سیاست‌های لازم برای نجات اقتصاد از کووید-۱۹
و پیامد بسته‌های بزرگ امدادی



اولیور بلانچارد
اقتصاددان ارشد سابق صندوق بین‌المللی پول و استاد دانشگاه ام.آی.تی



مهدی محرمی
پژوهشگر موسسه مطالعات و پژوهش‌های بازرگانی

«الیور بلانچارد» اقتصاددانی فرانسوی است. او سال ۱۹۷۰ از «مدرسه بازرگانی پاریس» ملقب به ESCP در رشته بازرگانی لیسانس گرفت و تحصیلات تکمیلی خود را در رشته اقتصاد و ریاضیات کاربردی در دانشگاه دوفین و نانتر پاریس به پایان رساند. سال ۱۹۷۷ برای اخذ دکترای اقتصاد به دانشگاه ام.آی.تی رفت. پس از فارغ‌التحصیلی و اخذ پی.اچ.دی از آنجا تا سال ۱۹۸۳ در دانشگاه هاروارد تدریس و مجددا به ام.آی.تی بازگشت و در حال حاضر استاد اقتصاد دانشگاه ام.آی.تی است. «بلانچارد» به عنوان یکی از نویسندگان اصلی کتاب‌های دانشگاهی علم اقتصاد در مقاطع پیشرفته در عرصه جهانی شناخته می‌شود. از جنبه نظری، با معرفی رقابت انحصاری به چارچوب کلان کینزی، سطح تحلیلی چارچوب کینزین‌ها را ارتقاء بخشیده و از جنبه سیاست‌گذاری طی هفت سالی که اقتصاددان ارشد صندوق بین‌المللی پول بود (۲۰۰۸ تا ۲۰۱۵)، تغییرات ماهوی در نوع سیاست‌های صندوق ایجاد و نقش بسزایی در تخفیف آثار یکی از بزرگ‌ترین بحران‌های مالی جهان در سال ۲۰۱۰ ایفا کرده است. مقاله او با عنوان «سیاست‌های لازم برای نجات اقتصاد از کووید-۱۹» این اقتصاددان مطرح بین‌المللی توسط «مهدی محرمی» فارغ‌التحصیل مقطع ارشد اقتصاد از دانشگاه علامه طباطبایی پیاده شده است. جناب محرمی در حال حاضر در موسسه مطالعات و پژوهش‌های بازرگانی مشغول فعالیت هستند. ایشان نقطه‌نظرات بلانچارد را در دو پرده مقابل روی خواننده قرار داده است. در پرده اول (فروردین ۱۳۹۹) راهکارهای مناسب امدادی از بعد کلان و در پرده دوم (اسفند ۱۳۹۹) عواقب بکارگیری بسته‌های بزرگ امدادی از منظر «بلانچارد» مورد تحلیل قرار گرفته است. نگاهی که بلانچارد در هر دو پرده به ابزارهای کلان اقتصادی دارد و چارچوب فکری او در استفاده از این ابزارها برای خواننده آشنا به مباحث کلان اقتصادی درس‌آموز است.

پرده اول: سیاست‌های لازم برای نجات اقتصاد از کووید-۱۹

بگذارید بحث را با مسائل کلان اقتصاد آمریکا در حال حاضر آغاز کنم. در حال حاضر، با توجه به منفی بودن نرخ‌های بهره، عملا امکان اجرای سیاست‌های پولی انبساطی برای ایجاد تحرک در اقتصاد وجود ندارد. از طرفی با توجه به افت تقاضای جهانی و متعاقبا کاهش تقاضای واردات از سوی کشورهای طرف تجاری، سیاست کاهش ارزش پول نیز چندان اثربخش نخواهد بود. در بخش سیاست‌های مالی (بودجه‌ای) نیز اقتصاد آمریکا از گذشته با حجم بالای مخارج دولت و افت درآمدهای مالیاتی مواجه بوده و لذا عملا گزینه چندانی پیش رو نیست. حال سوال کلیدی

