

جستارهای مبین (نشریه الکترونیکی مؤسسه مطالعات و تحقیقات مبین)

ISSN 2345-2382

سال پنجم، جستار شماره ۵۱؛ انتشار ۲۸/۰۳/۱۳۹۶

بزرگ‌ترین افسانه‌سرایی پیرامون فدرال رزرو: استقلال بانک مرکزی - بخش دوم - (نویسنده: ال. رندال ری)

مترجم: حامد جهان‌شاهی
پژوهشگر مؤسسه مطالعات و تحقیقات مبین

مشخصات کتاب‌شناختی این اثر:

ال. رندال ، ری (۱۳۹۶). بزرگ‌ترین افسانه‌سرایی پیرامون فدرال رزرو: استقلال بانک مرکزی-بخش دوم، جستارهای مبین (نشریه الکترونیکی مؤسسه مطالعات و تحقیقات مبین)، سال پنجم، جستار شماره ۵۱. نشانی دسترسی اینترنتی:

<http://jostar.mrsi.ir/Vol.5/jostar51.pdf>

مؤسسه مطالعات و تحقیقات مبین

<http://www.mrsi.ir>

Email: info@mrsi.ir

نشریه الکترونیکی «جستارهای مبین»، به‌طور خاص برای انتشار بخشی از تأملات و تحقیقات پژوهشگران رویکرد «توسعه‌تعالی بخش» انتشار می‌یابد؛ ولی موضوع عام این نشریه «مسئله توسعه» است؛ و آثار تألیفی و ترجمه‌ای که با رویکردهای مختلف در موضوع توسعه به نگارش درآمده‌اند نیز در آن منتشر می‌شود. برای دسترسی به مقالات نشریه الکترونیکی «جستارهای مبین» به سایت این نشریه مراجعه کنید.

<http://www.jostar.mrsi.ir>

Email: jostar@mrsi.ir

بزرگ‌ترین افسانه‌سرایی پیرامون فدرال رزرو: استقلال بانک مرکزی (بخش دوم)

نویسنده: ال. رندال ری^۱
مترجم: حامد جهان‌شاهی^۲

مقاله حاضر مکتوبی است دو قسمتی که آقای ال. رندال ری، استاد اقتصاد دانشگاه میسوری شهر کانزاس و نویسنده کتاب نظریه پول مدرن، پیرامون استقلال فدرال رزرو نگاشته است. آقای ری که از شاگردان هایمن مینسکی محسوب می‌شود، معتقد است که فدرال رزرو تنها در معنای بسیار محدودی مستقل است و عموماً درباره این استقلال اغراق می‌شود تا جایی که ایشان این استقلال را یک افسانه‌سرایی قلمداد می‌کند. در ادامه ترجمه بخش دوم این تحلیل را می‌خوانیم. بخش اول تحلیل مذکور نیز پیش از این در جستار شماره ۴۳ در همین نشریه منتشر شده است.

سیاست پولی داشته و صرفاً ترجیح می‌دهد تا اهداف نهایی را تعیین کند. با این حال دوره ۱۹۷۹ تا اواسط ۱۹۸۰ از این منظر یک استثنا است، چراکه در این دوره کنگره شیفته تمرکز پول‌گرایانه میلتون فریدمن بر «رشد عرضه پول» بود. حتی پس از آنکه فدرال رزرو اهداف مبتنی بر رشد پول را از مرکز توجه خود کنار گذاشت، کنگره همچنان خواستار تمهید همان اهداف توسط فدرال رزرو بود، هرچند که در اغلب موارد، جزییات را به خود فدرال رزرو واگذار می‌کرد.

در بخش قبل نگاهی تاریخی به استقلال مفروض فدرال رزرو داشتیم، در این بخش اما افسانه استقلال این نهاد را از خالقش یعنی کنگره و نیز از خزانه‌داری مورد توجه قرار می‌دهیم.

استقلال از کنگره: اختیار در انتخاب ابزارها

محکم‌ترین استدلال برای استقلال فدرال رزرو، اختیار او در انتخاب ابزارها و اهداف میانی برای پیگیری احکام کنگره است. کنگره نشان داده که تمایل اندکی به مداخله در جزییات اجرای

1. L. Randall Wray

۲. لازم می‌دانم از جناب آقای دکتر درودیان به سبب کمک در فرآیند تصحیح ترجمه تشکر کنم (مترجم).



میانی] برای دستیابی به اهداف نهایی. اما در عمل، نرخ‌های بهره زیادی وجود دارد، لذا بانک‌های مرکزی با نگاهی به اثرگذاری روی سایر نرخ‌های بازاری به‌طور معمول نرخ بهره بین‌بانکی شبانه (همان نرخ ذخایر فدرال رزرو در امریکا) را هدف‌گذاری می‌کنند. اما از آنجایی که میان نرخ بهره مورد نظر (هدف‌گذاری شده توسط فدرال رزرو) و اهداف حکم‌شده از سوی کنگره (که اهداف مبهمی هستند) تناظر تنگاتنگی وجود ندارد، فدرال رزرو اختیار قابل توجهی در تعیین نرخ بهره هدف دارد. در عمل، تقریباً هر نرخ هدفی می‌تواند به‌عنوان نرخ سازگار با اهداف نهایی مورد نظر، توجیه شود.

در عوض، ترجیح پول‌گرایان قدیمی، انتخاب هدفی مقداری (یعنی میزان ذخایر) بود که به بانک مرکزی اجازه کنترل رشد پول را می‌داد. در آن زمان فرض بر این بود که بانک مرکزی با چنین اقدامی می‌تواند تورم را پایین نگه دارد، هرچند که پولگرایان معمولاً علیه «تورم شتابان» اقامه دلیل می‌کنند تا علیه خود تورم، زیرا معتقدند یک تورم با نرخ پایین تا متوسط اما در عین حال با ثبات، هزینه‌های اقتصادی بالایی ندارد. به هر حال، به جز جایی که حکمی قانونی اقدام به تعیین هدف تورمی مشخصی می‌کند، بانک‌های مرکزی برای انتخاب اهداف میانی خود آزاد هستند (البته به‌استثنای زمانی که مسئله تأمین مالی جنگ پیش می‌آید). [امروزه] بانک‌های مرکزی مدرن اهداف (کمی)

اگر مروری بر کتب درسی قدیمی داشته باشیم، درمیابیم که میان ابزارها^۱، اهداف میانی^۲ و اهداف نهایی^۳ تمایزی وجود داشت. اهداف نهایی معمولاً در قالب بیکاری، تورم و رشد تعریف می‌شدند؛ در ایالات متحده، [این اهداف نهایی از سوی کنگره] در قالب همان حکم دوگانه (یا به تعبیری چهارگانه) مبهم مصداق می‌یابند. در واقع فدرال رزرو اهداف مشخص (مانند نرخ مشخص تورم یا بیکاری) را تعیین نمی‌کند، اما به‌رغم آن، تعدادی از بانک‌های مرکزی در دنیا، بازه محدودی را برای نرخ‌های قابل قبول تورم تعیین می‌کنند. در اینجا ترکیبی از «هدف میانی» و «هدف نهایی» وجود دارد، یعنی بانک مرکزی نرخ را برای تورم به‌عنوان معیاری برای موفقیت سیاست پولی [در قالب هدفی میانی] هدف‌گذاری می‌کند؛ سپس انتظار دارد که اشتغال و رشد تولید به‌عنوان نتایج فرعی رسیدن به آن نرخ تورم، حاصل شوند. اما فدرال رزرو چنین اقدامی را دنبال نکرده و ترجیح می‌دهد بر اساس صلاحدید خود آزادی عمل بیش‌تری داشته باشد.

