاقانه تحلیل در مواجهه با بحران‌ها و شوک‌های بعدی بسیار مفید بود و همچنان نیز هست.

قابل ذکر است که بعد از روی کار آمدن دوباره اقتصاددانان طرف عرضه از دهه ۱۹۷۰ بر حذف مقررات و تنظیمات در اقتصاد و پرداختن به آزادسازی و مقررات‌زدایی تأکید و گفته شد که به خاطر وقفه‌های تشخیص، تصمیم، اجرا و اثرگذاری، مداخلات دولت تنها عدم تعادل‌های پرخه‌ای را تشدید می‌کند، بنابراین دولت باید دخالت‌های خود را کاهش و امور را نیروهای خوداصلاح‌گر بازار احاله دهد. میلتون فریدمن ضمن تأکید بر مقررات‌زدایی‌های مالی بر رشد مبتنی بر قاعده پولی باثبات توسط بانک مرکزی تأکید می‌کند اما تجربه نشان داد که در حوزه ضریب فزاینده و خلق اعتبار، آن‌قدر اوراق بهادار و اعتبار خلق شد که تبدیل به بازارهای پولی و مالی را بسیار پیچیده کرد. بانک‌های سایه در بین بانک‌های مرسوم شکل گرفتند و بازارهای مالی بی‌توجه به اقتضائات بخش‌های حقیقی اقتصاد، بسیار گسترده و پیچیده شدند. تریلیون‌ها دلار درآمد در بازارهای مالی شکل گرفت به نحوی که از سال ۱۹۸۶ تا ۲۰۰۷ نسبت دارائی‌های مالی در جهان به GDP جهان تقریباً ۵ برابر شد. بعد از سال ۲۰۰۸ اقتصاد جهانی با بحران مواجه شد و اقتصادهای پیشرفته با عدم تعادل‌های شدید مواجه شدند به طوری که اثرات آن بحران هنوز هم با وجود بهبود وضعیت در سال‌های بعد، مرتفع نشده است.

درسی که بحران مذکور به اقتصاددانان و سیاست‌گذاران داد این بود که باید عمق تحلیل‌های کلان و اساساً نظریات اقتصادی را بیشتر کنند. بحران بی‌ثباتی‌های مالی و بحران‌های ناشی از آن را توصیف و تبیین کنند. اقتصاددانان باید با تغییر تضاد کلان، رشد و گسترش و پیچیده شدن بازارهای مالی، نظریات خود را تعدیل نمایند و ارتقاء دهند و از عدم انعطاف‌های شبه ایدئولوژیک در نظریه‌پردازی و سیاست‌گذاری بپرهیزند و در مواقع ضرورت از سیاست‌های فعال کلان اقتصادی برای رفع بحران‌ها و عدم تعادل‌ها بهره گیرند. تجربه نشان داد مداخلات هوشمند و با پشتوانه علمی دولت برای مواجهه با بحران‌ها، امری لازم است.

تدوین‌کنندگان این کتاب که خود از صاحب‌نظران و اقتصاددانان بنام و برجسته معاصر هستند در کتاب حاضر به خوبی به این نکات اشاره کرده‌اند. تأکید آن‌ها این است

که اولاً باید شوک‌های بخش مالی را جدی گرفت و مدل‌های تحلیلی اقتصاد کلان را طوری ارتقاء داد که بخش‌های مالی و پیچیدگی‌ها و مخاطرات آن را منظور کنند. ثانیاً سیاست‌های مدیرانه و منطقی و احتیاطی اقتصاد کلان در مواجهه با عدم تعادل‌ها یک ضرورت است و بانک‌های مرکزی به جای یک هدف و یک ابزار باید برای ثبات اقتصاد و تحقق اهداف در بخش حقیقی، رویه چند هدف - چند ابزار را مدنظر قرار دهند و نقش سیاست‌های صحیح مالی در مواقع ضروری نیز باید مورد توجه باشد. ضمناً اقتصاددانان مذکور، گذشته از نکات مفید نظری و سیاستی فوق بر ضرورت تغییر نگاه و انعطاف‌پذیری بیشتر در مقابل تغییرات اقتصادی و محیطی و اجتماعی و تعمیق تحلیل‌ها و نظریه‌پردازی‌ها تأکید دارند. به نظر می‌رسد این کتاب برای دانشجویان ارشد و دکتری درس اقتصاد کلان بسیار مفید است و ترجمه آن نیز که توسط جناب آقای سید احسان خاندوزی و علیرضا اشرفی انجام شده، نسبتاً روان و قابل درک است که در جای خود باید از ایشان قدردانی و سپاسگزاران شود.

عباس شاکری

شهریور ۱۳۹۵

مقدمه مترجمان

جناب توماس کوهرن ۶ سال پیش در کتاب ساختار انقلاب‌های علمی، تفسیری خوشایند از «بحران» در علم ارائه داد، تفسیری که طبق آن تغییر در پارادایم علمی مرهون بحران است، یعنی شرایطی که ارادایم غالب نمی‌تواند یک مشکل را کاملاً فهم و رفع نماید. اینجاست که نیاز به «ترگویی» در پارادایم احساس می‌شود و اساساً انقلاب‌های علمی و تطور دانش، مرهون چنین لحظاتی است.