اینست که با توجه به حجم بالای بدهی‌های دولت، نرخ بهره چه مسیری را در پیش خواهد گرفت؟ در شرایط کنونی که در نتیجه تشدید پاندمی کووید-۱۹ با افت فعالیت‌های اقتصادی و نااطمینانی در حوزه سیاست‌های دولت و بانک مرکزی مواجه‌ایم، نرخ بهره در حال گذار از رژیم پرریسک به رژیم کم‌ریسک است، بدین معنی که ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران کاهش یافته و آنها متمایل به سرمایه‌گذاری در دارایی‌های کم ریسک و امن (از جمله اوراق قرضه، پول نقد، طلا، اوراق خزانه و غیره) با نقدشوندگی بالا هستند. در چنین شرایطی کاهش نرخ بهره دلالت‌های متفاوتی برای کشورهای مختلف خواهد داشت. به عنوان مثال، در ایالات متحده و آلمان که امکان انتشار دارایی‌های امن از جمله اوراق قرضه وجود دارد، تبعات اجرای سیاست کاهش نرخ بهره چندان جدی نیست؛ چراکه انتشار دارایی‌های امن به ورود سرمایه از کشورهای نوظهور به کشور صادرکننده این اوراق منجر می‌شود. اما در کشورهایی که امکان انتشار این گونه دارایی‌های امن وجود ندارد، سیاست کاهش نرخ بهره به خروج سرمایه و افزایش نرخ بهره منجر خواهد شد. راه حل پیشنهادی برای کشورهای نوظهور تجمیع اوراق قرضه حاکمیتی و انتشار آن به دو شکل «اوراق قرضه مرجح» (۲) و غیرمرجح (۳) است. به این معنا که ریسک نکول بدهی‌ها در اوراق دیده شود و اوراق مرجع در اولویت پرداخت نسبت به اوراق غیرمرجع قرار گیرند. به واقع در شرایط کووید-۱۹، دولت‌ها می‌توانند با انتشار اوراق قرضه غیرمرجح با نرخ بهره و ریسک بیشتر، نوعی پشتوانه در قالب ضمانت یا گارانتی برای خود فراهم کنند.

۱-۱- چارچوب سیاست‌های مالی در واکنش به بحران کووید

در حال حاضر دو فاز کلی در اقدامات نسبت به بحران کنونی وجود دارد: ۱- فاز اول. پایین آوردن نرخ شیوع بیماری و ۲- فاز دوم. پایین نگه داشتن نرخ شیوع بیماری. در حالی که فاز اول تقریبا شروع شده و اگرچه زمانبندی شیوع بیماری کشور به کشور و حتی استان به استان متفاوت است، اما ماه‌های آوریل و می ۲۰۲۰، ماه‌های اوج شیوع خواهند بود و از ماه‌های جون و اوایل جولای، نرخ شیوع نزولی می‌شود. در فاز دوم نیز بده بستان اصلی میان میزان قرنطینه، حجم فعالیت‌ها و میزان شیوع بیماری خواهد بود. خبر خوب در این میان اینست که رفت و آمدها در بیجینگ تا حدودی به سطح نرمال خود در دوران پیش از وقوع بیماری بازگشته که خبر امیدوارکننده ای است. حال سوال اینست که آیا ما نیز می‌توانیم به این مرحله از سطح فعالیت برسیم؟ و اگر چنین است چگونه و با چه ابزاری؟ سه هدف اصلی سیاست مالی (بودجه‌ای) عبارتند از: ۱- مبارزه و کنترل بیماری شامل انجام هرگونه اقدام لازم برای کاهش و پایین نگاه داشتن نرخ شیوع، ۲- جبران تبعات زیانبار بحران برای خانوارها، بنگاه‌ها و یا حتی موسسات مالی یعنی اعطای پرداخت‌های نقدی به خانوارها و بنگاه‌هایی که با کمبود نقدینگی مواجه هستند و ۳- مدیریت تقاضای کل. در حال حاضر و در مواجهه با بحران کووید، اهمیت دو کارکرد اول بیشتر از عامل سوم است. مبارزه و کنترل بیماری دارای دو فاز اصلی است: ۱- فاز اول: در این مرحله، محدودیت‌ها عمدتا فیزیکی است و اقداماتی غیر از سیاست‌های مالی (از جمله قرنطینه) مد نظر است و ۲- فاز دوم: ارائه مشوق جهت انجام آزمایشات، بررسی دارو و کشف واکسن.