از آنجاکه تورم به‌تنهایی هدف کافی برای سیاست‌گذاری [پولی] به نظر نمی‌رسد، در صورت ناسازگاری با اهداف دیگر می‌تواند دست‌خوش تغییر شود، یا اینکه اهداف دیگر به حوزه سیاست مالی منتقل شوند. سیاست کم‌تر افراطی (و سیاستی که در ایالات متحده اتخاذ شده) عبارت است از هدف‌گذاری نرخ بهره [به‌عنوان هدفی

1.tools
2.target
3.goal



جایگزینی را ارائه کرده که در آن بانک مرکزی روی ترازهای مثبت ذخایر اقدام به پرداخت بهره می‌کند و بر اضافه برداشت بانک‌های کوچک کارمزد وضع می‌کند؛ احتمالاً در اینجا هزینه اخمی وجود ندارد) در جریان این بحث در دهه ۱۹۶۰، پول‌گرایان عملیات بازار باز را ترجیح می‌دادند، با این استدلال که این شیوه از تخصیص ذخایر و نیز تعیین نرخ‌های بهره، منجر به حفاظت بهتر از نیروهای بازاری می‌شود. با این اوصاف، اگر فدرال رزرو نرخ تنزیل را تعیین و نرخ هدف بهره ذخایر را اعلام کند به این معنی است که دیگر بازار تعیین‌کننده نرخ‌های مذکور نیست. اما به نظر می‌رسد روشی که فدرال رزرو به واسطه آن در خلال بحران، ذخایر را می‌فروخت با رویکرد بازارمبنا سازگارتر است.

در نتیجه، مفهوم «استقلال» می‌تواند معطوف به «انتخاب ابزار» باشد؛ پنجره تنزیل در مقابل خرید اوراق در [عملیات] بازار باز برای عرضه ذخایر، پنجره تنزیل یا بازار شبانه برای تعیین نرخ بهره و یا نرخ ذخیره قانونی برای تعیین ضریب فزاینده.

استقلال از خزانه‌داری: عملیات مربوط به سیاست پولی و مالی

امریکا دقیقاً در سال ۱۹۱۳ بانک مرکزی خود را تأسیس کرد، گرچه تجربه اندکی از دو بانک موسوم به فرست بانک (First Bank) و سکند بانک (Second Bank) و نیز اعطای حقوق ویژه

پولی را به نفع اهداف (قیمتی) نرخ بهره رها کرده‌اند، هم به دلیل آنکه دستیابی به آن ساده‌تر است و هم به دلیل این تفکر رایج که هدف‌گذاری نرخ بهره به نحو قابل اعتمادتری به اهداف نهایی پیوند می‌خورد.

بدین ترتیب دو ابزار برای سیاست‌گذاری باقی می‌ماند: عملیات بازار باز و نرخ وام‌دهی پنجره تنزیل. بازم، به نظر می‌رسد که این دو ابزار نوعاً در اختیار و به صلاح‌دید بانک مرکزی‌اند. در ایالات متحده، تکیه فدرال رزرو ابتدا بر پنجره تنزیل بود تا آنکه متوجه تأثیر [عملیات] بازار باز بر ذخایر بانکی شد؛ در اوایل دوره پس از جنگ مباحثی پیرامون مزایای نسبی هریک از این دو ابزار در گرفت (هایمن مینسکی^۱ قویاً به نفع پنجره تنزیل در مقابل عملیات بازار باز استدلال می‌کرد و پول‌گرایان موضع مقابل را اتخاذ می‌کردند) که این بحث تا حد زیادی به نفع عملیات بازار باز خاتمه یافت.

این رویکرد بازاری به شکل آشکارتری در بحران مالی جهانی غلبه داشت، آنجا که فدرال رزرو برای عرضه ذخایر به بازار اقدام به ایجاد ملغمه‌ای از گشایش‌ها از طریق مزایده ذخایر یعنی خرید دارایی در ازای ذخایر^۲ به جای وام‌دهی ذخایر به بانک‌ها در پنجره تنزیل کرد. مدت‌ها استدلال می‌شد که اجبار بانک‌ها به پنجره تنزیل، آن‌ها را از طریق آثار نمایشی^۳ و هزینه‌های اخم^۳، مجازات می‌کند. (البته کانادا مدتی است که طرح

1. Hyman Minsky
2. demonstration effects
3. frown costs



بیش‌تری منتشر می‌کرد، بانک مرکزی مجبور به اندوختن بخشی از این بدهی بود. این فرآیند منجر به افزایش مستقیم ذخایر بانکی شد. متعاقباً توافق سال ۱۹۵۱ میان خزانه‌داری و سیستم فدرال رزرو، بانک مرکزی دیگر در هیچ سطح خاصی ملزم به پشتیبانی از بازار اوراق نبود. این توافق عملاً مقرر داشت که بانک مرکزی به صورت مستقل فعالیت کند و قضاوت خود را به عنوان مناسب‌ترین سیاست پولی اعمال کند. با این حال بانک مرکزی همچنان به شکل تنگاتنگی با خزانه‌داری کار می‌کند و در فرآیند مدیریت و تأمین مالی بدهی عمومی کاملاً از نیازهای خزانه‌داری مطلع و با آن همراه است. در واقع، در شرایط خاص اگر وضعیت‌های غیر معمول در بازار منجر شوند تا سرمایه‌گذاران خصوصی به قدر کفایت، بدهی منتشر شده توسط خزانه‌داری را نپذیرند، آنگاه فدرال رزرو از عملیات تأمین مالی این بدهی پشتیبانی خواهد کرد. بعلاوه، این دو نهاد در مدیریت پرداخت‌های نقدی مهم و قابل توجه خزانه‌داری، برداشت از موجودی حساب وام و حساب مالیات خزانه‌داری که در بانک‌های تجاری سپرده می‌شوند، همکاری بسیار نزدیکی دارند، زیرا این جریان‌های نقدی، ذخایر بانکی را تحت تأثیر قرار می‌دهند.»