در خصوص علم اقتصاد، بحران بزرگ ۹۲۹ در آمریکا به واقع چنین تأثیری بر پارادایم گذاشت و اساساً تئوری‌های اقتصاد و همچنین سیاست‌گذاری اقتصادی دولت‌ها را وارد دنیای متفاوتی نمود. تأثیرات بحران مالی ۲۰۰۸ در آمریکا و اروپا نیز آن‌قدر گسترده بود که تنها به اتخاذ سیاست‌های تسکین‌دهنده به سریم‌کننده و موقت، منحصر نشود. بحران ۲۰۰۸ از جهان عینیت به قلمرو ذهنیات اقتصاد سرازیر شد و بسیاری از فروض و تئوری‌های مسلط را به چالش کشید. طشیر رسوایی برخی نظریات و سیاست‌های متعارف چنان از بام افتاد که مدافعان متعصب پارادایم غالب اقتصاد نیز نتوانستند آن را نادیده بگیرند: صندوق بین‌المللی پول برای بازنگری در سیاست‌های اقتصادی به صرافت افتاد و دو سمینار علمی در سال‌های ۲۰۱۱ و ۲۰۱۳ میلادی برگزار کرد. کتاب حاضر ثمره سمینار دوم است. چنین وضعیتی (به‌تنهایی) البته به معنای به‌بن‌بست رسیدن علم اقتصاد یا سقوط نظام سرمایه‌داری متأخر نیست، سیستمی که هنوز زخم‌هایش را ترمیم می‌کند، از عبرت‌ها پند می‌گیرد و خود را با مختصات نو منطبق می‌کند، می‌تواند به ادامه حیاتش امیدوار باشد.

این کتاب حاوی آموزه‌هایی برای مدیریت اقتصاد کلان از منظر تجارب آزموده شده در شرایط بحران است و نه صرفاً یک تئوری محض و انتزاعی. به فرموده امام علی (ع): «خردمند کسی است که تجربه‌ها او را اندرز داده باشد... و در تجربه‌ها، دانش جدید نهفته است (غررالحکم باب تجربه)». امید که مباحث صیقل یافته با تجربه و آزمون‌های عملی، موجب پند گرفتن سیاست‌گذاران اقتصاد ایران و عدم پرداخت هزینه‌های مکرر شود.

مباحث و مقالات سمینار «بازاندیشی در سیاست‌های اقتصاد کلان» را چهار تن از برجسته‌ترین اسانید اقتصاد معاصر یعنی آقایان بلنچارد، رومر، آکرلف و استیگلیتز ویراستار کرده و هر یک نیز فصلی برای بیان جمع‌بندی آن افزوده‌اند. مقدمه کتاب (به قلم بلنچارد) نیز حاوی چکیده‌ای خواندنی از مهم‌ترین درس‌های بحران برای اقتصاد کلان می‌باشد. اکثر اصول کتاب نیز توسط اقتصاددانانی که تجربه مدیریت اقتصاد برخی کشورها را داشته‌اند به نگارش درآمده است. با توجه به غلبه مباحث کاربردی و سیاست‌گذاری، شاید بیش از استادان اقتصاد و دانشجویان تحصیلات تکمیلی، مفاد این کتاب به کار سیاست‌گذاران اقتصاد کشور بیاید و بتواند به عنوان منبعی تکمیلی در کنار دروس اقتصاد کلان، دوره ارشد و دکتری اقتصاد مطالعه شود. به نظر می‌رسد در تحصیلات تکمیلی رشته اقتصاد، «ای درس «سیاست‌های اقتصاد کلان در عمل» به شدت خالی است.

یادآور می‌شویم که عنوان اصلی کتاب حاضر چنین است: آنچه ما آموخته‌ایم: سیاست‌های اقتصاد کلان پس از بحران (What have we learned? Economic policy after the crisis). با توجه به طولانی بودن این عنوان، ما بر آن شدیم که برای برگردان فارسی، عنوانی کوتاه اما رسا انتخاب کنیم و مسئولیت کاستی‌های ترجمه کتاب را بر عهده می‌گیریم. در پایان از لطف آقای دکتر عباس شاکری، استاد ژرف‌اندیش و اخلاق‌مدار اقتصاد کشورمان که پیشنهاد نگارش مقدمه‌ای بر کتاب را پذیرفتند، سپاس می‌گذاریم.

