

اثربخشی استقلال بانک مرکزی در مقایسه با قواعد سیاستی^۱

محمد سالاریان،* سحر منصف شمرده**

چکیده

در این مقاله، اثربخشی نسبی استقلال بانک مرکزی در مقایسه با قواعد سیاستی با استفاده از ابزارهای سیاستی با هدف دستیابی به عملکرد اقتصادی خوب مورد ارزیابی قرار گرفته است. افزون بر این، تغییرات ایجادشده در طول زمان در زمینه‌های اقتصاد کلان، پیروی از سیاست پولی قاعده‌مند و درجه استقلال بانک مرکزی، مورد بررسی قرار گرفته است. معیار ارزیابی عملکرد اقتصاد کلان بر مبنای ثبات قیمت‌ها و ثبات تولید تعریف شده است. عوامل دیگری غیر از قواعد سیاست‌گذاری پولی نیز مورد بررسی قرار گرفته است. استقلال بانک مرکزی در فدرال رزرو هم به مفهوم قانونی و رسمی و هم به لحاظ عملیاتی و اجرایی بررسی شده است. یافته اصلی این پژوهش آن است که بهبود در عملکرد اقتصاد کلان در نیم قرن گذشته، مرهون پیروی از سیاست پولی قاعده‌مند و تا حدودی استقلال نسبی فدرال رزرو در عمل، بوده است. همچنین، نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که بهبود عملکرد اقتصادی با افزایش درجه استقلال قانونی و رسمی بانک مرکزی ارتباط روشن و محکمی نداشته است. استقلال رسمی و قانونی بانک مرکزی به تنهایی در بهبود نتایج سیاست پولی تأثیر قابل توجهی نداشته است. به نظر می‌رسد چارچوب قاعده‌مند سیاست پولی برای بهبود عملکرد اقتصاد کلان ضروری باشد.

واژگان کلیدی: استقلال بانک مرکزی، قواعد سیاستی، عملکرد اقتصادی.

طبقه‌بندی JEL: E58, O23, F45.

۱. ترجمه ای است از:

John B. Taylor. (2013). The Effectiveness of Central Bank Independence Versus Policy Rules. Stanford Institute for Economic Policy Research. Stanford, CA 94305.

*کارشناس ارشد اقتصاد، محقق اداره حسابهای اقتصادی بانک مرکزی ج.ا.

**کارشناس ارشد اقتصاد، کارشناس دفتر حسابهای اقتصادی مرکز آمار ایران

۱. مقدمه

میلتون فریدمن^۱ (۱۹۶۲) در مقاله‌ای با عنوان "آیا بانک مرکزی باید مستقل باشد؟" سه گزینه ترتیبات و اصلاحات نهادی سه‌گانه‌ای را برای اجرای مسئولانه سیاست پولی توسط دولت‌ها مورد بحث قرار داده است که عبارتند از: استاندارد کالای اولیه،^۲ بانک مرکزی مستقل، و سرانجام، قواعد سیاست پولی مصوب و قانونی. فریدمن در نوشته‌های خود عمدتاً بر دو گزینه آخر متمرکز شده و بر اساس تجارب دهه‌های اخیر بانکداری مرکزی در ایالات متحده آمریکا و سایر کشورها به این نتیجه رسیده است که گزینه آخر یعنی وضع قواعد روشن برای سیاست پولی و ابزارهای سیاست پولی به‌صورت قانونی و مقرراتی نسبت به دو گزینه دیگر ارجح است.

نیم قرن پس از نگارش مقاله فریدمن، هم‌اکنون اطلاعات بیشتری در زمینه ترتیبات مذکور در اختیار قرار دارد. به‌طور مشخص، تجربه درجات مختلف پیروی از سیاست پولی قاعده‌مند و درجات مختلف استقلال بانک مرکزی را در مقاطع و کشورهای مختلف در دسترس داریم. همچنین، شاهد تغییرات متناظری متأثر و ناشی از اجرای هر یک از این سیاست‌ها در عملکرد اقتصادی بوده‌ایم. در این مقاله، شواهد و عملکردهای سیاست پولی مورد بررسی قرار گرفته و دلالت‌هایی برای بانکداری مرکزی در سال‌های آتی ارائه شده است. این شواهد شامل تغییراتی است که در ثبات کلی وضعیت کلان اقتصاد در پنجاه سال گذشته اتفاق افتاده است. همچنین، در پنجاه سال گذشته، شاهد سپری شدن دوره تعدیل بزرگ^۳ نیز بوده‌ایم. شواهد و عملکردهای دوره پنجاه ساله مورد نظر، سپس با تغییرات سیاست پولی متکی بر قاعده‌مندی و میزان استقلال بانک مرکزی مورد بررسی قرار گرفته است.

1. Milton Friedman

2. Commodity Standard

3. Great Moderation

۲. عملکرد متفاوت در جهت و خلاف جهت تعدیل بزرگ

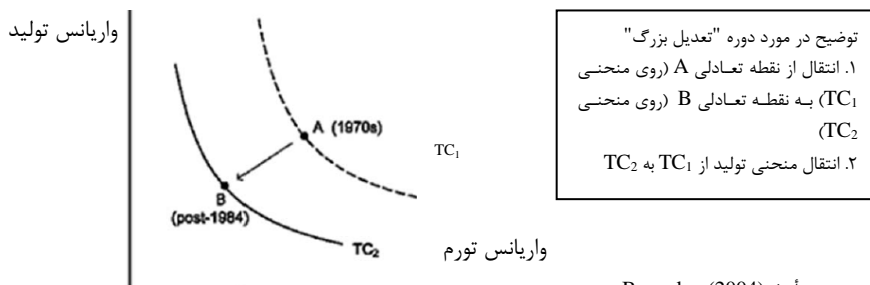
برای اندازه‌گیری تغییرات عملکرد اقتصاد کلان در طول زمان، اندازه نوسانات تولید حقیقی و تورم در این بخش بررسی خواهد شد. چارچوبی ساده برای ارزیابی اثر سیاست پولی بر چنین نوساناتی، بررسی مبادله (بده بستان) بین واریانس تورم و واریانس تولید است که در سال‌های پیش از تعدیل بزرگ این مبادله بسیار بزرگ شده بود (نگاه کنید به تیلور^۱ (۱۹۸۰، ۱۹۷۹)).

این چارچوب توسط برنانکه^۲ در ارزیابی‌اش از سیاست پولی و آثار عملکرد اقتصادی آن، نخستین بار در مقاله خود با عنوان "تعدیل بزرگ" در سال ۲۰۰۴ مطرح شده است. این چارچوب توسط بانکداران مرکزی دیگر از جمله مروین کینگ^۳ (۲۰۱۲، ۱۹۹۹) و لارس اسونسن^۴ (۲۰۱۲) نیز استفاده شده است. هر چند رابطه مبادله (بده بستان) بین سطح تورم و تولید (یا بیکاری) بسیار کوتاه مدت است، اما رابطه مبادله بین نوسانات این دو متغیر طولانی‌تر بوده و برای مقایسه و ارزیابی عملکرد اقتصادی در فواصل بیش از دو تا سه سال مناسب‌تر است. این چارچوب به‌طور طبیعی این پژوهش را فراتر از این پرسش ساده که چرا بحران مالی به وقوع پیوست، قرار می‌دهد و آن را در سطح پرسش‌های عالی‌تری مطرح می‌نماید که چرا رکود بزرگ در ابعاد سنگین به وقوع پیوست و بهبود آن خیلی کند صورت می‌گیرد و تا آن‌جا که به آینده مربوط می‌شود، اندازه رکود بعدی چه میزان خواهد بود؟ در این پژوهش، نوسانات را در دوره زمانی طولانی‌تری مورد بررسی قرار می‌دهیم.