در نظریه مدرن [بانکداری] ظاهراً استقلال بانک مرکزی به استقلال عملیاتی نیز ارجاع دارد. همان‌طور که بحث شد، بانک‌های مرکزی کشورهای توسعه‌یافته غالباً از تأمین مالی مستقیم کسری بودجه منع شده‌اند، مانند امریکا که لایحه

به بانک‌های ملی داشت. در واقع به استثنای این دو مورد، خزانه‌داری، خودش بخش اعظم عملیات بانکداری مرکزی را تمهید می‌کرد، تا اینکه لایحه کنگره در سال ۱۹۱۳ منجر به ایجاد فدرال رزرو شد. مک‌لاری^۱ تحول در تقسیم مسئولیت‌های خزانه‌داری و فدرال رزرو را این‌گونه بیان می‌کند: «ارتباط بانک مرکزی با وزارت خزانه‌داری ارتباطی دائمی است. خزانه‌داری در قبال مدیریت بدهی عمومی و انواع حساب‌های جاری‌اش پاسخگو و مسئول است. پیش از وجود سیستم فدرال رزرو، عملاً بسیاری از کارکردهای پولی را خود خزانه‌داری انجام می‌داد و حتی به شکل ویژه‌ای در سال‌های اخیر نیز عمیقاً درگیر کارکردهای پولی شده است. در آغاز جنگ جهانی دوم این امر به نظر مطلوب می‌آمد که خزانه‌داری قادر باشد تا با هزینه بهره نسبتاً پایین، [اوراق] بدهی منتشر کند و به خریداران تضمین دهد که این اوراق در قیمتی نزدیک به ارزش اسمی در بازار قابل عرضه [یا فروش] هستند. به سبب فوریت چنین نیازی در آن زمان، این سیاست مورد توافق قرار گرفت و بعد از جنگ نیز تا سال ۱۹۵۱ ادامه یافت. در طول این دوره عملاً تصمیم‌گیری برای سیاست پولی کشور با خزانه‌داری بود، تصمیماتی معطوف به میزان تأمین بدهی مورد نیاز. به سبب آنکه بانک مرکزی از بازار اوراق دولتی پشتیبانی می‌کرد، ناچار بود تا مقداری از این اوراق را که برای پایین نگه داشتن نرخ‌های بهره و حفظ ارزش تعادلی آن‌ها ضروری بود، خریداری کند. بنابراین، هم‌زمان با اینکه خزانه‌داری بدهی

1. MacLaury



داشتن سپرده نزد فدرال رزرو پیش از انجام هزینه را نوعی ایجاد محدودیت برای خزانه‌داری می‌دانند. فرانک ان. نیومن^۱، معاون سابق وزیر خزانه‌داری ایالات متحده، پرده از شیوه‌ای برمی‌دارد که در آن، خزانه‌داری محدودیت‌های تأمین کسری‌اش را در نظر می‌گیرد:

«از زمان حضورم در وزارت خزانه‌داری به یاد دارم که همواره این فرض وجود داشت که از ابتدا در حساب فدرال رزرو پولی برای شروع موجود بوده است. به نظر نمی‌رسید کسی بداند که این پول در اصل از کجا یا از چه زمانی آمده؛ شاید از زمان کتاب مقدس درست شده بود. اما در عمل، اگر خزانه‌داری می‌خواست در یک روز فرضی ۲۰ میلیارد دلار خرج کند، حداقل با مبلغی به همان اندازه در حسابش نزد فدرال رزرو شروع می‌کرد. سپس اوراق جدید منتشر می‌کرد و حسابش نزد فدرال رزرو را دوباره پُر می‌کرد (به خاطر ندارم که هرگز از اضافه برداشت استفاده شده باشد)

از نظر من این موضوع همچنان با چشم‌انداز نظریه پول مدرن [که اشاره کردید]، سازگار است. تبیین موجود در کتاب خود من، چرخه مذکور را با هزینه‌کرد دولت شروع می‌کند، که عرضه پول را افزایش می‌دهد و سپس انتشار اوراق خزانه برای میزان نسبتاً برابر منجر به بازگرداندن عرضه پول و حساب خزانه‌داری نزد فدرال رزرو به سطوح پیشین می‌شود. روند هر چرخه‌ای این‌گونه است: ابتدا هزینه، سپس انتشار اوراق خزانه برای دوباره پرکردن حساب فدرال رزرو. این واقعیت که خزانه‌داری چرخه مذکور را با مقداری وجوه از

فدرال رزرو حکم به جدایی تأمین مالی کسری بودجه از عملیات بانک مرکزی داده است. این ممنوعیت، فاصله‌گرفتن از نقش سنتی نخستین بانک‌های مرکزی است، که آشکارا برای تأمین مالی دولت ایجاد شده بودند. همان‌گونه که مک‌لاری در پاراگراف بالا شرح داد، در جنگ جهانی دوم (مانند جنگ جهانی اول) فدرال رزرو به همان نقش محوری بازگشت، اما توافق خزانه‌داری، جدایی تأمین مالی کسری بودجه از فعالیت بانک مرکزی را دوباره احیا کرد. لذا در ایالات متحده، خزانه‌داری پیش از آنکه بتواند چک صادر کند یا مبلغی را هزینه کند، ملزم به سپرده‌گذاری در حسابش نزد فدرال رزرو است (امروزه، هزینه‌کرد خزانه‌داری به شکل فزاینده‌ای از طریق پرداخت‌های الکترونیک انجام می‌شود که معادل همان صدور چک است). اما همان‌طور که مک‌لاری نیز تصریح می‌کند، فدرال رزرو برای تضمین آنکه عملیات مالی دولت به شکل همواری به حرکت خود ادامه دهد، به نحو تنگاتنگی با خزانه‌داری کار می‌کند. اگر فدرال رزرو و خزانه‌داری چنین نمی‌کردند، می‌توانست تصور شود که این دو به شکل همکارانه رویه‌ها را تغییر داده‌اند.

