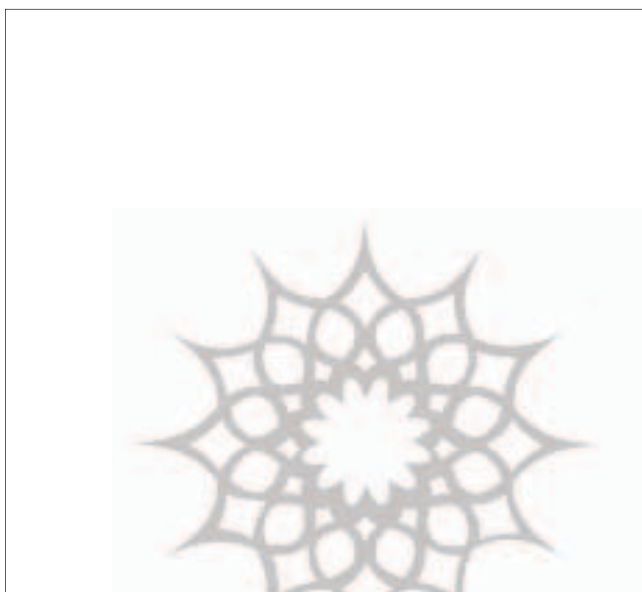


# دو روی سکه "پول"

منبع: مجله اکونومیست، ژانویه ۲۰۰۶  
مترجم: سیدحسین علوی لنگرودی

اعضای گروه هفت (G7) برگزار شد، مروین کینگ، رییس "دیوانه فوتبال" بانک مرکزی انگلستان، کارتونی را به نمایش گذاشت که آلن گرینسپان را به شکل دروازه‌بانی نشان می‌داد که ضربات پناالتی را، یکی پس‌از دیگری دفع می‌کند! در ظاهر، عملکرد اقتصادی آمریکا، در دوران تصدی گرینسپان، قابل قبول و تحسین‌برانگیز بوده است: در این دوران، هم تورم عظیم آمریکا تا حد زیادی کاهش یافت و هم این که اقتصاد آمریکا، دوره طولانی رشد ثابت اقتصادی را تجربه کرد (البته با دوره کوتاه‌مدت رکود اقتصادی موقت و کوتاه‌مدت)، حال آن که در ۱۸ سال پیش‌از آن، یعنی بین سال‌های ۱۹۷۰ تا ۱۹۸۷، آمریکا با چهار دوره رکود سهمگین مواجه بود که دو تای آنها،

جزو بدترین بحران‌های مالی پس از دوران موسوم به "رکود بزرگ" (۴) در سال‌های دهه ۱۹۳۰ بشمار می‌روند. با اینهمه، اگر نگاهی دقیقتر و موشکافانه‌تر به عملکرد بانک مرکزی آمریکا طی سال‌های گذشته بیندازیم، درمی‌یابیم که کارنامه آلن گرینسپان آنقدرها هم خالی از نمرات بد و نقاط ضعف نیست. در تمام سال‌های تصدی او، آمریکا از نرخ تورمی بالاتر از سایر کشورهای عضو سازمان همکاری‌های



② گرینسپان معتقد است که نرخ بهره مانند یک تیغ دولبه بر اقتصاد تاثیر می‌گذارد.

در نتیجه، نرخ رشد اقتصادی آمریکا برای چند سال به سطحی کمتر از اروپا و ژاپن رسید. اما در سال‌های دهه ۱۹۹۰ گرینسپان، عنان قدرت را به دست گرفت و بارها، دست به جادوگری و معجزه‌های اقتصادی و پولی موثری زد که همگان را مهیوت و متحیر ساخت. یکی از مهمترین عوامل اعتبار و شهرت گرینسپان برمی‌گردد به اقدامات موثر او برای نجات اقتصاد جهانی از مهلکه‌هایی چون سقوط بازارهای سهام در سال‌های ۱۹۸۷ و ۲۰۰۱، سقوط اقتصاد روسیه و بحران جنوب شرقی آسیا در سال ۱۹۹۷. عامل اصلی در تاثیرگذار بودن این اقدامات، همانا تزریق به‌موقع نقدینگی در زمان آسیب‌پذیری بازارهای مالی بود. در ضیافت شامی که در دسامبر ۲۰۰۵، با شرکت