سید احسان خاندوزی، علیرضا اشرفی

شهریور ۱۳۹۵

مقدمه:

بازاندیشی در سیاست‌های کلان

ولیر بلنچارد، جیوانی دلت اریچیا، پائولو مائورو^۱

بحران اقتصادی و مالی جهانی در سال‌های ۲۰۰۸-۹ و پی‌آمدهایش، سیاست‌گذاران را به بازاندیشی سیاست‌های اقتصادی و مالی واداشت. در گام نخست بحرانی که از بانک لمون برادرز شروع شد نشانگر کم‌برآوردی خطرات تحمیل شده از سوی نظام تأمین مالی توسط سیاست‌گذاران و بیانگر محدودیت‌های سیاست پولی بود. در مرحله دوم بحران منطقه یورو بود که آن‌ها را ناچار به بازنگری در کارآمد بودن اتحادیه‌های پولی و سیاست مالی نمود. به‌طور کلی هر دو دست سیاست‌گذار مجبور شدند سیاست‌های اقتضائی و بداهه‌پردازانه‌ای در پیش بگیرند: از بهره‌گیری سیاست‌های پولی غیرمتعارف تا تدارک ایجاد شرایط اولیه برای محرک‌های مالی، اتخاذ رعایت استحکام بودجه‌ای و استفاده از ابزارهای احتیاطی در اقتصاد کلان.^۲

ما چند سال قبل نگاهی به این موضوعات انداخته بودیم، هم در قالب یک مقاله (بلنچارد و دیگران، ۲۰۱۰) و هم در کنفرانس سال ۲۰۱۱ صندوق بین‌المللی پول (بلنچارد، ۲۰۱۲). در میان محققان و سیاست‌گذاران شرکت‌کننده در آن کنفرانس یک

1. Oliver Blanchard, Giovanni Delt Ariccia, Paolo Mauro.

بلنچارد متولد ۱۹۴۸م اقتصاددان ارشد در صندوق بین‌المللی پول در دوره ۱۵-۲۰۰۸م.

دلت اریچیا دکترای اقتصاد از MIT و معاون بخش تحقیقات IMF.

مائورو دکترای اقتصاد از هاروارد و دارای ۲۰ سال سابقه پژوهشی در IMF.

۲. استحکام بودجه‌ای Fiscal Consolidation به معنای سیاست کاهش کسری بودجه دولت است.

حس مشترک وجود داشت و آن ورود به عصر مبارز طلبیدن بود و اینکه همه ما بیش از پاسخ، سؤال داشتیم. در کنفرانس دو سال بعد محیط سیاست‌های احتیاطی پولی، مالی و کلان‌همچنان غیرشفاف بود اما آزمودن و پیشرفت ادامه داشت، هم در بعد تئوریک و هم در بعد تجربی. این مقدمه که برای دومین کنفرانس به میزبانی صندوق بین‌المللی پول در بهار ۲۰۱۳ آماده شد، ابعاد آن مناقشه را به‌روزرسانی نموده است.

ملاحظات در خصوص چشم‌انداز تحلیل: نکات این کتاب بر طراحی سیاست اقتصاد کلان بعد از خروج اقتصاد جهانی از بحران تمرکز دارد نه گزینه‌های سیاستی کنونی، به عنوان مثال طراحی سیاست‌های خروج از تسهیل مقداری یا موافقان و مخالفان مالی تأمین شده از محل حجم پول. آشکارا این دو دسته موضوعات با یکدیگر مرتبط‌اند اما هدف ما تحلیل برخی اصول عمومی است که بتواند به‌عنوان راهنمای سیاست‌های اقتصاد کلان در آینده استفاده شود نه اینکه تنها معیارهای مشخصی برای امروز ارائه نماید. ما همچنین لایه معینی از سیاست اقتصاد کلان را در پیش گرفتیم و مباحث مربوط به اصلاحات ساختاری و مقررات‌گذاری تأمین مالی (فاینانس) را کنار گذاشته‌ایم. گرچه در میان مقررات‌گذاری تأمین مالی و سیاست‌های احتیاطی کلان روشن نیست لکن ما به ابعاد و رخنه‌ای مقررات‌گذاری تأمین مالی تمرکز کرده‌ایم نه صورت‌بندی کلی معماری تأمین مالی.

این مقدمه در سه بخش اصلی تدوین شده است: سیاست پولی، سیاست مالی (بودجه‌ای)^۱ و آنچه می‌تواند به‌عنوان ضلع سوم سیاست‌های اقتصاد کلان ظاهر شود یعنی سیاست‌های احتیاطی کلان.

۱. سیاست پولی

از کنفرانس نخست IMF پیرامون بازاندیشی سیاست‌های کلان در مارس ۲۰۱۱ این ایده سیاست پولی بیرون آمد که بانک‌های مرکزی باید از رویکرد مبتنی بر یک هدف - یک ابزار (به ترتیب: نرخ تورم و نرخ بهره)^۲ به رویکرد هدف‌های بیشتر - ابزارهای بیشتر چرخش کنند. در کنفرانس اخیر، انتخاب بسته اهداف و بسته ابزارها همچنان مناقشه‌برانگیز باقی مانده بود.

۱. در سراسر این کتاب عبارت «مالی» معادل Fiscal و «تأمین مالی» معادل Financial قرار داده شده است.