[اشاره شد] که این دو نهاد در مدیریت پرداخت‌های نقدی مهم و قابل‌توجه خزانه‌داری، برداشت از موجودی حساب وام و حساب مالیات خزانه‌داری که در بانک‌های تجاری سپرده می‌شوند، همکاری بسیار نزدیکی دارند، زیرا این جریان‌های نقدی بر روی ذخایر بانکی اثرگذارند. به نظر می‌رسد اکثر اقتصاددان‌ها الزام خزانه‌داری به

1. Frank N. Newman



درعین حال نقدترین فرمی قرار می‌دهند که برای دلار امریکا وجود دارد و بازنندگان همچنان وجوهشان را در بانک‌های دارای ریسک نگه می‌دارند.^۱

من حتی سعی دارم از به کاربردن اصطلاح "قرض گرفتن" برای انتشار اوراق خزانه اجتناب کنم؛ در واقع خزانه‌داری فرصتی را برای سرمایه‌گذاران ایجاد می‌کند تا وجوه خود را از بانک‌های پرخطر به اوراق نقد و امن منتقل کنند.^۲ روندهای عملیاتی استفاده شده در طول این سال‌ها به شدت تغییر کرده‌اند، و هیچ دلیلی وجود ندارد که تصور کنیم این تغییرات برای تسهیل عملیات مالی دولت رخ نداده‌اند. به طور کلی، خزانه‌داری تمام پرداخت‌ها (اکثراً پرداخت‌های مالیاتی) را در حساب‌های سپرده‌اش نزد بانک‌های خصوصی دریافت می‌کند و سپس آن‌ها را برای هزینه کردن به فدرال رزرو منتقل می‌کند. فدرال رزرو نیز هنگام انتقال این سپرده‌ها [حساب] ذخایر بانک‌های خصوصی را بدهکار می‌کند. هزینه کرد خزانه‌داری منجر به معکوس شدن این روند می‌شود به طوری که [حساب] ذخایر بانک‌هایی که سپرده‌ها را دریافت می‌کنند (یعنی دریافت‌کنندگان هزینه کرد خزانه‌داری) افزایش می‌یابد. اگر تمام این مراحل بلافاصله رخ می‌دادند، به شرط برابری هزینه خزانه‌داری با دریافتی‌های مالیاتی‌اش، واضح است که این عملیات سربه‌سر می‌شود.

پیش‌مانده در حسابش نزد فدرال رزرو آغاز کرده، واقعاً با فهم جریان جاری وجوه نقد در هیچ سالی مرتبط نیست.

(در عمل، خزانه‌داری میزان انتشار اوراق را نه تنها برای انطباق هزینه‌ها که برای مدیریت کردن عوامل فصلی و اجتناب از نوسانات گسترده در اندازه‌های اوراق دسته‌اول نیز تغییر می‌دهد، لذا در نقطه‌ای از سال، خزانه‌داری ممکن بود عملاً مقداری اوراق اضافه منتشر کند زیرا انتظار داشت که ماه آینده درآمدهای مالیاتی کمی داشته باشد، یا ممکن بود هزینه کرد اخیر را به طور کامل [از طریق فروش اوراق] جبران نکند زیرا انتظار داشت که ماه آینده درآمدهای مالیاتی بالایی داشته باشد. این روند فصلی روی جریان کل وجوه در طول سال به طور واقعی اثر نمی‌گذارد. جوهره چرخه همچنان این است: اول هزینه سپس پُرکردن حساب. بحث در این باره بسیار فلسفی به نظر می‌رسد و ابعاد عملی جریان وجوه [یا ذخایر] را مغفول می‌گذارد.)

در هر صورت، خزانه‌داری همواره می‌تواند با انتشار اوراق، پول را افزایش دهد. اما آن‌ها که روی اوراق قرضه تعصب دارند واقعاً این را وارونه برداشت می‌کنند. همواره تقاضای اوراق خزانه‌داری بیش از میزانی است که در عرضه‌های محدود اوراق جدید در هر مزایده انجام می‌گیرد. برنده‌های هر مزایده وجوهشان را در امن‌ترین و

۱. به همین دلیل، اگر خزانه‌داری اوراق زیادی منتشر کند قابل فروش خواهد بود. این بر اساس توضیحات قبل به این معناست که او می‌تواند اقدام به هزینه کرد از طریق افزایش ذخایر و سپس پُرکردن حساب خود با فروش اوراق کند. و این یعنی محدودیت‌های وضع شده بر روی هزینه کرد خزانه‌داری عملاً کم اثر است (مترجم)

2. From Stephanie Kelton, "Former Dept. Secretary of the U.S. Treasury Says Critics of MMT are 'Reaching'", New Economic Perspectives, October 30, 2013



فدرال رزرو از سوی دیگر وجود دارد. در اصل، تعریف اهداف سیاست اقتصادی دولت ملی و حمایت از آن اهداف با اقدامات مالی مناسب، کار مشترک کنگره و بخش اجرایی است. در نتیجه بانک مرکزی به روشی می‌تواند سیاست پولی را هماهنگ کند که اهداف ملی مورد نظر تأمین شوند. زمانی که سیاست مالی منجر به تناسب میان درآمدهای مالیاتی با میزان هزینه‌کرد نمی‌شود، آنگاه مقامات پولی با انتخاب دشواری مواجه‌اند: انتخاب میان اینکه الف) با چه شدتی باید نیروهای تورمی محتمل را مهار کرد، و یا اینکه ب) تا چه حدی باید به نیروهای تورمی اجازه داد تا اثر خود را در قالب قیمت‌های بالاتر داشته باشند؟ زمانی که عدم تأمین مناسب درآمدهای مالیاتی منجر به نیروهای حاد تورمی می‌شود، آنگاه حتی بهترین راه میانه نیز ممکن است ملزم به خودداری شدید پولی باشد. تأثیر این رخداد، بر روزرندی متفاوت از هدف مدنظر کنگره بوده و نیز می‌تواند اختلالات شدیدی در برخی حوزه‌های بخش خصوصی مانند مسکن ایجاد کند. (ص ۸)

توجه کنید که صحبت مک‌لاری دال بر تلاش فدرال رزرو برای منع خزانه‌داری از کسری بودجه نیست؛ دلالت بر آن دارد که «استقلال فدرال رزرو» اکیداً محدود است به تصمیم‌های در این باره که آیا سیاست پولی برای مقابله با فشار تورمی محتمل ناشی از کسری بودجه، باید سخت‌گیرانه باشد یا نه. مک‌لاری زمانی این را می‌نوشت که سیاست پولی انقباضی به معنای کاهش رشد پول بود، حال آنکه اکنون انقباض در سیاست پولی معادل با افزایش نرخ بهره هدف است. اما، نکته

در این صورت، میزان سپرده‌ها یا ذخایر بانکی خصوصی تحت تأثیر قرار نمی‌گیرد. اگر دریافتی‌های مالیاتی از هزینه دولت کمتر باشد، آنگاه سپرده‌های بانکی و ذخایر به طور خالص افزایش می‌یابند. اما هنگامی که دریافتی‌های مالیاتی بیش‌تر از هزینه دولت هستند، تا زمانی که خزانه‌داری دریافت‌های اضافه‌اش را به فدرال رزرو منتقل نکند، لزومی ندارد تأثیری روی سپرده‌ها و ذخایر بانکی خصوصی داشته باشد. در عمل، خزانه‌داری تلاش می‌کند تا مانده حساب مثبت ثابتی (کوچکی) را در فدرال رزرو حفظ کند، که تضمین می‌کند عملیات مالی دولت، موجودی ذخایر و بانک خصوصی را تحت تأثیر قرار نمی‌دهد.