نمودار ۱، رابطه مبادله بین واریانس تولید و واریانس تورم را به همان صورت اولیه که برنانکه استخراج نموده، نمایش داده است. در این نمودار، واریانس تورم روی محور افقی و واریانس تولید واقعی (انحرافات از تولید ناخالص داخلی بالقوه) روی محور عمودی نمایش داده شده است. نقاطی که روی این محور مختصات به سمت شمال و شرق قرار گرفته‌اند، بی‌ثباتی بیشتر اقتصاد کلان و در نتیجه، عملکرد ضعیف‌تر اقتصادی را نشان می‌دهند.

1. Taylor
2. Ben Bernanke
3. Mervyn King
4. Lars Svensson

شکل ۱. رابطه مبادله میان تولید و تورم "تعدیل بزرگ"



این منحنی رابطه مبادله‌ای را نشان می‌دهد که تحت آن در طول منحنی، سیاست پولی تنها با ایجاد نوسانات بزرگتر تولید می‌تواند به نوسانات کمتر تورم دست یابد. نقاط سمت چپ و یا زیر منحنی‌های ترسیم شده در دوره‌های مرتبط در اقتصاد آمریکا با ساختار مفروض آن دوره دست نیافتنی تلقی شده‌اند. نقاط سمت راست و بالای منحنی‌ها، ناکارا ارزیابی می‌شوند، به این معنا که با سیاست پولی بهتر نقطه تعادل بین تورم و تولید با واریانس کمتر روی منحنی‌ها دست‌یافتنی خواهد بود.

موقعیت و شکل منحنی‌های ترسیم‌شده به ساختار زیربنایی اقتصاد و اندازه شوک‌های برونزایی که اقتصاد را در معرض مخاطره قرار می‌دهد، بستگی دارد. منحنی رابطه مبادله اقتصاد با انعطاف ناپذیری کمتر (انعطاف پذیرتر) دستمزد و ساختار قیمت‌ها، نزدیکی بیشتری به نقطه مبدأ مختصات دارد تا منحنی رابطه مبادله اقتصاد با دستمزدها و قیمت‌های انعطاف ناپذیر (کمتر انعطاف پذیر). اقتصادی که با درجات بیشتری در معرض شوک‌های خارجی قرار دارد، نسبت به اقتصادی که کمتر در معرض شوک‌های خارجی است، منحنی رابطه مبادله‌اش دورتر از مبدأ مختصات قرار دارد.

منحنی‌های رابطه مبادله به‌طور کمی از طیف وسیعی از برآوردها یا کالیبراسیون مدل‌های اقتصاد کلان از جمله مدل‌های تعادل عمومی پویای تصادفی^۱ و مدل‌های نیوکینزین از نوعی که در پایگاه داده‌های مدل پولی ولکر وایلند^۲ (۲۰۰۹) گردآوری شده، قابل تنظیم و استخراج هستند. البته

^۱. Dynamic Stochastic General Equilibrium (DSGE).

^۲. Volker Wieland

منحنی‌های رابطه مبادله از یک مدل به مدل دیگر تا اندازه‌ای متفاوت خواهد بود، چرا که ساختارهای اقتصادی آنها در مدل‌ها فرق می‌کنند.

جایگاه اقتصاد بر روی یک منحنی معین بستگی به میزان تأکید مقام پولی بر نوسانات تورم در مقایسه با نوسانات تولید دارد. به عنوان مثال، وزن بیشتر به تورم در تابع هدف بانک مرکزی، دلالت بر موقعیت اقتصاد در منطقه سمت چپ و بالای یک منحنی رابطه مبادله خاص دارد.

به سوی تعدیل بزرگ

بر مبنای شکل ۱، تحلیل‌های ارائه شده و نیز مقاله مورد اشاره برنانکه، دلایل تعدیل بزرگ یادشده به خوبی قابل توضیح است. حرکت مهم از بی‌ثباتی اقتصادی دهه ۱۹۷۰ میلادی به سوی تعدیل بزرگ را می‌توان در نمودار با حرکت از نقطه A به نقطه B نشان داد. علل مختلف چنین حرکتی را می‌توان با استفاده از این منحنی توضیح داد. اگر علت انتقال منحنی، شوک‌های ضعیف‌تر و یا ساختار اقتصادی بهتر و انعطاف‌پذیرتر بوده است (مانند دستمزدها و ساختار قیمتی منعطف‌تر یا آینده‌نگرتر) آنگاه سازوکار انتقال منحنی از TC_1 به TC_2 بهتر قابل تفسیر است. اگر علت این امر اجرای یک سیاست پولی بهتر بوده است (مانند حرکت از سیاست‌های پولی پرنوسان دهه ۱۹۷۰ به سمت سیاست‌های پولی قاعده‌مندتر^۱ و قابل پیش‌بینی‌تر در دهه ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰)، آنگاه این حرکت را می‌توان حرکت به سمت منحنی TC خاص و معین تلقی نمود. در این حالت می‌توان گفت که منحنی رابطه مبادله همواره در TC_2 قرار داشته و سیاست پولی از نقطه با کارایی پایین A به نقطه کارای B حرکت نموده است. البته در واقعیت، هم انتقال منحنی رابطه مبادله و هم حرکت از نقطه با کارایی پایین به نقطه با کارایی بالاتر اتفاق افتاده است.

استدلال‌هایی در هر دو سمت این بحث درباره عوامل تعدیل بزرگ مطرح شده و مقالات و نتایج مطالعات تجربی زیادی انتشار یافته است؛ از مطالعه استاک و واتسون^۲ (۲۰۰۲) با کاربرد مدل‌های سری زمانی تا مطالعه کچتی و همکاران^۳ (۲۰۰۶) با استفاده از مدل‌های ساختاری. استفاده

1. Rule-Like Policies
2. Stock and Watson
3. Cacchetti, et al

از مدل‌های تجربی پیچیده‌تر، رابطه درونی بنیادی بین عوامل دوگانه پیش‌گفته را بهتر می‌تواند توضیح دهد. همان‌طور که در مقاله تیلور (۱۹۸۰) تأکید شده است، اگر انعطاف‌ناپذیری در تصمیمات مربوط به دستمزدها و قیمت‌ها به دلیل اجرای سیاست پولی بهتر و قابل پیش‌بینی‌تر کاهش پیدا کرده باشد، آنگاه اجرای سیاست پولی مناسب‌تر ممکن است به تغییر ساختار اقتصاد نیز منجر شده باشد. با توجه به تمام این مباحث، برنانکه در مقاله ۲۰۰۴ خود نتیجه گرفته است که حرکت به سمت سیاست پولی کارا، دلیل اصلی تعدیل بزرگ ارزیابی می‌شود. همان‌طور که تیلور در گزارش ۱۹۹۸ اشاره کرده است، به همین دلیل و دلایل متعدد دیگر، این نتیجه‌گیری کاملاً درست است. به علاوه، کاملاً محتمل است که تغییر در سیاست پولی به بهبود ساختار اقتصادی منجر شده و این بهبود در انتقال به سمت چپ منحنی رابطه مبادله کاملاً قابل توضیح است.