2. Policy rate

الف. آیا بانک‌های مرکزی باید صراحتاً تولید بخش واقعی را هدف‌گیری کنند؟

گرچه مباحث سیاست پولی، به نحو صحیحی، بر نقش نظام تأمین مالی و پیامدهای آن متمرکز بوده است، توسعه اقتصاد کلان طی سال‌های بحران و پس از آن به تولد پرسش‌هایی نو درباره موضوعات قدیمی انجامیده است: نسبت میان تورم و تولید و تبعات مستقیم آن بر سیاست پولی.

یکی از توجیهات برای تمرکز بانک‌های مرکزی بر تورم، ایده «همزمانی آسمانی» بود به این معنا که با ثبات بخشی به تورم، سیاست پولی خواهد توانست تولید را تا حد ممکن به میزان بالقوه‌اش نزدیک سازد (با فرض ثابت ماندن اصطکاک‌ها در اقتصاد). این مباحث تا آنجا پیش رفت که اگر سیاست‌گذاران درباره حفظ محصول در سطح بالقوه نگران بودند، می‌توانستند از طریق تمرکز بر تورم و ثبات بخشی به آن، به ثبات تولید نیز دست یابند. با این وجود هیچ بانک مرکزی در جهان به نحو صددرصد به این همزمانی آسمانی باور نداشته بلکه این ایده یک تقریب کاملاً خوب برای توجیه تمرکز اولیه بر تورم و اقناع هدف‌داری تورم^۱ به شمار می‌رفت.

با اینحال وقتی بحران آغاز شد رابطه میان تورم و تولید در اقتصادهای پیشرفته از آنچه پیش از بحران مشاهده شده بود، تفاوت کرد. با سقوط شدید تولید نسبت به روند خود و افزایش جهش‌گونه در بیکاری، بیشتر اقتصاددانان منتظر کاهشی در تورم بودند، و شاید حتی در انتظار ظاهر شدن تورم منفی. هنوز در بیشتر اقتصادهای پیشرفته (که شامل برخی کشورهایی است که نزول تولید را تجربه کردند)، تورم نزدیک دامنه مشاهده شده در پیش از بحران، باقی مانده است.

از منظر منطق اقتصاد، دو تفسیر در خصوص آنچه رخ می‌دهد، حتمال است: یا تولید بالقوه نیز به میزان تولید بالفعل کاهش یافته و در نتیجه شکاف تولید (تفاضل میان تولید بالقوه و بالفعل) اندک باقی مانده و در نتیجه فشار اندکی بر تورم وارد ساخته است یا شکاف تولید قابل توجه است اما نسبت میان تورم و شکاف تولید به‌صورت معناداری تغییر یافته است.

بر اساس تفسیر نخست ممکن است بحران خود، تولید بالقوه را پایین آورده باشد یا تولید پیش از بحران از سطوح بالقوه بالاتر بوده باشد، که اگر این تفسیر با حباب‌های

ناپایدار بخشی (مانند بخش مسکن) پشتیبانی شود آنگاه می‌توان نتیجه گرفت که اکنون شکاف تولید، ناچیز است. این امر می‌تواند ثبات تورم را توضیح دهد. با اینحال به لحاظ تجربی، تبیین اینکه چرا نرخ طبیعی بیکاری نسبت به دوره پیش از بحران افزایش یافته است دشوار می‌نماید یا اینکه چرا بحران منجر به کاهش وسیعی در بهره‌وری گردیده است؟ همچنین در کنار تمام برآوردها، نااطمینانی‌های زیادی در خصوص معیارهای تولید بالقوه وجود دارد (به‌ویژه در زمان خیزش شوک‌هایی مانند بحران‌های مالی) و بیشتر اقتصادهای پیشرفته از یک شکاف تولید قابل توجه در رنج‌اند.

این نکات ما را به تفسیر دوم رهنمون می‌سازد. در واقع شواهد قانع‌کننده به ما پیشنهاد می‌دهند بپذیریم رابطه میان شکاف تولید و تورم دچار تغییر شده است. پژوهش اخیر (مانند گزارش چشم‌انداز اقتصاد جهانی سال ۲۰۱۳ توسط صندوق بین‌المللی پول) این تغییر را به دو دسته عوامل نسبت می‌دهند:

- عامل نخست استازادان تورم باثبات است که تا حدی متأثر از اعتماد فزاینده به سیاست‌گذار پولی طی دو دهه اخیر بوده است. این عامل به‌تنهایی یک پیشرفت مثبت است و توضیح می‌دهد که چرا شکاف تولید بزرگ اکنون به‌جای کاهش مستمر تورم صرفاً به تورم کمتر (ولی مثبت) منجر می‌شود.

عامل دوم رابطه ضعیف‌تر (هم در مقدار و هم در معناداری آماری) میان شکاف تولید و تورم به ازاء یک نرخ تورم انتظاری مشخص است. این بخش کمی نگران‌کننده است زیرا بدین معناست که ممکن است نوسان‌های تورم نامطلوب در شکاف تولید با تورمی نسبتاً باثبات همراه شود.