به گفته مک‌لاری: «وقتی عدم توازن میان هزینه و درآمد مالیاتی دولت منجر به کسری بودجه می‌شود، خزانه‌داری مجبور به انتشار بدهی عمومی بیش‌تر است. از منظر پولی، عدم پوشش متناسب هزینه‌های دولت از طریق مالیات به معنای چاپ پول به واسطه انتشار بدهی فدرال است. بسته به مرحله دور تجاری، این امر معمولاً عرضه پول را افزایش می‌دهد و عدم عکس‌العمل متقابل و خنثی‌کننده بانک مرکزی، می‌تواند منجر به افزایش تورمی قیمت‌ها شود. ماحصل این کار مالیات‌ستانی پنهانی است - این نوع مالیات در قالب قدرت خرید کمتر (یعنی قیمت‌های بالاتر) همان چیزی را از مالیات‌دهندگان کسر می‌کند که آن‌ها در قالب مالیات اضافی می‌پرداختند. بنابراین پیوند مهمی میان توان هزینه‌کرد و مالیات‌گیری کنگره از یک سو و توان پولی محول شده به سیستم



با ذخایر اضافی کار نمی‌کنند، آن‌ها ذخایر اضافی موردنیاز را ندارند (امروزه البته بانک‌ها در نتیجه اجرای سه مرحله تسهیل مقداری، حجم زیادی ذخایر اضافی دارند). لذا فدرال رزرو یا می‌تواند این ذخایر را وام دهد یا می‌تواند اوراق خزانه را در عملیات بازار باز خریداری کند.

توجه کنید که اگر فدرال رزرو ملزم به خرید اوراق خزانه‌داری بود، باید همان مقدار اوراقی که خزانه‌داری عیناً فروخته بود را می‌خرید! در هر صورت فدرال رزرو بدهی خزانه‌داری را اکتساب می‌کرد، بی‌آنکه استقلالش مبنی بر منع خرید مستقیم بدهی خزانه‌داری را نیز نقض کرده باشد. هرچند فدرال رزرو می‌تواند میان اینکه از عملیات بازار باز استفاده کند یا پنجره‌تزیل، یکی را انتخاب کند، اما به‌واقع نمی‌تواند از عرضه‌ذخایر سرباززند. اول آنکه این عدم عرضه‌ذخایر باعث خواهد شد میزان ذخایر بانکی پایین‌تر از ذخایر قانونی قرار گیرد (با فرض اینکه بانک‌ها در شرایط ذخایر مازاد نباشند). اما دوم و مهم‌تر آنکه، این عدم عرضه منجر خواهد شد نرخ ذخایر فدرال رزرو بالاتر از نرخ هدف برود. اگر بانک مرکزی نرخ‌های شبانه را هدف‌گذاری می‌کند، باید تقاضا برای ذخایر را نیز پوشش دهد. به‌عبارت‌دیگر، تنظیم نرخ بهره مستقل توسط بانک مرکزی با استقلال او از عملیات مالی تعارض دارد، زیرا هنگامی که عایدی‌های حاصل از فروش اوراق قرضه برای تمهید پرداخت‌های خزانه‌داری به حسابش نزد فدرال رزرو منتقل می‌شود، بانک‌ها نیاز به ذخایر پیدا می‌کنند و فدرال رزرو باید این ذخایر را تأمین کند.

مهم این است که به هنگام مرور نقل‌قول‌های مک‌لاری و نیومان، مسلم می‌دانیم که فدرال رزرو برای اینکه عملیات مالی دولت به شکلی هموار پیش برود باید با خزانه‌داری همکاری کند. اگر فدرال رزرو بر این عقیده باشد که سیاست مالی بسیار پرهزینه است، انتخاب او امتناع از پرداخت بابت چک‌های خزانه‌داری نیست زیرا خزانه‌داری می‌تواند مبالغ تخصیص‌یافته توسط کنگره را خرج کند، بلکه انتخاب بانک مرکزی پیش‌گرفتن سیاست انقباضی است.

خزانه‌داری و فدرال رزرو چگونه تضمین می‌کنند که کسری بودجه (یعنی بیش از درآمد هزینه‌کردن) در طول یک بازه زمانی سپرده‌ها و ذخایر بانکی را تحت تأثیر قرار نمی‌دهد؟ کلید [فهم ماجرا] «مدیریت بدهی» است: یعنی انتشار جدید اوراق توسط خزانه‌داری و یا عملیات بازار باز توسط فدرال رزرو. همان‌طور که اشاره شد، در طول این سال‌ها تغییرات عملیاتی قابل توجهی رخ داده است، اما به لحاظ مفهومی، درک عملیاتی که باید در ترازنامه رخ دهد، دشوار نیست. برای هزینه‌کردن بیش از درآمد مالیاتی، خزانه‌داری به سپرده‌های اضافی در حساب‌هایش نزد بانک‌های خصوصی نیاز دارد (جهت انتقال به حسابش نزد فدرال رزرو برای هزینه‌کردن). این اتفاق می‌تواند از طریق فروش اوراق خزانه‌داری به بانک‌ها انجام شود، زیرا سپرده‌های خزانه‌داری را افزایش می‌دهد. اما زمانی که خزانه‌داری این سپرده‌ها را [به حسابش نزد فدرال رزرو] منتقل می‌کند، فدرال رزرو باید [حساب] ذخایر بانک را بدهکار کند. از آنجایی که بانک‌ها در مواقع عادی



سپرده‌ها را از بانک‌های خصوصی به بانک مرکزی انتقال دهد.

آخرین نکته قابل اشاره این است؛ مادامی که بانک مرکزی هدف‌گذاری نرخ بهره دارد، صرف‌نظر از اینکه چه روندهایی اتخاذ می‌شوند، انتخاب‌های او محدود خواهد بود، به این معنی که عملیات او باید اثرات سیاست مالی را روی ذخایر و در نتیجه روی نرخ‌های شبانه حداقل کند. بر اساس لایحه فدرال رزرو در کنگره، خزانه‌داری زمانی که حساب سپرده‌اش نزد فدرال رزرو ناکافی است باید به بانک‌های خصوصی اوراق قرضه بفروشد، اما برای اینکه خزانه‌داری سپرده‌هایش را به بانک مرکزی منتقل کند، بانک‌ها نیاز به ذخایر دارند. اگر فدرال رزرو این ذخایر را در عملیات بازار باز عرضه کند، باید پس‌از آنکه خزانه‌داری ذخایر موردنظر را هزینه می‌کند، این عملیات را معکوس کند. کسری بودجه خزانه‌داری به‌طور معمول منجر به افزایش تقریباً برابر موجودی بانک از اوراق قرضه می‌شود، البته زمانی که تمام آنچه گفته شد انجام شود. فارغ از اینکه فدرال رزرو چه روندهای عملیاتی را اتخاذ می‌کند و فارغ از ممنوعیتی که در لایحه فدرال رزرو قید شده است، این ماجرا در واقعیت رخ می‌دهد.