مسیر انحرافی از تعدیل بزرگ

به هر حال، دوره تعدیل بزرگ به اتمام رسیده و زمان آن است که علل و عوامل این دوران پرتغییر اما کم‌تلاطم مورد بررسی واقع شود. در جدول ۱، میزان تغییرات واقعی متغیرهای کلیدی اقتصاد نشان داده شده است. در جدول ۱، علاوه بر واریانس، انحراف معیار متغیرها نیز نشان داده شده است. انحراف معیار متغیرها به عنوان شاخص اندازه‌گیری نوسان متغیرهای مورد نظر در مطالعه تیلور (۱۹۷۹) مورد توجه بوده و بر اساس آن منحنی رابطه مبادله تورم و تولید در فضای انحراف معیار متغیرها ترسیم شده بود.

جدول ۱. میزان نوسان تولید و تورم در سه دوره (درصد)

واریانس		انحراف معیار		دوره
تورم	تولید	تورم	تولید	
۵/۸	۱۳/۰	۲/۴	۳/۶	۱۹۶۵/۱-۱۹۸۳/۴
۰/۶	۲/۳	۰/۸	۱/۵	۱۹۸۴/۱-۲۰۰۶/۴
۰/۶	۲۹/۲	۰/۸	۵/۴	۲۰۰۷/۱-۲۰۱۲/۳

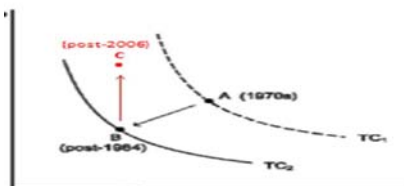
معیارهای نوسان تولید و تورم در جدول ۱، برای سه دوره مورد نظر محاسبه و منعکس شده است. این دوره‌ها، به دوره‌های قبلی، حین و بعد از تعدیل بزرگ تقسیم شده است. واریانس و انحراف معیار تورم به صورت فصلی از طریق درصد تغییر (در نرخ سالانه) شاخص ضمنی تولید ناخالص داخلی محاسبه شده است. واریانس و انحراف معیار تولید، از شکاف تولید ناخالص داخلی و یا درصد انحراف تولید ناخالص حقیقی نسبت به برآورد GDP بالقوه محاسبه شده توسط دفتر بودجه کنگره آمریکا (CBO) اندازه‌گیری شده است.

توجه به این مطلب لازم است که دوره پس از تعدیل بزرگ تنها ۵ سال را پوشش می‌دهد و کوتاه‌تر از دوره‌های دیگر مورد مقایسه است. لذا به نظر نمی‌رسد که دوره خروج از رکود ۲۰۰۹ - ۲۰۰۷ به پایان رسیده باشد، بنابراین، ممکن است انحراف معیار دوره پس از تعدیل بزرگ بدتر شدن عملکرد تولید در نظام پس از تعدیل را تشدید نموده باشد. شناسایی مشخصات یک دوره تاریخی در حال ظهور در زمان واقعی بسیار مشکل است (و البته این امید وجود دارد که اقتصاد به زودی به شرایط تعدیل بزرگ برگردد). به عنوان مقایسه، لازم به توجه است که در ابتدا دوره کاهش سیاستی دائمی در نوسان این متغیرها پس از سال ۱۹۸۴ را در مقاله تیلور (۱۹۹۸) یادآور شدم، یعنی حدود ۱۴ سال پس از آن که تعدیل بزرگ آغاز شد. در آن زمان با بهبود اساسی نسبت به رکود در اوایل دهه ۱۹۸۰، رکود کوچک اوایل دهه ۱۹۹۰، و شروع یک رونق طولانی در دهه ۱۹۹۰ مواجه بودیم. با این وجود، هم‌اکنون مطالعات زیادی درباره دوره پس از تعدیل بزرگ وجود دارد، هرچند با گذشت زمان به یقین مطالعات بیشتری در این زمینه انجام خواهد شد.

برای نشان دادن این تغییرات، در شکل ۲ نمودار رابطه مبادله واریانس مورد استفاده برنانکه (۲۰۰۴) با افزودن نقطه C و یک پیکان از نقطه B به نقطه C به‌هنگام شده است.

شکل ۲. رابطه واریانس تورم و تولید (به هنگام شده تا پس از ۲۰۰۶)

واریانس تولید



واریانس تورم

مأخذ: Benanke. (2004)

همان طور که مشاهده می‌شود، خط ارتباطی از نقطه B به نقطه C، به راحتی مسیر نقطه A به نقطه B را در جهت معکوس طی نمی‌کند. حرکت از دهه ۱۹۷۰ به سوی تعدیل بزرگ مشابه تحلیل کلی گزارش برنانکه (۲۰۰۴) است؛ ولی حرکت در خروج و دوری از تعدیل بزرگ نسبت به روندهای گذشته بسیار متفاوت است. حرکت از نقطه B به C یک حرکت کاملاً عمودی است که در نمودار قابل مشاهده است. تقریباً تمام عملکرد ضعیف اقتصادی سال‌های پس از ۲۰۰۷، در افزایش زیاد نوسان تولید به واسطه رکود بزرگ و سرعت بسیار پایین بهبود اقتصادی، در نقطه C منعکس شده است. عملکرد تورم همچنان به صورت با ثبات و در سطح گذشته ثابت مانده است، هرچند که ممکن است در آینده این وضعیت تغییر کند.

پایان دوره تعدیل بزرگ پرسش‌های بسیاری را برانگیخته است؛ همان طور که این پرسش‌ها در مورد پدیده تعدیل بزرگ مطرح بوده است. آیا پایان دوره تعدیل بزرگ به علت تغییر تجربه شده در ساختار اقتصاد از بابت ریسک‌گریزی کمتر فعالان اقتصادی، آن گونه که توسط کینگ^۱ (۲۰۱۲) مطرح شده، اتفاق افتاده است؟ اگر این گونه است آنگاه باید انتظار داشت که منحنی رابطه مبادله از نقطه مبدأ صفر به بیرون انتقال یافته باشد. توضیح دیگر این وضعیت آن است که همانند تیلور (۲۰۰۷) و (۲۰۱۲) گفته شود که منحنی رابطه مبادله نوسان تولید و تورم به صورت برونزا و به دلیل ساختاری جابه‌جا نشده است، بلکه سیاست‌های پولی بهتر به انتقال اقتصاد از نقطه B به نقطه C منجر شده است. اینکه تقریباً تمام آثار منفی ناشی از ضعف در عملکرد اقتصادی در بُعد تولید تحلیل شده است نه در حوزه تورم، یک حقیقت محض است که شناسایی دلایل آن به سازوکار انتقال اقتصاد از نقطه B به نقطه C کمک می‌کند.

۳. تغییر نظام سیاست‌گذاری پولی یا عوامل دیگر؟

برای پاسخ به پرسش در مورد علیت این پدیده، بررسی آن در مفهوم و شکلی گسترده‌تر از چرایی افزایش پایداری (ثبات) اقتصاد کلان در ابتدا و سپس کاهش آن، مفید خواهد بود.

شوک‌های برونزا و ساختار اقتصاد

یکی از تفسیرهای ساختاری برای تعدیل بزرگ، این بوده که اقتصاد ایالات متحده آمریکا در دوران تعدیل بزرگ بسیار بیش از گذشته، خدمات محور بوده است. دوره‌های اقتصادی آن‌گونه و به شدتی که در حوزه تولید کالایی اثر گذارند، به حوزه تولید خدمات اثر نمی‌کنند. مشکل این تفسیر از تعدیل بزرگ آن است که گذار به اقتصاد خدمات محور^۱ بسیار تدریجی بوده است و این پدیده به تنهایی نمی‌تواند تغییر ناگهانی به سمت ثبات بیشتر اقتصادی را توضیح دهد. این توضیح حتی برای تحمیل برگشت نوسانات شدید تولید کمتر قابل پذیرش است، زیرا که در دوران پس از تعدیل بزرگ فرآیند خدماتی شدن اقتصاد معکوس نشد، اگرچه فرآیند رشد کند شده بود.