با نگاهی به آینده، پرسش مهم برای سیاست پولی این است که آیا این رابطه ضعیف‌تر تنها مولود خود بحران است و در نتیجه وقتی بحران به اشتباه رخ دهد، رابطه تقویت خواهد شد یا یک روند بلندمدت را بازنمایی می‌کند؟ یک شاهد اولیه حاکی از آن است که بخشی از آن احتمالاً بازتابی از شرایط ویژه بحران است: این واقعیت که وقتی تورم بسیار کاهش می‌یابد، چسبندگی‌های دستمزد اسمی به پایین بیشتر می‌شود. اما به نظر می‌رسد بخشی از رابطه ضعیف‌تر همچنان در روندهای بلندمدت خودنمایی خواهد کرد (در واقع به نظر می‌رسد این بخش پیش از بحران نیز وجود داشت: چشم‌انداز اقتصاد جهانی در گزارش صندوق بین‌المللی پول: ۲۰۱۳). اگر رابطه ضعیف باقی بماند

و همزمانی آسمانی به یک تقریب واقعاً نامناسب تبدیل شود، بانک‌های مرکزی باید با صراحت بیشتری نسبت به امروز فعالیت بخش واقعی اقتصاد را هدف بگیرند.

ب. آیا بانک‌های مرکزی باید ثبات تأمین مالی را هدف‌گیری کنند؟

بحران بر همه آشکار ساخت که ثبات در تورم و تولید برای تضمین کردن پایداری ثبات اقتصاد کلان کافی نیست. طی دوره اعتدال بزرگ (دوره کاهش تلاطم اقتصاد کلان در آمریکا که از اوایل دهه ۱۹۸۰ آغاز شد) در زیر پوست اقتصاد کلان آرام، عدم تعادل‌های بخشی و ریسک‌های مالی در حال افزایش بود و در نهایت به بحران منجر شد. شدت بحرانی که در پی این شرایط حادث شد و اثربخشی محدود سیاست‌های متخذ منجر شد رویکرد «فراموشی خوش‌خیم» نسبت به حباب‌ها به چالش کشیده شود. بدین ترتیب، مسئله این موضوع زبانه کشید که آیا سیاست پولی باید ثبات تأمین مالی را (با معیارهایی مانند نسبت اهرمی، کل‌های اعتباری یا قیمت‌های دارائی) در میان اهداف خود جای دهد یا نه؟

به وضوح باید گفت نرخ بهره سیاستی ابزار ایده‌آل برای مواجهه با انواع عدم تعادل‌هایی که منجر به بحران می‌شود نیست. استطاعت این ابزار به میزان اثربخشی بر هزینه است. در مقابل، اجماعی در حال شکل‌گیری است که طبق آن، باید ابزارهای احتیاطی کلان بیشتری برای این منظور هدف‌گیری شوند.

با اینحال مخالفان این ایده نیز هشدارهای مهمی طرح می‌کنند. ابزارهای احتیاطی کلان نوظهور هستند و درباره چگونگی اثربخشی آنها چیزهای زیادی نمی‌دانیم. آن‌ها در معرض پیش‌دستی و مقید به محدودیت‌های اقتصاد سیاسی هستند. ترسناک‌تر در ادامه خواهد آمد. با فرض وجود این قیدها، این موضوع که آیا بانک‌ها مرکزی باید از نرخ بهره سیاستی برای نحیف کردن حباب‌ها استفاده کنند یا نه، می‌تواند مجدداً به صحنه مباحثات بازگردد (ر.ک: اسونسون، ۲۰۰۹ و میشکین، ۲۰۱۰ و برنانکی، ۲۰۱۱ و کینگ، ۲۰۱۲).

در پاسخ به اینکه آیا بانک‌های مرکزی باید دست به کار لاغر کردن حباب‌ها شوند یا نه، یک مشاهده موضوعی قدیمی که هم در بحران ۲۰۰۸-۹ و هم در بحران‌های مالی پیشین رؤیت شده این است که به ندرت می‌توان حباب‌ها را در زمان واقعی خودش به‌طور قطع شناسایی کرد. این عدم قطعیت موجب می‌شود که بانک‌های مرکزی گاه بخواهند به نوسانات وسیع قیمت برخی دارائی‌ها واکنش نشان دهند اما

دقیقاً ندانند این نوسانات تغییر در بنیان‌های بازار را بازتاب می‌دهند یا بیانگر حباب‌اند. به بیان دیگر با مفروض گرفتن آنچه ما در باب هزینه‌های تعلل بانک‌های مرکزی می‌دانیم، به خوبی توجیه دارد که خطای نوع اول (با فرض حباب بودن شرایط واکنش نشان دهیم درحالی‌که واقعاً افزایش، بازتاب تغییر بنیان‌های بازارند) بیشتر باشد و در مقابل خطای نوع دوم (افزایش را بازتاب بنیان‌های بازار بدانیم درحالی‌که واقعاً حبابی بیش نیست) کمتر. درحالی‌که از این مسیر گریزی نیست اما وضع آستانه‌های مناسب در لزوم ورود بانک مرکزی یا عدم ورود آن، کار دشواری است. یک راه محتمل (برای شناسایی رصبت) تمرکز بر افزایش قیمت انواع خاصی از دارائی است که به‌طور خاص خدایاک بودن آن‌ها اثبات شده است مانند دارائی‌هایی که از طریق اعتبار بانکی تأمین می‌شوند.