استقلال سیاسی

به مقوله پایانی می‌رسیم، یعنی استقلال سیاسی، که در پیوند با استقلال عملیاتی قرار دارد. مسئله این است که آیا استقلال (محدود)

هنگامی که خزانه‌داری این عایدی‌ها را هزینه می‌کند، مجدداً سپرده‌ها و ذخایر بانک‌ها بازگردانده می‌شوند. در این مرحله فدرال رزرو باید عملیات قبلی خود را معکوس کند: اکنون بانک‌ها ذخایر اضافی دارند. این ذخایر اضافی در دو حالت می‌توانند تخلیه شوند. یا از طریق عملیات بازار باز فدرال رزرو (به عبارت دیگر فدرال رزرو عیناً اوراق قرضه‌ای را که خریداری کرده، می‌فروشد) و یا اینکه فدرال رزرو و بانک‌ها وام‌های پنجره‌تزیل را کاهش بدهند. (توجه کنید که مدتی است فدرال رزرو به جای خرید و فروش کامل از قراردادهای ریپو (توافق‌نامه بازخرید) و ریپوی معکوس استفاده کرده که معکوس شدن سریع اقدامات را برای حداقل کردن اثرات عملیاتی خزانه‌داری روی ذخایر بانک‌ها تضمین می‌کند).

در پایان این فرآیند متوجه می‌شویم که کسری بودجه خزانه‌داری منجر به سپرده‌های بانکی خصوصی بالاتر و نیز دارایی بزرگ‌تر خزانه‌داری می‌شود. (دقت کنید اینکه بانک‌ها این اوراق قرضه را به خانوارها می‌فروشند یا نه اهمیتی ندارد- اگر به خانوارها نیز بفروشند، موجودی اوراق خزانه بانک مانند بدهی‌های بانک به خانوارها به اندازه میزان فروش کاهش می‌یابد؛ در واقع اوراق قرضه به جای پورتهولیوی بانک در پورتهولیوی خانوار قرار می‌گیرد) تمام این موضوع عیناً توضیح منطقی عملیات ترانزانه است که باید با فرض دو محدودیت رخ دهد، اول اینکه خزانه‌داری نمی‌تواند مستقیماً به بانک مرکزی اوراق قرضه بفروشد و دوم اینکه باید پیش از هزینه‌کردن،



همواره آماده‌اند. در واقع این بانک‌ها برای حفظ روابطشان با خزانه‌داری، خرید اوراق را رد نخواهند کرد. (در ایالات متحده ۲۱ بانک معامله‌گر اولیه وجود دارد که در فرآیند فروش اوراق بدهی دولت ایالات متحده موظف به تعیین قیمت هستند، بدین ترتیب عملاً هیچ شانس برای شکست خزانه‌داری در فروش اوراق قرضه وجود ندارد) این بانک‌های معامله‌گر بعد از خرید اوراق سعی می‌کنند تا آن‌ها را به بازار عرضه کنند. برای یک منتشرکننده پول ملی که در صورت بدهکارشان بهره می‌پردازد، هیچ ترسی از نکول غیرارادی وجود ندارد. کاملاً قابل تصور است که خزانه‌داری سررسیدهایی را پیشنهاد کند که مطابق با خواسته بازار نباشد. در این شرایط، قیمت‌ها باید برای فروش اوراق قرضه تعدیل شوند در غیر اینصورت بانک‌های معامله‌گر در باتلاق اوراق خریداری شده گیر خواهند کرد.

در هر حال، اگر خزانه‌داری صرفاً سررسیدهای بسیار کوتاه‌مدت ارائه کند، این عدم تطابق [با] خواست بازار [به راحتی حل می‌شود. ممکن است [فهم] این موضوع چندان روشن نباشد، جز در سایه توجه به این نکته که اوراق خزانه کوتاه‌مدت به لحاظ عملیاتی معادل‌اند با ذخایر بانکی که بهره اندکی بالاتر دارند. از آنجایی که فدرال رزرو (مانند اکثر بانک‌های مرکزی) نرخ شبانه را هدف‌گذاری می‌کند، لذا ذخایر در همین نرخ قابل دست‌یابی‌اند. با فرض اینکه بانک مرکزی سیاست چرخش اوراق قرضه موسوم به **operation twist** (یعنی خرید اوراق با سررسیدهای طولانی‌تر برای

عملیاتی- یعنی عدم تلفیق^۱ خزانه‌داری و بانک مرکزی] یا به تعبیر دیگر تفکیک این دو نهاد]- این اجازه را به بانک مرکزی می‌دهد تا به درخواست‌های خزانه‌داری پاسخ منفی بدهد یا خیر؟ به عبارت دیگر، آیا یک فدرال رزرو مصمم و خلل‌ناپذیر می‌تواند جلوی خزانه‌داری را از هزینه‌کردن (بیش از بودجه مصوب کنگره) بگیرد؟ به نظر می‌رسد این تنها استدلالی است که منتقدان علیه تلفیق این دو نهاد دارند (چراکه به لحاظ ترازنامه‌ای نتیجه نهایی یکسان است).

بگذارید تا این فرآیند را مرحله به مرحله بررسی کنیم. در حال حاضر، اگر خزانه‌داری برای پوشش هزینه‌های مصوب خود، سپرده کافی در بانک‌های خصوصی (حساب‌های وام و مالیاتی) نداشته باشد تا به بانک مرکزی انتقال دهد، ابتدا باید اوراق قرضه بفروشد. سؤال اینجاست که آیا بانک‌ها این اوراق را خواهند خرید؟ جواب بسیار ساده است. می‌دانیم که حتی اگر نظام بانکی هیچ ذخایر اضافه‌ای نداشته باشد، فدرال رزرو به هر فشاری روی نرخ بهره که ممکن است از طریق تلاش بانک‌ها برای خرید اوراق رخ دهد، پاسخ خواهد داد. در واقع اگر بانک‌ها ذخایر موردنظر را بخواهند، فدرال رزرو این ذخایر را عرضه می‌کند تا نرخ بهره را روی نرخ هدف نگه دارد. به عبارت دیگر با وجود هدف‌گذاری نرخ بهره، فدرال رزرو همواره در عرضه ذخایر همراهی می‌کند. این پاسخ در سطح کلان است.