تفسیر دیگر برای دوره تعدیل بزرگ، کنترل بهتر موجودی کالای در انبار بود، مانند روش به‌هنگام (یا به موقع)^۲ برای مدیریت موجودی کالا. در طول دوره‌های رکود و رونق، نوسانات موجودی انبار کالا، فراز و فرودهای تولید ناخالص داخلی را تشدید می‌کند. شرکت‌های تولیدی در هنگام تضعیف فروش اقدام به کاهش موجودی انبار کالا کرده و در شرایط تقویت فروش، موجودی کالا را تجدید می‌کنند. بنابراین، مدیریت و کنترل بهتر موجودی کالا می‌تواند ثبات اقتصادی را بهبود بخشیده و توضیح دهد؛ اما این تفسیر نیز مشکلاتی داشت. هنگامی که فروش نهایی به معنای تولید ناخالص داخلی پس از کسر موجودی انبار کالا در برآوردها مورد ملاحظه قرار می‌گیرد، همان نتایج پیشین و همان مقدار بهبود در ثبات اقتصادی قابل مشاهده است. این مشاهده بدان معناست که با توجه به آن که مدیریت موجودی انبار نسبت به دوره پیشین بدتر نشده است، بنابراین، مدیریت موجودی نمی‌تواند تفسیر معتبری برای نوسان بیشتر تولید و شدت رکود و ضعف بهبود اقتصادی در دوره پس از تعدیل بزرگ ارزیابی شود.

اما هنوز تفسیرهای دیگری در زمینه پایان دوره تعدیل بزرگ وجود دارد که از ظرفیتی بالا در حوزه‌های کاربردی و سیاست‌گذاری برخوردار است. برخی پژوهشگران بیان کرده‌اند که اندازه و تناوب شوک‌های بیرونی بر اقتصاد در دوره پس از تعدیل بزرگ افزایش یافته است؛ اما این تفسیرها نیز

1. Service-Oriented
2. Just-in-Time

چندان قابل دفاع نیست، زیرا شوک‌های نفتی دهه ۱۹۷۰ بیشتر و بزرگتر از شوک‌های دهه ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ بوده است. هر چند استوک و واتسون (۲۰۰۲) شواهد و دلایل اقتصادسنجی برای این دیدگاه ارائه داده‌اند، اما توجه به این مطلب ضروری است که ضعف‌های شدید عملکرد اقتصادی دهه‌های ۱۹۶۰ و ۱۹۷۰ اقتصاد آمریکا پیش از شوک‌های نفتی دهه ۱۹۷۰ رخ داده است. علاوه بر آن، اقتصاد ایالات متحده آمریکا با شوک‌های جدی در دهه ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ روبه‌رو بود، که بحران مربوط به مؤسسات پس‌انداز و اعتبار یکی از این بحران‌ها بوده است.

تغییر در سیاست پولی

بررسی‌ها و مطالعات انجام شده در این زمینه از جمله برنانکه (۲۰۰۴)، تیلور (۱۹۹۸، ۲۰۱۰)، میر^۱ (۲۰۱۰) نشان می‌دهد که تغییرات ایجادشده در چارچوب سیاست پولی را باید دلیل اصلی بهبود عملکرد اقتصادی در دهه ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ به حساب آورد. در واقع، تغییرات شفاف سیاست‌های پولی در طول این دوره، شامل تمرکز قاعده‌مند بر ثبات قیمت‌ها و تمسک به قواعد ساده و شفاف سیاستی قابل پیش‌بینی که از دوره پُل ولکر^۲ آغاز و در دوره آلن گرینسپن^۳ تعقیب شد، دلیل اصلی موفقیت سیاستی دوره تعدیل بزرگ محسوب می‌شود.

به نظر می‌رسد ملاحظات سیاست پولی معکوس در سال‌های اخیر علت اصلی تضعیف عملکرد اقتصادی این سال‌ها به حساب می‌آید. در سال‌های اخیر سیاست پولی از قاعده خارج شده، به‌ویژه در دوره‌ای از سال ۲۰۰۳ تا ۲۰۰۵ یعنی زمانی که به نظر من نرخ بهره سیاستی خیلی کمتر از سطوحی بود که مشابه وضعیت اقتصادی دهه ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ می‌باید در سطح بالاتری قرار می‌گرفت. بسیاری از پژوهشگران تجربی، مشابه مطالعه انجام شده توسط تیلور (۲۰۱۲)، شواهد چنین انحرافی از قواعد سیاستی را آشکار کردند، اما می‌توان به سادگی تنظیمات نرخ وجوه فدرال در زمان‌های مختلف را مقایسه نمود و به نتیجه مشابهی دست یافت. افزون بر این، اجرای سیاست‌های پولی استصوابی با دخالت

1. Meyer

2. Paul Volcker

3. Alan Greenspan

فدرال رزرو در بازارهای خاص مانند بازار اوراق قرضه با پشتوانه رهنی،^۱ گسترش ترازنامه فدرال رزرو و با تعهد به کاهش نرخ بهره به صفر، آن هم در شرایطی که قواعد سنتی نرخ‌های سیاستی بالاتری را ایجاب می‌کرد، بیش از حد لازم از سیاست‌های قاعده‌مند فاصله گرفت. متزلزل (۲۰۰۹)، در تاریخ جامع خود از سیاست‌های فدرال رزرو نیز این تغییر رویکرد به سمت سیاست استصوابی پولی را مستند نموده و آن را انحرافی بزرگ از سیاست پولی قاعده‌مند دوره ۲۰۰۳-۱۹۸۳ به حساب آورده است.

البته همزمان با شروع دوره تعدیل بزرگ به غیر از شوک‌های سیاست پولی، می‌توان به شوک‌های بیرونی به مثابه عوامل اثرگذار دیگر اشاره نمود. برای مثال در بررسی دوره منتهی به بحران اخیر، الیوت و بیلی^۲ (۲۰۰۹) و کینگ (۲۰۱۲) نشان دادند که شوک ترجیحات به شکل کاهش ریسک‌گریزی در فعالان اقتصادی وجود داشته است. در واقع، کینگ (۲۰۱۲) به روشنی نشان داده است که این تغییر ساختاری (کاهش ریسک‌گریزی) منحنی رابطه مبادله را در شکل ۲، با پذیرش ریسک بیشتر توسط سرمایه‌گذاران به سمت بالا و راست (بیرون از مبدأ مختصات) انتقال داده و به این ترتیب موجبات ظهور دوره‌های رونق و رکود جدید را فراهم نموده است. کینگ (۲۰۱۲) در بررسی خود استدلال می‌کند که ثبات پایدار و طولانی دوره تعدیل بزرگ موجب این تغییرات ساختاری در ترجیحات فعالان اقتصادی شده و با تقویت روحیه بی‌احتیاطی و فراموشی در فعالان موجب بی‌ثباتی جدید شده است (ثبات طولانی بی‌ثباتی را تغذیه می‌کند)، البته همان‌طور که گفته شد، طول دوره سیاست پولی با نرخ‌های بهره پایین باعث شد که فعالان اقتصاد به فعالیت‌هایی با بازدهی و ریسک بالا گرایش پیدا کنند و این خود باعث انتقال منحنی رابطه مبادله شده است.