ج. آیا بانک‌های مرکزی باید نگران نرخ ارز باشند؟

بحران یک‌بار دیگر نشان داد جریان‌های بین‌المللی سرمایه می‌توانند بسیار متلاطم باشند. این تلاطم به‌طور عمده برای اقتصادهای پیشرفته محسوب نمی‌شود (هرچند معکوس شدن جریان سرمایه در منطقه یورو و کاهش نقدشوندگی دلار در نظام بانکی اروپا طی مراحل اولیه بحران اشاره‌ای بر وجود آسیب‌پذیری بود). با این وجود بازارهای مالی کم‌عمق، درجه بازبودگی بالاتر اقتصاد، اتکاء به دارائی‌های بامنشأ خارجی و بخش واقعی غیرمتنوع موجب شده با ارمان نوظهور در برابر جریان‌های سرمایه بسیار شکننده باشند.

پرنوسانی جریان سرمایه می‌تواند تأثیرات منفی بر ثبات اقتصاد کلان بگذارد، هم به‌طور مستقیم (از طریق اثر بر تراز جاری و تقاضای کل) و هم به‌شکل غیرمستقیم (از مسیر تأثیرگذاری بر ترازنامه‌های داخلی و در نتیجه ثبات تأمین مالی). بخشی پس از جریان قوی سرمایه به داخل، نرخ بهره تقویت می‌شود، بخش کالاهای قابل مبادله توان رقابت خود را از دست می‌دهند، این وضع پتانسیل تغییر تخصیص سرمایه و نیروی کار را دارد، تخصیصی که بازگشت آن (حتی با تغییر جریان سرمایه و نرخ ارز) پرهزینه خواهد بود. همچنین جریان‌های سرمایه می‌تواند به ساختارهایی از ترازنامه‌ها منجر شود که نسبت به معکوس شدن جریان سرمایه شکننده باشند زیرا ورود سرمایه موجب رونق اعتباری (و در نتیجه اهرم بناختن آن‌ها) گردیده و استفاده از تعهدات متعلق به

خارجیان را افزایش می‌دهد (شواهد کثیری وجود دارد مثلاً در اروپای شرقی در اوایل دهه ۲۰۰۰ رونق اعتباری و اتکاء گسترده به استقراض ارزهای خارجی با جریان قوی ورود سرمایه مرتبط بود: دل آمریکا، ۲۰۱۲).

مشکلات نوسان جریان سرمایه به یک بازنگری در نقش بالقوه کنترل سرمایه منجر شد (IMF آن را ابزارهای مدیریت جریان سرمایه^۱ می‌نامد) اما به‌طور خاص در موضوع ابزارهای احتیاطی کلان و ثبات تأمین مالی، شاید کنترل‌های سرمایه به خوبی عمل نکند و این مسئله را مطرح کنند که لازم است سیاست پولی یک هدف اضافی را لحاظ نماید یا خیر (اسری، گاش و چامون، ۲۰۱۲).

آیا می‌توان گشت بازگشتی مرکزی دو هدف دارند: نرخ تورم و نرخ ارز و دو ابزار: نرخ سیاستی و مدانه اندی؟ (بانک‌های هدف‌گذار تورم بحث داشته‌اند که آن‌ها تا جایی دغدغه نرخ ارز را دارند که بر تورم اثر بگذارد اما جا دارد پرسیم آیا این باید تنها تأثیری از نرخ ارز باشد که آن‌ها نگران‌ش هستند؟). اضافه کردن نرخ ارز به مجموعه اهداف، هم به جهت تکنی‌ناری و هم مطلوبیت قابل بحث است.

پاسخ به سؤال امکان‌پذیری، شاید با آن اقتصادهایی با بازارهای مالی بسیار ادغام شده چندان مطرح نباشد (و قطعاً برای اقتصادهای کوچک و کاملاً باز و پیشرفته مانند نیوزیلند). تحت شرایط مذکور، مداخله عظیم با احتمال اثربخشی ندارد زیرا جریان‌های سرمایه به تفاضل نرخ‌های بهره واکنش‌های بی‌شمار می‌دهند. لکن می‌توان گفت (بر پایه آنچه شواهد می‌گویند) پاسخ برای اقتصادهایی با اصطکاک‌های مالی بیشتر و اندازه بزرگ‌تر بازار مثبت است. تحت چنین موقیعتی می‌توان یک چارچوب موسع هدف‌گذاری تورم تعریف کرد که شامل نرخ ارز برای تورم و مداخله بازار ارز با هدف نرخ ارز باشد.