اما در سطح خرد، بانک‌های خاص - یعنی بانک‌های معامله‌گر- برای خرید اوراق قرضه

1. non consolidation



موضوع یک «مشکل هماهنگی» است، مشکلی که البته راه حل بسیار ساده‌ای دارد.

در مرحله دوم لازم است که خزانه‌داری سپرده‌ها را از بانک‌های خصوصی به فدرال رزرو منتقل کند. همزمان با این انتقال، [حساب] ذخایر بانک خصوصی بدهکار می‌شود. فدرال رزرو از رخ دادن این موضوع جلوگیری نمی‌کند و نخواهد کرد. اگر این انتقال بانک‌ها را در کسری ذخایر قرار دهد، فدرال رزرو [با عرضه ذخایر] بانک‌ها را همراهی می‌کند، این همراهی از طریق خرید اوراق موقت یا وام‌دهی در پنجره تنزیل اتفاق می‌افتد. در عمل، خزانه‌داری این روند را با فدرال رزرو هماهنگ می‌کند به طوری که فدرال رزرو آماده عرضه ذخایر باشد. بار دیگر، مدیریت نرخ بهره شبانه هدف، نیاز به همراهی با تقاضای ذخایر دارد، اگر بانک مرکزی می‌خواهد به هدفش (یعنی کنترل نرخ بهره) برسد، دیگر این همراهی یک انتخاب نیست.

در سومین مرحله، خزانه‌داری [برای هزینه کردن] یک چک می‌نویسد (یا به فدرال رزرو می‌گوید ذخایر بانک دریافت‌کننده را افزایش دهد تا بانک نیز حساب دریافت‌کننده را افزایش دهد). بازم، فدرال رزرو جلوی این کار را نمی‌گیرد و نخواهد گرفت. توجه کنید که این عمل، ذخایر سیستم بانکی را افزایش می‌دهد و لذا به طور معمول در سیستم ذخایر اضافی ایجاد می‌کند.

در مرحله چهارم، فدرال رزرو ذخایر اضافی را از طریق عملیات بازار باز (یا با کاهش وام‌های پنجره تنزیل) جمع می‌کند. طبیعتاً، این کار

هدف‌گذاری نرخ بهره بلندمدت (تر) را اجرا نکنند، اجازه می‌دهد تا نرخ سررسیدهای طولانی‌تر را بازار تعیین کند. (در اینجا اصطلاح بازار گمراه‌کننده است، بانک‌ها قادر به تباری‌اند و برای تنظیم نرخ‌های بهره این کار را انجام می‌دهند، مانند رسوایی LIBOR یعنی نرخ بهره بین‌بانکی لندن. نکته این است که بانک‌های مرکزی معمولاً کوتاه‌مدت‌ترین نرخ‌های بهره را از منظر سیاست‌گذاری به صورت برون‌زا تنظیم می‌کنند، در حالی که نرخ‌های دیگر اگرچه غیررقابتی اما درون‌زا تعیین می‌شوند). خزانه‌داری همواره قادر به انتشار اوراق کوتاه‌مدت با حاشیه سود بازاری اندک و بالاتر از نرخ بهره شبانه هدف است.

مسئله واقعاً این نیست که آیا بانک‌ها اوراق قرضه را می‌خرند یا نه، بلکه مسئله این است که در چه قیمتی می‌خرند. بدهی بسیار کوتاه‌مدت خزانه‌داری جانشین تقریباً کاملی برای ذخایری است که فدرال رزرو (اکنون) روی آن بهره می‌پردازد. لذا، مزیت اندکی که به بدهی خزانه‌داری داده شده متضمن آن است که بانک‌ها (بانک‌های غیرمعامله‌گر یا non-dealer banks) ذخایر را برای اوراق قرضه خزانه مبادله خواهند کرد. اگر خزانه‌داری بر فروش سررسیدهای صرفاً بلندمدت اصرار کند، آنگاه ممکن است ترجیحات پورتفولیو نرخ‌ها را افزایش دهد - شاید فراتر از نرخ‌های خزانه‌داری می‌خواهد پرداخت کند. البته راه حل عبارت است از ارائه سررسیدهای مورد نظر بازار یا پرداخت نرخ‌هایی که بازار را به خرید آنچه خزانه‌داری انتشار آن را ترجیح می‌دهد، تحریک کند. روشن است که این



توافق سیاست پولی را برای تجهیز جنگ تحت کنترل درآورد، پایین نگه داشتن نرخ‌ها به این معنی بود که علی‌رغم اینکه سهم بدهی دولت فدرال به سرعت رشد می‌کرد، اما هزینه دولت روی نرخ‌های بهره به حد انفجار نرسید. ترس اصلی دل‌وایسان کسری بودجه این است: دولت ممکن است در دام بدهی گیر کند، به موجب این دام بدهی، کسری بودجه منجر به افزایش بدهی قابل توجهی می‌شود که باید روی آن بهره پرداخت کرد و درحالی‌که پرداخت‌های بهره‌ای رشد می‌کنند، کسری بودجه نیز افزایش می‌یابد. حتی اگر هزینه‌کردهای دیگر به اندازه کافی سریع رشد نمی‌کردند تا منجر به رشد نسبت بدهی به GDP شوند، اگر نرخ‌های بهره روی بدهی بیش‌تر از نرخ رشد GDP باشد، نسبت بدهی به‌طورکلی افزایش می‌یابد (مگر آنکه باقی بودجه در مازاد باشد). سیاست فدرال رزرو در جنگ جهانی دوم و تا سال ۱۹۵۱ تضمین می‌کرد که چنین اتفاقی رخ نخواهد داد. اما توافق خزانه‌داری و فدرال رزرو، فدرال رزرو را از این تضمین و تعهد رها ساخت، هرچند سیاست نرخ بهره فدرال رزرو برای یک دهه دیگر نرخ‌های کوتاه‌مدت را بسیار پایین نگه داشت. درحالی‌که GDP به رشد خود ادامه می‌داد، نسبت بدهی به GDP دولت فدرال به سرعت در دوره پس از جنگ سقوط کرد.