بسیاری از صاحب‌نظران، آلن گرینسپان، رییس بزرگ بانک مرکزی آمریکا را که در ۳۱ ژانویه ۲۰۰۶ بازنشسته شد، "بزرگترین و مقتدرترین رییس بانک مرکزی که تاکنون زیسته" لقب داده‌اند. هم او بود که به شهرت و مقبولیتی هم‌اندازه ستارگان سینما و خوانندگان راک دنیا دست یافت. او به هر افتخاری که فکرش را بکنید، دست یافته است: از کسب مـدال آزادی ریاست‌جمهوری (۱) آمریکا بگیرد تا نشان شوالیه ملکه انگلستان (۲) و نشان افتخار "لژیون دونور" (۳) فرانسه. اما او واقعاً که بود و چه کرد؟ و اقتصاددانان راجع به عملکرد و سیاست‌های او چه نظری دارند؟

هنگامی که آلن گرینسپان، مقام ریاست بر فدرال رزرو را از پاول وولکر، سلف "تورم‌ساز" خود تحویل گرفت و در سال ۱۹۸۷ بر صندلی داغ بزرگترین بنگاه پولی جهان تکیه زد، بسیاری از کارشناسان و تحلیلگران اقتصادی و پولی، معتقد بودند که او نخواهد توانست مدت زیادی در آنجا دوام بیاورد. در نخستین ماه‌های ریاست او بر بانک مرکزی آمریکا، بازار سهام آمریکا دچار بحران عظیمی شد و

ووظیفه یک بانک مرکزی، فقط جلوگیری از تورم نیست، بلکه بانک مرکزی موظف است تا ثبات مالی کشور را نیز حفظ نماید.

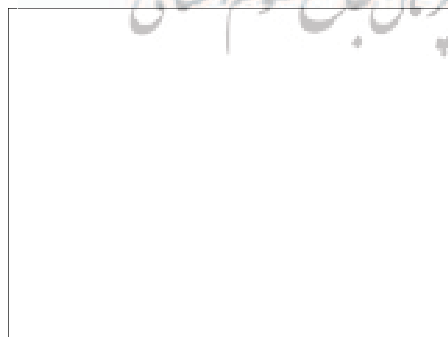
در دوران تصدی گرینسپان بر بانک مرکزی آمریکا، هم تورم عظیم تا حد زیادی کاهش یافت و هم این که اقتصاد آمریکا دوره طولانی رشد ثابت اقتصادی را تجربه کرد.

بیکاری را نیز تا حد زیادی کاهش داد و بسیاری از کارگران بیکار شده را به سر کارهایشان بازگردانید. با این حال، همین دستاوردهای کوتاه مدت، هزینه‌های بلندمدت سنگینی را بر جای گذاشت. توجه بیش از حد گرینسپان به معجزه بهره‌وری، چشم او را به روی خطرات ناشی از رشد افسارگسیخته پول در اقتصاد آمریکا بسته نگهداشت. سیاست‌های گرینسپان باعث شد تا تقاضای داخلی، خیلی سریعتر از عرضه داخلی آمریکا افزایش پیدا کند و کسری حساب جاری کنونی آمریکا را پدید آورد.

### عامل اصلی پیشی گرفتن نرخ رشد اقتصادی آمریکا بر منطقه یورو و ژاپن، عبارتست از رشد سریعتر جمعیت آمریکا و انعطاف پذیر تر بودن بازارهای کار و تولید در این کشور.

اما به عقیده آقای گرینسپان، اوضاع اقتصادی آمریکا، آنقدرها هم وخیم نیست، و این کشور هم‌اکنون بزرگترین حساب سهام و مسکن تاریخ خود را تجربه می‌کند. ولی بسیاری از اقتصاددانان تیزبین، ضمن ظاهری خواندن این حساب‌ها، بر این اعتقادند که "دوران گرینسپان" در پایان ماه ژانویه ۲۰۰۶ به اتمام نرسیده است، چون که آمریکا تا سال‌ها، از عدم توازن اقتصادی کنونی خود که ثمره سیاست‌های آقای گرینسپان است، رنج خواهد برد و با معضلاتی چون نرخ منفی سپرده‌گذاری و کسری عظیم حساب جاری خود دست و پنجه نرم خواهد کرد (نمودار شماره یک).