به‌طور کلی، هزینه مرتبط با تست کرونا (با فرض اینکه تست کرونا روزانه بر روی ۷ درصد جمعیت، معادل ۲۲ میلیون نفر انجام شود) ۲۰۰ میلیارد دلار (کمتر از یک درصد تولید ناخالص داخلی) است. لذا هر چه سریع‌تر بتوان واکسن ویروس را کشف کرد، بنگاه‌ها نیز سریع‌تر می‌توانند فعالیت خود را از سربگیرند. لذا دولت باید در تامین منابع پولی برای ابداع دارو و واکسن مداخله نموده و در هنگام توزیع واکسن از معیارهای غیرقیمتی استفاده شود. در حال حاضر هزینه تست کرونا ۵۰ دلار است، چنانچه فرض کنیم هزینه تست از ۵۰ دلار به ۱۵ دلار کاهش یابد (به واسطه صرفه‌های مقیاس)، آنگاه هزینه روزانه انجام تست کرونا در ایالات متحده حدودا ۰٫۶ میلیارد دلار خواهد بود. چنانچه این فرآیند منجر به بازگشت سریع‌تر مردم به فعالیت‌های روزانه شود، انتظار می‌رود سطح تولید ۲۰ درصد افزایش یابد (معادل ۱۰ میلیارد دلار در روز).

جبران تبعات زیانبار بحران عبارت است از اعطای اعتبارات به خانوارها و بنگاه‌هایی که با کمبود نقدینگی روبرو هستند. چالش اصلی در این میان بده-بستان میان سرعت اعطای اعتبارات و هدفمندسازی اعتبارات است. با توجه به اینکه تاخیر در پرداخت کمک‌های نقدی می‌تواند به ورشکستگی بنگاه‌ها و تشدید فقر در خانوارها بینجامد، معیار هدفمندسازی وزن کمتری خواهد داشت. این طرح در ایالات متحده می‌تواند از کانال ادارات بیکاری (ارائه چک به افرادی که شغل خود را به دلیل کرونا از دست داده‌اند) و اعطای تخفیف مالیاتی به بنگاه‌ها انجام گیرد. در فرانسه، به جای تعدیل نیروی کار، بنگاه‌ها می‌توانند به منظور

پوشش هزینه دستمزد از سیستم بانکی اعتبار دریافت کنند. این شیوه از آنجا که مانع از قطع ارتباط بنگاه و نیروی‌کار می‌شود، گزینه مناسب‌تری محسوب می‌شود. مدیریت تقاضای کل در وهله اول مستلزم تمایز میان دو فاز زیر است:

- فاز اول. قرنطینه افت ۳۵ درصدی تولید را در پی خواهد داشت. در این میان، نگرانی از بابت افزایش بیش از حد تقاضا وجود نخواهد داشت چرا که مشوق‌های ارائه‌شده عموما صرف خرید مواد غذایی و بازپرداخت وام‌های رهنی خواهد شد و در حال حاضر موانع جدی در عرضه مواد غذایی وجود ندارد؛ چراکه بسیاری از واحدهای فعال در حوزه مواد غذایی از جمله رستوران‌ها حاضرند با توجه به رکود فعلی، در همین قیمت محصولات خود را به فروش برسانند. لذا سهمیه‌بندی سیاست خوبی نخواهد بود.
- فاز دوم. آیا پس از رفع قرنطینه، تقاضا با آهنگ سریع‌تری نسبت به تولید بالقوه افزایش (و احیانا کاهش) خواهد یافت؟ در ابتدای امر، امکان دارد تقاضا افزایش یابد اما با توجه به نااطمینانی موجود، پس‌انداز احتیاطی بالا بوده و سرمایه‌گذاری همچنان پایین خواهد ماند.