در تکمیل این مطلب باید گفته شود که سیاست‌های دیگر دولت (عمدتاً غیرمرتبط با سیاست پولی) در ایجاد شوک‌های بازار مالی نیز سهمیم بوده است. مطالعه پیترو والیسون (۲۰۱۱) سیاست تأمین مسکن دولت فدرال و وام‌دهی به بخش خصوصی مخاطره‌آمیز با اعطای وام مسکن مقرون به صرفه^۳ از

1. The Mortgage Backed Securities Market
2. Elliot and Baily
3. Affordable-Housing

طریق انجمن فدرال رهن ملی آمریکا،^۱ اداره فدرال وام و رهن خانه^۲ و مقررات سهل تأمین مالی^۳ مسکن بدون هیچ‌گونه کاهشی در ریسک‌گریزی نهادها و اشخاص، در این وضعیت دخیل بوده است.

اثر تغییر در سیاست پولی

شواهد زیادی وجود دارد که تغییر در نظام سیاست پولی از حدود سال ۲۰۰۳ آغاز شده است. این شواهد تجربی و نیز مطالعات نظری نشان می‌دهند که این تغییر علت اصلی تضعیف عملکرد اقتصادی بود که در شکل ۲ نشان داده شده است. شواهد مربوط به این امر را می‌توان به شرح زیر خلاصه کرد: پژوهش‌های فراوانی وجود دارد که نشان می‌دهد نرخ بهره سیاستی فدرال رزور^۴ در سال‌های پیش از بحران مالی اخیر در سطحی پایین‌تر از آنچه که توسط قواعد سیاستی پیشنهاد می‌شد و در دوره تعدیل بزرگ به صورت مؤثر اعمال می‌شد، قرار داشته است. برای مثال در مطالعه تیلور (۲۰۰۷)، نشان داده شده است که وقتی نرخ‌های بهره سیاستی در سال‌های ۲۰۰۳-۲۰۰۵ خیلی پایین نگه داشته شد، این نرخ‌ها رونق اولیه بخش مسکن و سپس سقوط سریع بعدی آن را تشدید نموده است. مطالعات جاروسینکی و اسمتس^۵ (۲۰۰۸) و کان^۶ (۲۰۱۰) شواهد بیشتر در همین راستا در خصوص اقتصاد ایالات متحده آمریکا ارائه نمودند و اهرنت^۷ (۲۰۱۰) در مجموع نتایج مشابهی برای OECD ارائه کرده است. به‌تازگی بوردو و لین^۸ (۲۰۱۲) نشان دادند که رونق بخش مسکن به شدت با انحرافات از قواعد ساده سیاست پولی در طول زمان و میان کشورها، مربوط است. آنها نتیجه گرفته‌اند که "شواهد و داده‌های آماری نزدیک به یک قرن، برای بسیاری از کشورها و برای سه گروه از رونق بازار دارایی حاکی از آن است که سیاست پولی انبساطی انگیزه و علت مهم این رونق ارزیابی می‌شود.

1. Fannie Mae
2. Freddie Mac
3. Lax Regulation
4. The Fed Holding Interest Rate
5. Jarocinski and Smets
6. Kahn
7. Ahrend
8. Bordo and Lane

بنابراین، می‌توان گفت که بانک‌های مرکزی باید سیاست‌های پولی خود را به‌طور مستمر دنبال کنند.^۱ این امر باید مبتنی بر درک مناسب قواعد پولی قابل اعتماد باشد.

اثر دیگر اعمال سیاست نرخ‌های بهره خیلی پایین توسط بانک‌های مرکزی بر ریسک‌گریزی است. با استفاده از تکنیک سری‌های زمانی، بکارت، هئرووا و دوکا^۱ (۲۰۱۲) نشان داده‌اند که این اثر به‌لحاظ تجربی معنادار است. آنها شاخص نوسانات (VIX)^۲ را به دو جزء ریسک‌گریزی و جزء نااطمینانی تجزیه کرده‌اند. در گام بعدی مطالعه این پژوهشگران رابطه خودهمبستگی بین نرخ‌های سیاستی بهره و این دو جزء را مورد بررسی قرار داده‌اند. نتایج بررسی تجربی آنها نشان می‌دهد که سیاست پولی انبساطی (نرخ‌های سیاستی پایین‌تر از قاعده مرسوم پولی) ریسک‌پذیری فعالان را با دوام اثر برای حدود دو سال و شروع تأثیر پس از حدود ۵ ماه، افزایش می‌دهد (ریسک‌گریزی فعالان را کاهش می‌دهد). این نتایج توضیح‌گر آن است که چگونه تغییر سیاست پولی می‌تواند واقعاً منحنی رابطه مبادله نوسان تولید و تورم را در شکل ۲ به سمت بالا انتقال دهد، مسیری که نشان‌دهنده عملکرد ضعیف اقتصادی است و با دلالت‌های سیاستی خیلی متفاوت، کاملاً با مسیر ریسک‌گریزی ایوت و بیلی (۲۰۰۹) یا کینگ (۲۰۱۲) تفاوت دارد.

بکارت و همکارن (۲۰۱۲) نیز نشان داده‌اند که افزایش نااطمینانی، فدرال رزور را به سمت اعمال نرخ‌های سیاستی پایین‌تر بهره سوق می‌دهد، نوعی واکنش سیاستی که انحرافات از قواعد سیاستی مرسوم در سال‌های اخیر را توضیح می‌دهد. پژوهش مشابهی توسط استیل^۳ (۲۰۱۲) ارائه شده است در حالی که وی از معیارهای ریسک‌گریزی و نااطمینانی کاملاً متفاوتی در مطالعات خود استفاده کرده است.

پژوهش‌های زیادی در طول سال‌ها (از جمله کیدلند و پرسکات،^۴ ۱۹۷۷ و لوکاس^۵ ۱۹۷۶) بر اثرات منفی سیاست پولی غیرقابل پیش‌بینی بر ثبات اقتصاد کلان تأکید کرده‌اند که ذاتاً ناشی از

1. Bekaert, Hoerova, and Duca
 2. Volatility index
 3. Steil
 4. Kydland and Prescott
 5. Lucas

سیاست مصلحت‌بینانه و استصوابی پولی است. اثر مداخلات سیاست مصلحت‌اندیشانه اخیر برای سیاست‌گذاران و اقتصاددانان کاملاً روشن و مشخص نیست. منبع اصلی نااطمینانی ترازنامه رشدیافته و بزرگ‌شده فدرال رزرو است که باید در آینده کاهش یابد. این اقدام از دو جهت با ریسک مواجه است؛ اگر ترازنامه فدرال رزرو به سرعت دچار کاهش شود، خطر رکود اقتصاد آمریکا را تهدید می‌کند و اگر این امر به‌کندی صورت گیرد، خطر تورم جدی است.