نمودار شماره یک  
قرض گرفتن از آینده  
درصدی از تولید ناخالص داخلی



Source: Goldman Sachs

اقتصادی و توسعه<sup>(۵)</sup> رنج می‌برد، حال آن که بسیاری از بانکداران مرکزی جهان، در پی کاستن از نرخ تورم خالص خود بودند. بنابراین، آقای گرینسپان، عملکردی بهتر و درخشان‌تر از سایر روسای بانک‌های مرکزی دنیا نداشته است. اگرچه آمریکا در سالیان گذشته، شاهد رشد سریعتر تولید ناخالص داخلی، در مقایسه با سایر کشورهای عضو OECD بود، اما این پیشرفت را نباید به حساب کارآمدی و تصمیم‌گیری‌های درست بانک مرکزی آمریکا گذاشت، بلکه عامل اصلی در شکل‌گیری و تقویت این رشد، یک سری فاکتورهای ساختاری و اجرایی در کلیت اقتصاد آمریکا بودند. عامل اصلی پیشی گرفتن نرخ رشد اقتصادی آمریکا بر منطقه یورو و ژاپن، عبارتست از رشد سریعتر جمعیت آمریکا و انعطاف پذیر بودن بازارهای کار و تولید در این کشور.

نتایج بررسی‌های مارتین بارنز، از موسسه تحقیقاتی بانک کریدیت<sup>(۶)</sup>، حکایت از آن دارد که اگر با واقع‌بینی و دقت نظر بیشتری به عملکرد اقتصادی آمریکا نگریسته شود، مشخص می‌گردد که آنچه باعث برتری نسبی آمریکا به سایر کشورهای عضو OECD شده است، نه رشد اقتصادی این کشور، بلکه کوچکتر شدن شکاف بین خروجی بالفعل و خروجی بالقوه اقتصادش بوده است. دو تن از اقتصاددانان آمریکایی، جیمز استاک و مارک واتسون، پس از بررسی‌های فراوان، به این نتیجه رسیده‌اند که کاهش نوسانات و بحران‌ها در اقتصاد آمریکا طی دو دهه گذشته، به واسطه رشد سهم بخش خدمات (که در مقایسه با بخش تولید، از آسیب‌پذیری و بحران‌پذیری کمتری برخوردار است) در این کشور تحقق یافته و فقط ۱۰٪ ثبات اقتصادی کنونی آمریکا، به واسطه اتخاذ سیاست‌های پولی مناسبتر از گذشته بوده است.

در مقابل، طرفداران و تحسین‌کنندگان گرینسپان، مدعی‌اند که سیاست‌های دور اندیشانه و هوشمندانه رییس بانک مرکزی آمریکا، نه تنها باعث کاهش حساسیت و نوسان‌پذیری اقتصاد آمریکا شده، بلکه حداقل به طور موقت، موجب افزایش نرخ رشد بالقوه آمریکا گردیده است. به عقیده این افراد، رشد چشمگیر بهره‌وری در سال‌های واپسین دهه ۱۹۹۰، از جمله مهمترین و درخشان‌ترین دستاوردهای گرینسپان بشمار می‌آید و این در حالی بود که اقتصاد آمریکا توانست پس از سال‌ها، رشد اقتصادی مطلوبی را تجربه کند که موجب افزایش تورم هم نشد و نرخ