۲-۱- پایداری بدهی

حال سوال کلیدی دیگر اینست که اگر بحران به افزایش ۱۰ درصدی (و یا حتی ۳۰ تا ۴۰ درصدی) نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی بینجامد چه باید کرد؟ نرخ بهره پیش از شیوع بیماری پایین بود و پس‌انداز احتیاطی، نااطمینانی و افت سرمایه‌گذاری می‌تواند به کاهش هرچه بیشتر نرخ بهره بینجامد. اما از سوی دیگر، افزایش بدهی بخش عمومی به افزایش نرخ بهره منجر خواهد شد. اگرچه شواهد مشخصی در مورد اینکه بدهی بخش عمومی تا چه میزان به افزایش نرخ بهره منجر خواهد شد وجود ندارد اما طبق تخمین‌ها، به ازای هر یک درصد افزایش نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی، نرخ بهره ۲ تا ۴ صدم درصد افزایش می‌یابد. حال چنانچه نسبت بدهی به تولید ناخالص داخلی بین ۳۰ تا ۴۰ درصد افزایش یابد، قاعدتا نرخ بهره بین ۰٫۶ تا ۱٫۶ درصد افزایش می‌یابد. لذا انتظار می‌رود رشد اقتصادی در سال ۲۰۲۰ پایین باشد.

بحث مهم دیگر، پولی‌سازی بدهی دولت است. هنگامی که نرخ بهره صفر باشد، پولی‌سازی بدهی تفاوت چندانی نخواهد داشت؛ چراکه خرید اوراق قرضه دولتی توسط بانک مرکزی در ازای پول تاثیری بر بدهی دولت نخواهد داشت (زیرا دولت به بانک مرکزی بهره‌ای در قبال اوراق فروخته‌شده پرداخت نمی‌کند). مساله زمانی اهمیت می‌یابد که نرخ بهره شروع به افزایش کند، پدیده‌ای که در هر صورت طی سال‌های آتی رخ خواهد داد. حال سوال اینست که آیا سیستم بانکی به پول بهره پرداخت می‌کند؟ اگر بانک مرکزی به پول (از جمله ذخایر مازاد بانک‌ها نزد بانک مرکزی) بهره پرداخت کند در این صورت این احتمال وجود دارد که بانک مرکزی احساس کند نمی‌تواند بهره پول را پرداخت کند و لذا نرخ بهره را صفر نگه دارد. چنانچه شرایط اقتصادی نرخ بهره مثبت را ایجاب نماید، پایین نگه داشتن نرخ بهره به افزایش تورم یا همان پدیده «برافروختگی» (۴) منجر خواهد شد. در این خصوص، وظیفه بانک مرکزی اجتناب از «تعادل‌های چندگانه» (۵) و انتخاب تعادل خوب (تعادلی که در آن نرخ بهره مناسب انتخاب می‌شود) به جای تعادل بد (که در آن نرخ بهره بالاتر بوده و سرمایه‌گذاران را دچار نگرانی می‌کند) است. این همان سیاستی است که بانک مرکزی ژاپن در قالب کنترل منحنی بازدهی (۶)، یا به عبارتی تعهد در قبال نگه داشتن نرخ بهره در یک سطح پایین و تعهد خرید اوراق قرضه حاکمیتی در صورت فروش آن از سوی سرمایه‌گذاران، انجام می‌دهد. سناریوی فوق برای کشورهای نوظهور و در حال توسعه با شباهت‌ها و تفاوت‌هایی همراه خواهد بود. شباهت‌ها ناظر به همان اهداف سه‌گانه سیاست‌های مالی (بودجه‌ای) است و تفاوت‌ها از این نکته نشات می‌گیرد که این کشورها از ظرفیت و تجهیزات کافی برای مقابله با ویروس برخوردار نیستند.

اولین پیامد بحران کووید خروج سرمایه خواهد بود؛ چراکه سرمایه‌گذاران خارجی به نقدینگی در کشور خود نیاز خواهند داشت (مشابه آنچه در بحران مالی سال ۲۰۰۸ رخ داد). از طرفی، هنگامی که سطح بدهی دولت بالا باشد، تقاضای سرمایه‌گذاران به دلیل افزایش ریسک نکول اوراق قرضه دولتی برای این اوراق کاهش می‌یابد و زمانی که کاهش ارزش پول داخلی (با توجه به خروج عظیم سرمایه) پرهزینه باشد، شیب منحنی تقاضا برای اوراق قرضه دولتی افزایش خواهد یافت. متعاقباً قیمت کالاها کاهش یافته و صنعت توریسم نیز دچار رکود خواهد شد. لذا دست کشورهای نوظهور و در حال توسعه در اجرای سیاست‌های مالی چندان باز نیست.