اما از این تجربه چه می‌آموزیم؟ حتی با وجود کسری بودجه به میزان ۲۵ درصد GDP، بانک مرکزی می‌تواند از طریق این ساختار مبتنی بر سررسید بدهی، نرخ بهره را بسیار پایین نگه دارد. از آنجایی‌که فدرال رزرو بر ساخته کنگره است، این

به‌سادگی، مرحله دوم را معکوس می‌کند. بانک مرکزی‌ای که نرخ‌های بهره شبانه را هدف‌گذاری می‌کند، نمی‌تواند (به‌طور معمول) ذخایر اضافی را در این سیستم رها کند (مگر آنکه هدف، سیاست نرخ بهره صفر باشد یا آنکه بانک مرکزی هر لحظه به ذخایر بهره بدهد). در فضای سیاست نرخ بهره صفر (یا جایی که در آن بانک مرکزی نرخ بهره هدف را روی ذخایر پرداخت می‌کند)، ذخایر اضافی می‌توانند در سیستم باقی بمانند، اما نتیجه این خواهد بود که نرخ‌های بهره به نرخ پرداختی روی ذخایر می‌رسند.

در نتیجه، می‌بینیم که در روندهای عملیاتی موجود جایی برای فدرال رزرو به‌منظور منع خزانه‌داری از هزینه‌کرد مقادیر بودجه‌ای وجود ندارد. محتملاً حتی اگر خزانه‌داری سعی در هزینه‌کرد فراتر از مقادیر بودجه‌بندی شده را داشته باشد (تکرار تجربه جمهوری وایمار یا زیمباوه) عملاً فدرال رزرو قدرتی برای جلوگیری از این اتفاق نخواهد داشت (گرچه می‌توانست با بالابردن نرخ بهره واکنش نشان دهد، اما عملاً هزینه بهره‌ای خزانه‌داری و در نتیجه کسری بودجه افزایش پیدا می‌کرد). علی‌رغم این باور که روندهای عملیاتی موجود (که برخی در لایحه ۱۹۱۳ فدرال رزرو آمده‌اند) از آن رو ایجاد شده‌اند تا تضمینی باشند برای اینکه یک خزانه‌داری افسارگسیخته هزینه‌هایش را به وسیله راه‌اندازی دستگاه‌های چاپ پول تأمین نکند، اما عملاً در این روندها چیزی برای جلوگیری از چنین اتفاقی وجود ندارد. در طول جنگ جهانی دوم فدرال رزرو توافق کرد تا نرخ بهره اوراق خزانه را پایین نگه دارد. این



اجماع کنگره مبنی بر الزام دولت ایالات متحده به بودجه ریزی برای ایجاد ابرتورم وجود ندارد. اتفاقاً برعکس، تمام خطاهای بودجه‌ای از سوی دیگری رخ می‌دهند: محرک‌های مالی ناکافی در بحران مالی جهانی، حماقت حزبی بر سر گسترش محدودیت‌های بدهی، گره زدن راه‌حل‌ها به توقیف دارایی‌ها، و ترس زیان‌بار از کسری بودجه. درحالی‌که فدرال رزرو در تنظیم نرخ بهره هدف میزان زیادی استقلال دارد، به نظر می‌رسد که در بحران (چه این بحران به واسطه نرخ‌های بیش اندازه بالا روی بدهی خصوصی ایجاد شده باشد، چه با نرخ‌های بالا روی بدهی عمومی که منجر به ایجاد نسبت بدهی رو به انفجار می‌شود و خواه به واسطه جنگی بزرگ که همکاری میان فدرال رزرو و خزانه‌داری را نیاز دارد)، قاطعانه سیاست خطرناکی را دنبال می‌کند و در اینصورت کنگره می‌تواند مداخله کند. نهایتاً همان‌طور که دیدیم، کنگره از سال ۱۹۱۳ به‌طور پیوسته اولویت دستوری‌اش را در قبال فدرال رزرو بازتعریف و تصریح کرده است: سیاست فدرال رزرو باید از منظر حمایت از منافع ملی صورت‌بندی شود. بعلاوه کنگره به اصلاح لایحه فدرال رزرو و سخت‌گیرانه کردن کنترلش روی فدرال رزرو تمایل نشان داده است. اگر برای حمایت از تقاضای داخلی یا به سبب رویدادهای خارجی (مثل تهدیدات نظامی برای ایالات متحده) کسری بودجه درحال رشد، ضرورت یابد، این فرض عقلانی است که کنگره دوباره از فدرال رزرو انتظار داشته باشد تا انتشار اوراق خزانه‌داری را حمایت کند. و اگر این کار را نکند، کنگره می‌تواند

سیاست در صورت لزوم می‌توانست اجبار شود. به‌عنوان یک جایگزین، خزانه‌داری می‌تواند انتشار اوراق جدیدش را به سررسیدهای کوتاه‌مدت محدود کند. در این مورد، نرخ اوراق قرضه خزانه به‌طور نزدیکی همان نرخ سیاستی فدرال رزرو را دنبال خواهد کرد. مادامی‌که نرخ سیاستی پایین‌تر از نرخ رشد GDP نگه‌داشته شود، پویایی‌های دام بدهی می‌تواند به‌وسیله بودجه‌بندی کنگره که شامل حکمرانی بر هزینه‌های غیر بهره‌ای یا افزایش نرخ‌های مالیاتی است، کنترل شود. (بدون شک کنگره می‌توانست تلاش کند تا از طریق شتاب‌دادن به رشد تخصیص‌های بودجه‌ای، رشد بدهی را سریع‌تر از رشد GDP نگه دارد، و فدرال رزرو قادر نمی‌بود تا از این روند جلوگیری کند به‌طوری‌که افزایش نرخ‌ها، رشد انفجاری نسبت بدهی را تسریع می‌کرد) اگر فدرال رزرو به نگه‌داشتن نرخ بهره بالاتر از نرخ رشد GDP اصرار می‌کرد، نه‌تنها باعث رشد نسبت بدهی دولت می‌شد، که باعث رشد نسبت بدهی خصوصی هم می‌شد. احتمالاً دیر یا زود اقتصاد سقوط می‌کرد تا آنکه فدرال رزرو به رحم می‌آمد.

سیاست بد، چه از نوع پولی و چه از نوع مالی، همواره ممکن و دردناک است. خوشبختانه، در تجربه پس از رکود بزرگ چیزی برای تضمین نگاه‌های بیش‌ازاندازه بدبینانه نسبت به انگیزه‌های کنگره یا فدرال رزرو وجود ندارد. حتی افراط سال‌های مربوط به تجربه ولکر (که نرخ‌های کوتاه‌مدت به بالای ۲۰ درصد رسیدند) نهایتاً معکوس شد و امید است که درس‌هایی از آن تجربه به‌دست آمده باشد. و چیزی حاکی از

دخالت سیاسی در مذاکرات مربوط به تعیین نرخ بهره است.

حکم به انجام آن دهد. اگر تمام این ماجرا صحیح باشد، استقلال فدرال رزرو محدود به مصون بودنش از فشارهای سیاسی و به‌ویژه آزادی از