یکی از مهمترین ایراداتی که بسیاری از اقتصاددانان و کارشناسان مسایل مالی از گرینسپان می‌گیرند، مربوط می‌شود به نحوه برخورد او با حساب سهام در سال‌های پایانی دهه ۱۹۹۰ و حساب مسکن در چند سال اخیر. به طور کلی، اتخاذ سیاست‌های اصولی و مطلوب برای مقابله با افزایش قیمت دارایی‌هایی مانند مسکن و سهام، جزو مهمترین و حیاتی‌ترین تصمیم‌گیری‌های روسای بانک‌های مرکزی دنیا می‌باشد. گرینسپان و همکارانش سه بحث اصلی را در تعامل با بی‌اعتنایی هدفمندشان نسبت به قیمت دارایی‌هایی چون مسکن و سهام، مطرح می‌کردند: اول اینکه، سیاست‌های پولی مبتنی بر کاهش تورم و افزایش رشد، بهترین ابزار برای رسیدن به ثبات اقتصادی می‌باشد؛ دوم اینکه، هیچگاه نمی‌توان مطمئن بود که آنچه شکل یک حساب را دارد (مثلاً حساب مسکن یا حساب سهام) واقعاً یک حساب باشد و سوم اینکه، نرخ بهره مانند یک تیغ دولبه بر اقتصاد تاثیر می‌گذارد. آقای گرینسپان، با مطرح ساختن این سه استدلال می‌کوشد تا همگان را قانع سازد که بهترین کار در قبال حساب‌های مسکن و سهام، این است که منتظر بمانیم تا آنها به خودی خود بترکند و پس از آن، باید سیاست‌های پولی را با هدف تخفیف‌دادن جریان سقوط قیمت‌ها تدوین و اجرا نمود.

در اینجا، بد نیست پاسخی مناسب برای هر کدام از این ادعاها ارائه دهیم. در جواب ادعای اول باید گفت که وظیفه یک بانک مرکزی، فقط جلوگیری از تورم نیست، بلکه بانک مرکزی موظف است تا ثبات مالی کشور را نیز حفظ نماید. سه حساب بزرگ بازار سهام در قرن بیستم - که دو مورد آن به سال‌های دهه ۱۹۲۰ و ۱۹۹۰ و آمریکا و یک مورد آن در ژاپن دهه ۱۹۸۰ شکل گرفت - همگی در زمانی اتفاق افتادند که تورم، در سطح پایینی قرار داشت. در دنیایی مملو از "پول ارزان" و منابع جدید عرضه، همچون چین، به سختی می‌توان به طور همزمان، هم تورم را در سطح پایینی نگهداشت و هم رونق اقتصادی را حفظ نمود. در این حالت، اگر بانک‌های مرکزی نرخ بهره را در سطح پایینی نگهدارند، گرایش به ریسک‌پذیری و سرمایه‌گذاری‌های پرخطر در بازارهای مالی افزایش خواهد یافت و نقدینگی بیشتری به سمت بازار سرازیر خواهد شد و این، یعنی افزایش تورم پنهان در برابر تورم سنتی (نمودار شماره دو).

بگذارند. به عنوان مثال، بانک مرکزی انگلستان، بانک مرکزی استرالیا و بانک مرکزی نیوزیلند در سال ۲۰۰۵ اقدام به افزایش نرخ بهره، حتی بیش از افزایش نرخ تورم، نمودند تا بدین وسیله از صعود نگران‌کننده قیمت مسکن جلوگیری کنند که موفق هم شدند.

### چه کسی آمریکا را در آینده نجات خواهد داد؟

دیدگاه‌های خاص آلن گرینسپان درباره حباب‌ها، تا حد زیادی با رویکردهای مدیریت ریسک مطابقت دارد، اما برخلاف گرینسپان پر اگماتیست، جانشین او، یعنی بن برنانک، بر این اعتقاد است که نرخ بهره نباید نسبت به تغییرات در قیمت دارایی، به صورت کورکورانه و بدون در نظر گرفتن پیامدهای تورمی واکنش نشان دهد و افزایش یا کاهش برنانک برپایه پژوهشی که در سال ۱۹۹۹ انجام داد، به این نتیجه رسید که اگر بانک مرکزی به صورت اتوماتیک و بدون در نظر گرفتن شاخص‌های اقتصادی کلان، نرخ بهره را بالا یا پایین ببرد تا بدین وسیله نسبت به افزایش یا کاهش قیمت دارایی واکنش نشان دهد، در واقع، در جهت بی‌ثبات‌تر کردن اقتصاد گام برداشته است.