انحراف از سیاست‌های پولی متعارف نیز می‌تواند اختلالاتی در اقتصاد ایجاد کند و اقتصاد را به مسیر پایین‌تر از وضعیت بهینه که در شکل ۲، نمایش داده شده، سوق دهد. به اعتقاد من این اختلالات تا حدودی شبیه به کنترل قیمت‌هاست که در کارکرد بازارها مانع ایجاد می‌کند و تأثیرات منفی خود را بر بازارها بر جا می‌گذارد، گرچه در بسیاری اوقات اندازه‌گیری این اختلالات در عمل دشوار است. برای مثال، نرخ بهره سیاستی کوتاه‌مدت از طریق ترازنامه منبسط‌شده فدرال رزرو به صفر کاهش یافته و بازار پول از وظیفه معمول تخصیص منابع و کشف قیمت بازمانده است. به بیان دیگر، بازار کوتاه‌مدت پول و بازار میان‌مدت اسناد خزانه به انحصار فدرال رزرو درآمده است. تعهد به نگهداشتن نرخ‌های سیاستی بهره در سطح صفر و حجم بالای خرید اوراق بهادار بلندمدت خزانه برای سال‌های آینده، سودمندی اسناد خزانه بلندمدت را در زمینه استخراج نرخ بهره بازار آن‌گونه که پرینگل^۱ (۲۰۱۲) تأکید کرده، کاهش می‌دهد.

نرخ‌های بهره سیاستی پایین، در بازار پول عدم تعادل ایجاد می‌کند. بدیهی است نرخ بهره صفر باعث علاقه‌مندی وام‌گیرندگان می‌شود، اما انگیزه کمی برای سپرده‌گذاران و وام‌دهندگان برای گسترش کسب و کار یا وام‌های مصرفی در این نرخ‌ها وجود دارد. این وضعیت شباهت زیادی به اثر سقف قیمت در بازار محصولات کشاورزی دارد و می‌تواند با نمودار عرضه و تقاضای استاندارد توضیح داده شود. اگر در محور مختصات نرخ بهره‌روی محور افقی ترسیم شود، آنگاه منحنی عرضه وام با شیب مثبت نسبت به نرخ بهره قرار دارد. منحنی تقاضا نیز با شیب نزولی تابعی از نرخ بهره است. در این وضعیت مؤسسات اعتباری بیش از آنچه که منحنی عرضه در سقف نرخ تعیین شده اقتضا می‌کند،

1. Pringle

وام عرضه نخواهند کرد، هر چند که مصرف‌کنندگان در نرخ پایین تمایل به استقراض بیشتری خواهند داشت. در نتیجه، بازار با مازاد تقاضا و عرضه کمتر از وضعیت نرخ بهره تعادلی مواجه خواهد شد. همان‌طور که فیشر (۲۰۱۲) بیان می‌کند "زمانی که نرخ بهره به سطح صفر نزدیک می‌شود، نرخ‌های پایین‌تر به‌طور خودکار اعتبار و وام‌دهی بیشتر و فعالیت‌های اقتصادی پر رونق را ایجاد نخواهند کرد، اما در مقابل، ریسک قابل‌توجهی در جهت معکوس یعنی نبود تمایل به وام‌دهی و سرمایه‌گذاری مورد نیاز را دامن می‌زند".

اثرات منفی بالقوه بیشتری در زمینه نرخ‌های پایین بهره و سیاست‌های غیرمتعارف پولی متصور است. نرخ‌های بهره پایین از طریق کاهش درآمد سپرده‌ها بر هزینه‌های مصرفی مردم اثر منفی بر جای می‌گذارد. این تأثیر منفی بر مصرف ممکن است بزرگتر از هر اثر جایگزین جبرانی باشد که گرایش به ترغیب مصرف توسط خانوارها و سرمایه‌گذاری توسط شرکت‌های تجاری را افزایش دهد. تأثیر درآمدی منفی کاهش نرخ بهره، فشار بر پرداخت صندوق‌های بازنشستگی را تشدید می‌کند و موجب ضعف این صندوق‌ها خواهد شد. افزون بر این، نرخ‌های پایین، تجدید وام‌های بد و مشکوک-الوصول را به عوض مستهلک نمودن آنها در صورت‌های مالی بانک‌ها را ممکن می‌سازد و انضباط مالی در کنگره و دولت آمریکا را کاهش می‌دهند. همان‌طور که مکینون^۱ (۲۰۱۱) توضیح می‌دهد، در این شرایط انتشار اوراق قرضه^۲ با تسهیلات و اعتبار بانک مرکزی جایگزین می‌شود.

پژوهش‌های اخیر در خصوص اثرات کلان تغییر رژیم سیاست پولی شامل تغییرات بنیادین در سطح کل اقتصاد^۳ می‌شود (مدل دگرگون شده بائلو، بکائرت، چو، اینقلمبرچ، مرنو^۴، ۲۰۱۲). این گروه از پژوهشگران بر این اعتقادند که تغییرات نظام سیاست پولی به همان اندازه که موجب بهبود عملکرد اقتصاد در دوره تعدیل بزرگ بوده به همان میزان نیز ضعف عملکرد سال‌های اخیر را موجب شده

1. McKinnon

2. The Bond Vigilantes

3. The Economy Wide Regime

4. Baele, Bekaert, Cho, Inghelbrecht, Moreno

است. مطالعه آنها پژوهش تجربی در سطح کل اقتصاد استاک و واتسون (۲۰۰۲) و سچتی^۱ و همکاران (۲۰۰۶) را به رویدادهای اخیر نیز توسعه داده است.

میزان استقلال بانک مرکزی

به این ترتیب می‌توان گفت که در سه دوره مشخص مورد بحث سیاست‌های پولی در آمریکا با میزان قاعده‌مندی متفاوت و درجه استقلال متفاوت فدرال رزرو همراه بوده است؛ اما بحث اساسی آن است که آیا در این سه دوره مبانی قانونی فدرال رزرو و درجه استقلال آن دچار تغییرات بوده است؟ قطعاً در این سال‌ها چندین تغییر مهم در قانون فدرال رزرو وجود داشته است. دو تغییر اصلی قابل ذکر یکی مأموریت تأمین اهداف دوگانه الحاقی به قانون فدرال رزرو در سال ۱۹۷۷ و دیگری لغو الزام گزارش‌دهی در مورد متغیرهای پولی در سال ۲۰۰۰ بوده است (نگاه کنید به تیلور، ۲۰۰۱). علاوه بر آن تغییراتی در بخش ۱۳ قانون ۳ درخصوص محدودیت‌های اختیار وام‌دهی فدرال رزرو وجود داشته است (برای این بحث نگاه کنید به گودفردن،^۲ ۲۰۱۲).

اما زمانی که به شاخص‌های مرسوم استقلال و جایگاه قانونی بانک مرکزی در ایالات متحده آمریکا نگاه کنید، سرانجام تغییری در این جایگاه مشاهده نمی‌کنید. به‌تازگی کرو و مید^۳ (۲۰۰۷) شاخص‌های استقلال بانک مرکزی را بر اساس جایگاه قانونی بانک‌های مرکزی مورد بررسی قرار داده‌اند. آنها هیچ تغییری را در طول زمان در جایگاه فدرال رزرو شناسایی نکرده‌اند. این شاخص‌های مورد نظر آنها بر اساس روش‌شناسی استاندارد کوکرمین، وب و نیاپتی^۴ (۱۹۹۲) و آلسین و سامرز^۵ (۱۹۹۳) تدوین شده‌اند که در واقع می‌توان آن را در مطالعه بید و پارکین^۶ (۱۹۸۵) ردیابی نمود.