اما در خصوص مطلوب بودن چطور؟ اجماع حاصل شده روی استفاده و محدودیت‌های کنترل سرمایه مستقیماً به بحث ما مرتبط است، مشکلات و نتیجه‌گیری‌ها نیز بسیار مشابه است. مداخله نوعاً در زمانی که هدفش مقاومت در برابر روند افزایش ارزش ناشی از جریان‌های مستمر سرمایه باشد مطلوب نیست، برخلاف مواقعی که تغییر ارزش ناشی از نوسان‌های موقت است (یعنی هنگامی که تغییر نرخ

ارز بازتاب دگرگونی در بنیان‌های بازار است، برخلاف شرایط ریسک‌های موقت). بدین ترتیب می‌توان موضوعات را از یک منظر چندجانبه مورد بررسی قرار داد (ر.ک: استری، گش و کورینیک، ۲۰۱۲).

د. چگونه باید بانک‌های مرکزی با شرایط اوراق صفر مواجه شوند؟

شاید برجسته‌ترین نکته درخصوص بحران مالی مسیری بود که بانک‌های مرکزی درخصوص سیاست‌های غیرمتعارف تجربه کردند، از تسهیل مقداری^۱ گرفته تا تسهیل هدفمند^۲ تا انواع جدیدی از فراهم کردن نقدینگی. آیا این ابزارها به جزئی از جعبه ابزار استدار اقتصاددانان تبدیل خواهند شد یا تنها مختص دوره بحران باقی می‌مانند؟ برای پاسخ به این پرسش لازم است میان دو ویژگی بحران تمایز قائل شویم.

نخست دام مدین است که استفاده از نرخ‌های بهره سیاستی را محدود می‌سازد و دوم تکه تکه شدن برخی بازارهای مالی یا نهادهای تأمین مالی است. گرچه این دو مشخصه نقش محوری در تعیین سیاست بازی می‌کنند اما به لحاظ مفهومی قابل تفکیک‌اند. می‌توان به موقتی فکر کرد که یک تکانه معکوس، هرچند غیرمالی، رخ دهد. مثلاً بانک‌های مرکزی مایل باشند نرخ سیاستی را بیشتر کاهش دهند اما به دلیل به صفر (کف) رسیدن نرخ اوراق قرضه،^۳ نتوانند. همچنین می‌توان به موقعیتی اندیشید که یک تکانه مالی در جهت تحریک برخی بازارهای مالی رخ می‌دهد درحالی‌که نرخ سیاستی همچنان مثبت است. در ادامه ما پیامد مالی در یک را بررسی می‌کنیم.

بحران نشان داد اقتصادها زودتر از آنچه توقع آمدند، مکرر است به نرخ صفر در اوراق قرضه یا نرخ‌های بهره اسمی برخورد کنند و در نتیجه توانایی خود را برای به کار بستن ابزار اولیه (نرخ سیاستی) از دست دهند. در اینجا دو سؤال خردنمایی می‌کند. پرسش نخست اینکه برای کمینه ساختن احتمال افتادن در دام نقدینگی در آینده، اکنون چه گام‌هایی می‌توان برداشت؟ گرچه ما بنا نداریم به طرح بحثی که بلنچارد، دل آریکا و مائورو (۲۰۱۰) درباره سطح بهینه تورم مطرح ساختند وارد شویم اما آن بحث و نقدهایش همچنان در محافل دانشگاهی و سیاست‌گذاری، ارزش مناظره‌ای غیرایدئولوژیک را دارد (ر.ک به بال، ۲۰۱۳).

پرسش دوم این است که در شرایط دام نقدینگی چه کنیم؟ وقتی بحران واقع

1. Quantitative easing
2. Targeted easing

می‌شود بیشتر بانک‌های مرکزی به سمت کاهش نرخ‌های بهره هجوم می‌برند. در موارد متعددی نرخ‌های بهره به سرعت به سد نرخ صفر برخورد می‌کنند. آنگاه بانک‌های مرکزی به سراغ سیاست‌های غیرمتعارف می‌روند، سیاست‌هایی که انواع متنوعی دارد. در این میان می‌توان بین ابزارهای تسهیل هدفمند (نام دقیق‌تری برای تسهیل اعتباری) که به خریداری دارائی‌های مالی مشخص بدون تغییر در عرضه پول می‌انجامد و ابزارهای تسهیل مقداری که بدون عقیم‌سازی است و بالطبع منجر به افزایش عرضه پول می‌شود، تمایز قائل شد.

سواءاً تجربه در دسترس حاکی است که برخی سیاست‌های تسهیل هدفمند تأثیر اساسی بر تیمت دارائی‌های به تملک درآمده بانک مرکزی برجای گذاشته‌اند. البته به نظر می‌رسد بیشتر این تأثیر از ناحیه تجزیه غیرعادی بازارهای مالی در بحران اخیر ناشی شده باشد، همانند بازارهای اوراق رهنی ایالات متحده در سال‌های ۲۰۰۸ و ۲۰۰۹ (رک به گانگنون، ۲۰۱۱). آنچه دارائی‌های با مشخصات ریسک متفاوت، همواره جانشین ناقص یکدیگر هستند و در نتیجه تقاضای نسبی آن‌ها مهم است، توانایی بانک مرکزی برای اثرگذاری بر بازده‌های نسبی در شرایط عادی بیش از دوره بحران است.