به‌هرحال، آقای برنانک که جانشین مردی بزرگ و خبرساز شده است، وظیفه‌ای دشوار برعهده دارد و بایستی فاصله‌ای را که از حیث سیاست‌گذاری‌ها و تصمیم‌گیری‌های کلان بین سلف خود و سایر روسای بانک‌های مرکزی به وجود آمده، کمتر و کم‌رنگ‌تر نماید و به تدریج، آلن گرینسپان را از بانک مرکزی آمریکا بیرون کند. ■

### پانوشت‌ها

- 1) Presidential Medal of Freedom.
- 2) British Knighthood.
- 3) Legion of Honour.
- 4) Great Depression.
- 5) Organization for Economic Co-operation and Development (OECD).
- 6) Bank Credit Analyst.

ندارند و به طور کلی، سیاست‌های پولی به طور دایم با ابهام و تردید سروکار دارند و وجود همین ابهام و تردیدها، عامل و بانی شکل‌گیری و تقویت سیاست‌های مالی به حساب می‌آید و نه عاملی برای دست روی دست‌گذاشتن و هیچ‌کار نکردن.

در مورد ادعای آقای گرینسپان نیز باید گفت که حتی اگر یک رییس بانک مرکزی کاملاً درباره وجود یک حباب مطمئن باشد، باز هم نمی‌تواند کار چندانی در قبال آن انجام دهد، چون که نرخ بهره، از جمله ابزارهایی در دست اوست که کاربردهای خاص و محدودی دارد. در آگوست سال ۲۰۰۵، گرینسپان گفت: «به سختی می‌توان قیمت دارایی را به سطح هدف رسانید». اما این جمله، از جهات مختلف، معنادار و در عین حال عجیب است، چون که بانک‌های



② بن برنانک باید به تدریج آلن گرینسپان را از بانک مرکزی آمریکا بیرون کند.

مرکزی، هیچگاه به طور مستقیم "یک هدف" را برای قیمت دارایی‌ها تعیین نمی‌کنند، زیرا ابزارهای کافی برای تحقق این هدف را در دست ندارند و این کار را از راه‌های غیرمستقیم انجام می‌دهند، حال آن که آقای گرینسپان منکر هرگونه اثرگذاری غیرمستقیم بانک مرکزی است.

### فراسوی تورم

برخلاف آنچه گرینسپان گفته است، بانک‌های مرکزی می‌توانند با ابزارهایی که در اختیار دارند، به طور غیرمستقیم بر تورم و تعیین قیمت دارایی تاثیر

Source: Thomson Datastream: OPHEO

بدیهی است که تورم ناشی از قیمت دارایی هم می‌تواند به اندازه تورم سنتی، مضر و خطرناک باشد. هرگونه سقوط در قیمت‌های سهام یا مسکن می‌تواند به رکود اقتصادی عظیمی منتهی شود و یا تخصیص نادرست منابع - کاهش پس‌انداز و افزایش سرمایه‌گذاری غیرمولد - را به دنبال داشته باشد و این، یعنی کاهش رشد در آینده. به همین دلیل است که بانک‌های مرکزی، باید توجه بیشتر و دقیق‌تری به قیمت‌های دارایی داشته باشند.

در مورد ادعای دوم گرینسپان و همفکرانش نیز باید گفت که برخلاف آنچه گرینسپان می‌گوید، شناسایی حباب‌های واقعی، غیرممکن نیست: هنگامی که قیمت‌ها به آستانه خطر نزدیک شوند و اقتصاد یک کشور، شاهد پدیده‌هایی چون رشد سریع اعتبارات

باشد، زنگ خطر برای سیاست‌گذاران به صدا درمی‌آید. از سخنرانی‌ها و بخشنامه‌های ارائه‌شده از سوی مسوولان بانک مرکزی آمریکا، چنین برمی‌آید که آنها نیز صدای زنگ خطر را شنیده‌اند و به وجود حباب مسکن و سهام در دهه ۱۹۹۰ واقف شده‌اند. به عنوان مثال، آقای گرینسپان در جلسه‌ای در دسامبر ۱۹۹۹، در پاسخ به سوالی راجع به حباب سهام در بازار سهام آمریکا گفت: «تنها سوال مطرح در حال حاضر، حجم و میزان این حباب است و نه وجود یا عدم آن».

علاوه بر این، بانک‌های مرکزی، نیازی به شناسایی حتمی حباب‌ها، پیش از انجام هر اقدامی