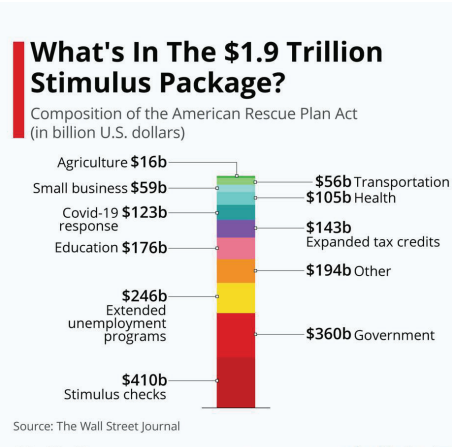
۳-۱- در خاتمه، نقش بانک‌های مرکزی در بحران کووید-۱۹

در سال ۲۰۱۸، حجم خروج سرمایه از کشورهای نوظهور و در حال توسعه ۳٫۶ تریلیون تخمین زده شده و تنها در ماه مارس

سال ۲۰۲۰ ۱۰۰ میلیارد دلار خروج سرمایه در این کشورها ثبت شده است. لذا تامین نقدینگی یکی از مسائلی است که باید توسط بانک‌های مرکزی در این کشورها مدنظر قرار گیرد. توصیه پیشنهادی به این کشورها ایجاد خطوط سواپ (توافق بانک‌های مرکزی برای تبادل ارز با هدف اعطای وام‌های کوتاه‌مدت) و کنترل خروج سرمایه از کشور است. همچنین، در کوتاه‌مدت، تامین مالی برنامه‌های کنترل بیماری باید از طریق کمک‌های مالی بلاعوض و نه وام صورت گیرد. این امر می‌تواند از طریق انجمن توسعه بین‌الملل و وام‌های ترجیحی صندوق بین‌المللی پول محقق گردد. در میان مدت، چشم‌انداز چندان روشن نیست و احتمالا مساله ورشکستگی گریبانگیر بسیاری از کشورها خواهد شد. همچنین، گزینه «تغییر ساختار بدهی» کشورها با توجه به کمبود سرمایه عملا قابل اجرا نیست.

پرده دوم-اسفند ۱۳۹۹: بسته امداد ۱٫۹ تریلیون دلاری بایدن

اقتصاددانانی مثل من که با وزیر خزانه‌داری جدید «جانت یلن» در مورد لزوم «اقدام وسیع» در مورد یک بسته حمایتی و محرک هم نظرند اما نسبت به اندازه برنامه امدادی ۱٫۹ تریلیون دلاری بایدن دچار تردیدند، از بابت همان پدیده پیش‌گفته «برافروختگی اقتصادی» مورد انتقاد قرار گرفته‌ایم. این مطلب به سه موضوع در این زمینه پرداخته و دلیل نگرانی من را توضیح می‌دهد: ۱- اندازه شکاف تولید، یعنی فاصله بین تولید واقعی و بالقوه ۲- اندازه ضرایب فزاینده یعنی اثرات احتمالی بسته محرک و ۳- چقدر تورم ممکن است ایجاد شود؟