شکی نیست که تغییراتی در میزان استقلال عملی فدرال رزرو در دوره‌های مورد بحث وجود داشته است. آلن متزلر^۷ (۲۰۰۹) در تاریخ جامع خود در مورد فدرال رزرو نشان داده است که چگونه

1. Cecchetti

2. Goodfriend

3. Crowe and Meade

4. Cukierman, Webb, and Neyapti

5. Alesina and Summers

6. Bade and Parkin

7. Allan Meltzer

فدرال رزرو استقلال خود را در اواخر دهه ۱۹۶۰ و دهه ۱۹۷۰ از دست داد و این استقلال را در دهه ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰ بار دیگر کسب کرد. از دهه ۱۹۹۰ به بعد فدرال رزرو بار دیگر استقلال خود را از طریق همکاری با خزانه‌داری و درگیر شدن در سیاست مالی دولت از دست داده است. ماروین گودفردن^۱ (۲۰۱۲) و اُتمار ایسینگ^۲ (۲۰۱۲) به نتایج مشابهی درباره استقلال بانک مرکزی در سال‌های اخیر رسیده‌اند.

توجه به این مطلب ضروری است که تغییرات در استقلال عملی فدرال رزرو می‌تواند به ابتکار قوه مجریه، بانک مرکزی یا از طرف هر دو انجام شده باشد. متزلزل در کتاب خود توضیح می‌دهد که چگونه کاهش استقلال عملی فدرال رزرو در اواخر دهه ۱۹۶۰ اساساً توسط دولت ایالات متحده آمریکا انجام گرفت، در حالی که کاهش استقلال عملی سال‌های اخیر به ابتکار خود فدرال رزرو انجام شده است. در هر حالتی همبستگی نزدیکی بین افزایش و کاهش استقلال عملی و پیروی از سیاست قاعده‌مند پولی در ایالات متحده آمریکا در دوره‌های مورد بررسی وجود داشته است.

به بیان دیگر، در یک چارچوب قانونی معین و ثابت، سیاستگذاران اقتصادی در ایالات متحده آمریکا قادر به تغییر درجه استقلال عملی فدرال رزرو و میزان پیروی از سیاست قاعده‌مند پولی بوده‌اند. بر این اساس، به نظر می‌رسد در چارچوب قانونی مشابهی از استقلال بانک مرکزی، تغییر در کارایی سیاست پولی در دوره‌های مورد نظر مشهود بوده است.

۴. دلالت‌های سیاستی

از دید من این مقاله پرسش‌هایی در خصوص نقش استقلال قانونی بانک مرکزی در تدوین و اجرای سیاست پولی خوب مطرح نموده است. به نظر می‌رسد که قانون موجود، در خصوص استقلال فدرال رزرو از استحکام کافی برخوردار نیست. این قانون مانع از درگیر شدن بانک مرکزی در اموری که استقلال آن را از سازمان‌ها دیگر دولتی زیر سؤال می‌برد، نشده است.

1. Marvin Goodfriend

2. Otmar Issing

افزون بر ایالات متحده آمریکا، درجه بالایی از استقلال قانونی در سال‌های اخیر مانع از نادیده گرفتن هدف تورم توسط بانک مرکزی انگلستان یا نخریدن اوراق بدهی دولت توسط بانک مرکزی اروپا به بهانه ایجاد ثبات مالی در بازارها نشده است. در مجموع، استقلال قانونی مانع انحراف بانک‌های مرکزی از سیاست‌هایی که به ثبات قیمت و تولید منجر می‌شوند، نشده است.

این مقاله نشان می‌دهد که در غیاب چارچوب قاعده‌مند سیاست پولی، فدرال رزرو اقداماتی انجام داده است که به تورم و بیکاری بالا منجر شده است. در این دوره از سال ۱۹۸۳ تا ۲۰۰۳ سیاست فدرال رزرو بیشتر قاعده‌مند و کمتر مصلحت‌اندیشانه و استصوابی بوده و به همین دلیل عملکرد اقتصادی خوب ارزیابی می‌شود. بر عکس، مصلحت‌اندیشی و مداخلات فدرال رزرو از آغاز سال ۲۰۰۳ افزایش یافته و ادامه داشته است (به‌ویژه با توجه به خریدهای با مقیاس بزرگ اوراق قرضه با پشتوانه رهنی و اسناد خزانه بلند مدت‌تر) و نتیجه آن عملکرد ضعیف اقتصادی بوده است.

دلالت سیاستی این مطالعه آن است که باید بر شیوه‌های وضع قانونی سیاست قاعده‌مندتر پولی، متمرکز باشیم. باید سیاست‌های پولی پیش‌بینی پذیرتری را مورد عمل قرار دهیم و در جهت تضعیف مصلحت‌اندیشی و کاهش استقلال عملی پیش برویم. چندین پیشنهاد عملی برای قانونگذاری در چارچوب مطالعه تیلور (۲۰۱۱) مطرح نموده‌ام، اما مطالب متعدد دیگری نیز مطرح است که باید مورد نظر قرار گیرد. که این وظیفه بسیار مشکل و حوزه کاری آن گسترده است.

۵. نتیجه‌گیری

در این مقاله تغییرات تاریخی در زمینه عملکرد اقتصاد کلان، پیروی از سیاست پولی قاعده‌مند و میزان استقلال بانک مرکزی مورد بررسی قرار گرفته است. شاخص عملکرد اقتصاد کلان بر حسب ثبات قیمت و ثبات تولید محور اصلی این ارزیابی بوده است. در این مطالعه تلاش شد تا عواملی بجز سیاست پولی که ثبات اقتصاد کلان را تحت تأثیر قرار می‌دهد، مورد بررسی قرار گیرند و شیوه‌های ممکن سازوکار اثرات پولی نیز مطرح شد. استقلال قانونی و عملی بانک مرکزی نیز از جمله عوامل مورد مطالعه در این مقاله است.

این مطالعه نشان می‌دهد که عملکرد اقتصاد کلان در نیم قرن گذشته ارتباط نزدیکی با تغییرات پیروی از سیاست پولی قاعده‌مند و میزان استقلال پولی عملی فدرال رزرو داشته است؛ اما عملکرد اقتصادی به استقلال قانونی بانک مرکزی و تغییرات آن مرتبط نبوده است. در غیاب چارچوب قاعده‌مند پولی، به نظر می‌رسد که استقلال رسمی فدرال رزرو الزاماً پیامدهای خوب سیاست پولی را به دنبال نخواهد داشت.

یافته‌های این مطالعه مشابهت زیادی با نتایج فریدمن (۱۹۶۲) دارد که پنجاه سال پیش به این نتیجه رسیده بود که در ایالات متحده آمریکا هرگز استقلال عملی فدرال رزرو وجود نداشته است که نسبت به ترجیحات سیاستگذاری اقتصادی دولت بی‌نظر و خنثی بوده باشد، یا همراه دولت به مداخلات مصلحت‌اندیشانه نیز پرداخته باشد. فریدمن استدلال کرده است که جذابیت استقلال بانک‌های مرکزی در آن زمان منتج از علایق افرادی بوده که خواهان محدود کردن حوزه عمل دولت بوده‌اند. فریدمن در آن زمان این مطلب را تصریح نمود که بانکداران مرکزی که مردان پولی سالم^۱ بوده‌اند، از بُعد دیگری با گسترش حوزه عمل دولت مخالفت داشته‌اند؛ اما در سال‌های اخیر بانکداران مرکزی جدیدی ظاهر شده‌اند که طرفدار اصلی گسترش حوزه عمل و مداخلات دولت‌اند و دیدگاه بانکداران مرکزی گذشته در مورد عدم مداخله دولت تغییر کرده است.