تسهیل مقداری را می‌توان به عنوان مجموع همان تسهیل هدفمند (خرید برخی دارائی‌ها مانند اوراق خزانه بلندمدت، از طریق فروش دارائی‌های کوتاه‌مدت) و انبساط پولی متعارف (خرید دارائی‌های کوتاه‌مدت با انتشار بر بانک مرکزی) دانست. حال پرسش آن است که در شرایط نرخ صفر اوراق، آیا اجزاء انبساط پولی اثرگذار است؟ موضوع در خصوص اقتصاد ژاپن روشن است، زیرا بانک مرکزی تمایل خود را به دوبرابر کردن پایه پولی رسماً اعلام کرد. اگر این سیاست اثر منفی باشد، از طریق انتظارات خواهد بود: خواه انتظار نرخ‌های اسمی پایین‌تر یا انتظار تورم بالاتر در آینده (همانند آلیس در سرزمین عجایب، در جهان دام نقدینگی، تورم انتظاری بالاتر پذیرفته می‌شود زیرا تنها راه برای کاهش نرخ‌های واقعی انتظاری محسوب می‌شود). اما شواهد تجربی به این یکدستی نیست. شواهد کمی قوی‌تر نیز وجود دارد که به نفع ابزار دیگری به نام هدایت پیش‌نگر^۱ می‌باشد، ابزاری با تمایل مشابه. به نظر می‌رسد اعلام‌های رسمی سازگار با هدایت پیش‌نگر (مانند اظهار تمایل یا تعهد به پایین نگه

داشتن نرخ‌های کوتاه‌مدت برای دوره‌ای مشخص یا حداقل تا زمانی که از برخی موقعیت‌های اقتصادی پیشگیری نماید) تأثیر معنادار و به صرفه‌ای بر نرخ‌های بلندمدت در کانادا و ایالات متحده داشته است. با اینحال اعلام‌های مشابه اثرگذاری کمی در تجربه سوئد داشته‌اند (وودفورد، ۲۰۱۲). در ارتباط با سیاست پولی آینده، بدون لحاظ کردن شرایط اوراق با نرخ صفر، هدایت پیش‌نگر می‌تواند به‌عنوان یک گزینه باقی بماند.

همچنین بحران اخیر به مباحث جدیدی پیرامون برخی ایده‌های قدیمی منجر شد، از جمله می‌توان به چرخش به سمت هدف‌گیری سطحی از قیمت‌ها یا هدف‌گیری GDP اشاره کرد. شاید حمایت از این‌گونه قواعد تاحدی فرصت‌طلبانه باشد: یک ویژگی مشترک رویکردهای مبتنی بر سطح (مانند قواعدی که به‌جای نرخ تورم، سطح قیمت‌ها و به‌جای نرخ رشد درآمد اسمی، درآمد اسمی مشخصی را هدف می‌گیرد) آن است که در این مدل، آنها مجوز نرخ‌های تورم بالاتر را صادر می‌کنند بدون آنکه اعتبار بانک مرکزی در بلندمدت را لحاظ نمایند. در شرایط بحران همواره یک نگرانی اصلی بانک‌های مرکزی کاهش بالاتر اعتبار آنها بوده است، شاهد آن، بازنگری در اعلام تعهدها توسط بانک‌های مرکزی در هر مرحله از سیاست‌های غیرمتعارف، با هدف حفظ اعتماد^۱ در برابر تورم است. یکی از این قواعد مبتنی بر سطح، کاستی‌های دیگری نیز دارند که از مهم‌ترینشان، آن است که شوک‌های قیمتی موقت به مانند گذشته‌ها رفتار نمی‌شود و این شوک‌ها از طریق تورم یا گاه کاهش سطح قیمت‌ها، جذب می‌شوند.

ه بانک‌های مرکزی باید برای چه کسانی نقدینگی فراهم کنند؟

وقتی برخی سرمایه‌گذاران بیش از حد تخصص‌گرا باشند، حوزه ترجیح قوی داشته باشند) و به دلایلی تقاضای خود را کاهش دهند، ممکن است بازار گران بیرونی دانش تخصصی کافی برای ارزیابی نداشته باشند که این کاهش تقاضا از ناحیه ریسک بالاتر است یا صرفاً عدم خرید برخی خریداران متعارف. در نتیجه ممکن است بیرونی‌ها نیز تصمیم به خروج از بازار بگیرند. با چنین رخدادی، یا احتمال سقوط قیمت‌ها و یا احتمال نیافتن تأمین مالی برای استقراض‌کنندگان وجود دارد. از دست رفتن قدرت نقدینه می‌تواند منجر به احتمال ورشکستگی شود. اینجاست که می‌توانیم