۲-۱- در مورد شکاف تولید

«پل کروگمن» در گفتگوی خود در اوایل ماه جاری با وزیر سابق خزانه‌داری «لارنس سامرز» گفت که ما نمی‌دانیم چگونه شکاف تولید را اندازه‌گیری کنیم. من با وی موافق هستم و در مورد معیارهای اندازه‌گیری شکاف تولید تردید دارم. من دیده‌ام که برخی از این معیارها دستکاری شده‌اند تا به عنوان مثال نشان دهند که اوضاع اقتصادی در برخی کشورها چندان بد نیست و فضای کمی برای سیاست‌های تقاضای انبساطی وجود دارد. با این حال، در این مورد خاص، می‌توان یک حد بالایی قابل قبول برای اندازه شکاف تولید بدست آورد. در ژانویه ۲۰۲۰، نرخ بیکاری ۳٫۵ درصد بود که کمترین میزان از سال ۱۹۵۳ است. به طور منطقی می‌توان آن را نزدیک به نرخ طبیعی بیکاری دانست. به عبارت دیگر، تولید احتمالا بسیار نزدیک به تولید بالقوه بود. دفتر بودجه کنگره رشد حقیقی بالقوه چند سال گذشته را حدود ۱٫۷ درصد تخمین زده است. با توجه به اینکه تولید ناخالص داخلی واقعی در سه ماهه چهارم ۲۰۲۰، ۲٫۵ درصد کمتر از دوره مشابه یک سال قبل بود، این برآورد حاکی از وجود شکاف تولید ۴.۲ درصدی در سه ماهه چهارم سال ۲۰۲۰ است که در اصطلاح اسمی حدود ۹۰۰ میلیارد دلار می‌شود.

با توجه به محدودیت‌های مستقیم و غیرمستقیم عرضه به واسطه بحران کووید، بدون شک رقم ۹۰۰ میلیارد دلار یک برآورد اغراق‌آمیز از شکاف بوده که بتواند با افزایش تقاضا برطرف شود. همه‌گیری میزان تولید بالقوه را به شدت کاهش داده و حداقل در بخش قابل‌توجه‌ای از سال همچنان ادامه خواهد داشت. به طور محافظه‌کارانه فرض کنید که تولید بالقوه در سال ۲۰۲۱ هنوز ۱ درصد نسبت به سطحی که در نبود این بحران می‌توانست باشد، پایین‌تر است. لذا شکاف تولیدی که می‌تواند در سال ۲۰۲۱ با افزایش تقاضا برطرف شود تنها ۶۸۰ میلیارد دلار است.

۲-۲- در خصوص ضرایب فزاینده

اگر این برنامه ۱٫۹ تریلیون دلاری تصویب شود، در کنار برنامه ۹۰۰ میلیارد دلاری مصوب در دسامبر سال ۲۰۲۰ - در مجموع ۲٫۸ تریلیون دلار، احتمالا پس‌اندازهای اضافی خانوار جمع شده در سال ۲۰۲۰، در حدود ۱٫۶ تریلیون دلار، تا حدی خرج خواهد شد. بگذارید من دوباره بسیار محافظه‌کار باشم و این تقاضای بالقوه اضافی (اما ۶۰۰ میلیارد دلار تقاضای اضافی برای مصرف کننده به نظر من چندان هم غیرقابل قبول نیست) و همچنین هرگونه افزایش مخارج از قبل طرح زیرساختی وعده داده شده در دولت

بایدن را کنار بگذارم. چگونگی تبدیل محرک ۲٫۸ تریلیون دلاری به تقاضای کل بستگی به ضریب‌ها دارد؟ با ضرب واحد، این دو بسته محرک تقاضای اضافی معادل ۲٫۸ تریلیون دلار یا تقریبا ۳ برابر تخمین بیش از حد برآورد شده ۹۰۰ میلیارد دلاری از شکاف تولید ایجاد می‌کنند. با ضریب ۰٫۳، محرک تقریبا شکاف را پر کرده و دیگر هیچ دلیلی برای نگرانی در مورد گرم شدن بیش از حد وجود ندارد.