فریدمن (۱۹۶۲) ملاحظات دیگر را در خصوص اتکا به استقلال بانک مرکزی برای دستیابی به نتایج سیاستی خوب مطرح کرده است. برای مثال وی تأکید نموده که استقلال بانک مرکزی بیش از آن که به جایگاه قانونی و قانون ارتباط داشته باشد به شخصیت افراد مربوط است. در ارتباط با اهمیت شخصیت افراد، فریدمن به‌طور مشخص اشاره دارد که چگونه فدرال رزرو در دوره‌ای به شدت به بنجامین استرانگ^۲ رییس فدرال رزور نیویورک متکی و وابسته شد. پس از درگذشت استرانگ در سال ۱۹۲۸، بسیاری از تصمیم‌های ضعیف توسط فدرال رزرو اتخاذ شد که به بحران بزرگ و طولانی شدن

1. Sound Money Men
2. Benjamin Strong

آن بحران منجر شد. مثال دیگر در این زمینه، هلمر شاخت^۱ از آلمان بود که در سمت ریاست بانک مرکزی آلمان یکی از گرانبارترین نظام‌های کنترل دولتی را در تاریخ ایجاد نمود. بر اساس همه این دلایل، فریدمن استدلال کرده که فدرال رزرو نیاز به هدایت توسط قواعد پولی دارد و یکی از پیشرفت‌های مدل پولی خاص او تمرکز بر قاعده رشد متغیرهای پولی بوده است. حال، پرسش اصلی آن است که چگونه می‌توان به چارچوب پولی قاعده‌مند برگشت و زمینه استحکام و ادامه سیاست پولی قاعده‌مند را فراهم کرد.

منابع

- Ahrend, Rudiger .(2010). Monetary Ease: A Factor Behind Financial Crises? Some Evidence from OECD Countries. Economics: The Open Access, Open Assessment E-Journal, 4, April.
- Alesina, Alberto and Lawrence H. Summers. (1993). Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence. Journal of Money, Credit, and Banking, 25(2), pp. 151-62.
- Bade, Robin and Michael Parkin .(1984). Central Bank Laws and Monetary Policy. Department of Economics, University of Western Ontario, Canada.
- Baele, Lieven, Geert Bekaert, Seonghoon Cho, Koen Inghelbrecht, Antonio Moreno .(2012). Macroeconomic Regimes. Unpublished paper, March.
- Bekaert, Geert, Marie Hoerova, Marco Lo Duca .(2012). Risk, Uncertainty and Monetary Policy. Unpublished paper, Columbia University.
- Bernanke, Ben S. (2004). The Great Moderation. Eastern Economic Association, Washington, DC, February 20.
- Bordo, Michael and John Landon Lane .(2012). Does Expansionary Monetary Policy Cause Asset Price Booms: Some Historical and Empirical Evidence. Unpublished paper, Rutgers.
- Capie, Forrest and Geoffrey Wood .(2012). Central Bank Independence: Can It Survive a Crisis? October 22.
- Cecchetti, Stephen G., Alfonso Flores-Lagunes, and Stefan Krause .(2006). Has Monetary Policy Become More Efficient? A Cross-country Analysis. Economic Journal, Vol. 116, No. 115, pp. 408-433.
- Crowe, Christopher and Ellen E. Meade .(2007). The Evolution of Central Bank Governance around the World. Journal of Economic Perspectives, Vol. 21, No. 4, pp 69-90.
- Cukierman, Alex, Steven B. Webb, and Bilin Neyapti .(1992). Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes. The World Bank Economic Review, September, Vol. 6, No. 3, pp. 353-98.
- Debelle, Guy and Stanley Fischer .(1994). How Independent Should a Central Bank Be? Conference Series, Federal Reserve Bank of Boston, pp. 195-225.

- Elliott, Douglas J., and Martin N. Baily. (2009). Telling the Narrative of the Financial Crisis: Not Just a Housing Bubble. Brookings Institution, November.
- Fisher, Peter .(2012). Bernanke Risks Creating a Liquidity Trap. Financial Times, September 10.
- Friedman, Milton .(1962). Should There Be an Independent Monetary Authority? in Leland B. Yeager (Ed.), In Search of a Monetary Constitution, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts.
- Goodfriend, Marvin .(2012). The Elusive Promise of Independent Central Banking. Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, Vol. 30, November, pp. 39-54.
- Kahn, George A. (2010). Taylor Rule Deviations and Financial Imbalances. Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, Second Quarter, pp 63–99.
- Issing, Otmar .(2012). The Mayekawa Lecture: Central Banks—Paradise Lost. Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, Vol. 30, November, pp. 55-74
- Jarocinski, Marek and Frank R. Smets. (2008). House Prices and the Stance of Monetary Policy. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, July/August, pp 339–65
- King, Mervyn .(1999). Challenges for Monetary Policy: New and Old. New Challenges for Monetary Policy, Federal Reserve Bank of Kansas City Jackson Hole.
- King, Mervyn .(2012). Twenty years of Inflation Targeting. Stamp Memorial Lecture, London School of Economics, London, October 9.
- Kydland, Finn and Edward Prescott .(1977). Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. Journal of Political Economy, 85, pp 473-491.
- Lucas, Robert E. Jr. (1976). Econometric Policy Evaluation: A Critique. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 1, pp19-46.
- McKinnon, Ronald I. (2011). Where are the Bond Vigilantes? Wall Street Journal, September 30.

- Meltzer, Allan H. (2009). A History of the Federal Reserve. Vol. 2. Chicago: University of Chicago Press, Chicago
- Meyer, Laurence H. (2010). Comment on 'Better Living Through Monetary Economics. by John B. Taylor. in John Siegfried (Ed.), Better Living Through Economics, Harvard University Press, Cambridge Massachusetts.
- Pringle, Robert .(2012). How Governments Are Undermining World Finance. Central Banking November 24
- Svensson, Lars .(2012). Evaluating Monetary Policy. in Evan Koenig, Robert Leeson, and George Kahn (Eds.) the Taylor Rule and the Transformation of Monetary Policy, Hoover Institution Press, Stanford, California.
- Steil, Benn .(2012). Bernanke's 'Risk-On, Risk-Off' Monetary Policy. Wall Street Journal, September 19.
- Stock, James and Mark Watson .(2002). Has the Business Cycle Changed. in Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy, Jackson Hole Conference, Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 9-56.
- Taylor, John B. (1979). Estimation and Control of a Macroeconomic Model with Rational Expectations. *Econometrica*, 47 (5), September , pp. 1267-1286.
- Taylor, John B. (1980). Output and Price Stability: An International Comparison. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 2 (1), February 1980, pp. 109-132.
- Taylor, John B. (1998). Monetary Policy and the Long Boom: The Homer Jones Lecture. Review, Federal Reserve Bank of St. Louis, November/December, pp. 3-12.
- Taylor, John B. (2010). Better Living Through Monetary Economics. in John Siegfried (Ed.), Better Living Through Economics, Harvard University Press, Cambridge Massachusetts.
- Taylor, John B. (2011). Legislating a Rule for Monetary Policy. *The Cato Journal*, 31 (3), fall, pp. 407-415
- Taylor, John B. (2012). Monetary Policy Rules Work and Discretion Doesn't: A Tale of Two Eras. *Journal of Money Credit and Banking*, 44 (6), September 2012, pp. 1017-1032.

- Wieland, Volker, T. Cwik, G. Mueller, S. Schmidt and M. Wolters .(2009). A New Comparative Approach to Macroeconomic Modeling and Policy Analysis. Working Paper, Goethe University Frankfurt, 2009.