مقادیر معقول برای ضریب چیست؟ سه نکته تنوع نظرات را توضیح می‌دهد. ۱- چیزی به عنوان یک ضریب واحد جهانی وجود ندارد. ضرایب مربوط به مخارج، کاهش مالیات، یارانه‌ها و پرداخت‌های انتقالی به ایالت‌ها همه از یکدیگر متفاوت است. ضریب‌ها تا حد زیادی به خوش بین بودن یا نبودن افراد، یا اینکه احساس محدودیت در نقدینگی و غیره داشته باشند، بستگی دارد. این برداشت‌ها با گذشت زمان تغییر می‌کنند. ۲- تا حدی به دلیل این ویژگی غیرقابل پیش بینی، ما برآورد خیلی خوبی از ضریب‌ها نداریم؛ ۳- یک نکته عصبی: ضریب‌ها به صورت کاملا غیرخطی روی میل نهایی به مصرف اثر می‌گذارند. فرمول کتاب درسی برای ضرایب مرتبط با کاهش مالیات را به یاد بیاورید، = m / c (۱-c) ، که در آن m ضریب و c میل نهایی به مصرف است. اگر c = ۰٫۵ باشد، ضریب ۱ است. اگر c = ۰٫۳ باشد ، ضرب ۰٫۴ است. اگر c = ۰٫۷ باشد ، ضرب ۲٫۳ است. توانایی تشخیص اینکه میل نهایی به مصرف ۰٫۳ خواهد بود یا ۰٫۵ کار دشواری است. با این حال ارزش دارد که چند حدس تقریبی بزنیم.

با فرض اینکه نرخ بهره بدون تغییر باقی بماند - به عبارتی فدرال رزرو به برنامه پیشنهادی واکنش نشان ندهد - و با نادیده گرفتن تأثیر برواردات (که برای ایالات متحده پایین است)، هرگونه مخارج مستقیم توسط دولت به همان میزان بر مخارج داخلی تاثیر مستقیم داشته، و بنابراین یک ضریب بزرگتر از واحد را در فرمول کتاب درسی نتیجه خواهد داد. این به نظر ضریب مناسبی برای ارزیابی بخشی از بسته که شامل مخارج مستقیم برای مبارزه با بیماری همه‌گیر است، باشد. در مورد چک به خانوارها، مزایای بیکاری، اعتبارات مراقبت از کودکان و سایر پرداخت‌های انتقالی چطور؟ گفته شده که دریافت‌کنندگان این کمک هزینه بیشتر آنرا پس‌انداز می‌کنند، بنابراین ضریب‌ها پایین خواهد بود. من به دو دلیل به این ادعا تردید دارم. ۱- این استدلال وجود دارد که انگیزه این اقدامات کمک به افراد نیازمند بوده که با این تصور که افرادی که چک دریافت می‌کنند به جای صرف آنها پس‌انداز می‌کنند، تناقض دارد. نسبت خانوارهای دارای کودک که در تامین مواد غذایی مشکل دارند در طی همه‌گیری افزایش پیدا کرده است؛ فکر اینکه این افراد چک‌های خود را پس‌انداز کنند چندان معقول به نظر نمی‌رسد. برآورد میل نهایی به مصرف از این چک‌ها که فقط یک بار اعطا می‌شوند در زمان‌های عادی حدود ۰٫۵ است. اگر چک‌ها بیشتر به خانوارهایی برسد که با محدودیت نقدینگی یا درآمدی مواجه هستند، رقم مربوطه احتمالا بالاتر خواهد بود. ۲- یکی از روش‌هایی که در آن خانوارها واقعا پس‌انداز می‌کنند، پرداخت عقب‌افتاده اجاره است. نسبت پرداخت دیرکرد اجاره نیز در سال ۲۰۲۰ به میزان قابل توجهی افزایش یافته است. اگر اجاره‌دهندگان این کار را انجام دهند، در واقع به نوعی پس‌انداز می‌کنند (بدهی خود را کاهش می‌دهند)، اما اجاره به صاحبخانه‌ها می‌رسد که احتمالا قسمت زیادی از آن را خرج می‌کنند. به طور خلاصه، ضریب‌ها به خصوص در شرایط فعلی کاملا نامشخص هستند. اما من با کمی ساده‌انگاری می‌توانم حالتی را که طی آن ضریب متوسط نزدیک به ۰٫۳ باشد را فرض کنم.

۳-۲- در مورد تورم

کسانی که از اندازه بسته دفاع می‌کنند، استدلال می‌کنند که حتی اگر گرم شدن بیش از حد رخ دهد، این امر منجر به تورم بالا نمی‌شود و لذا فدرال رزرو نیازی به افزایش چشمگیر نرخ بهره نخواهد داشت. در واقع، برآورد فعلی منحنی فیلیپس - که رابطه معکوس بین نرخ تورم و بیکاری را نشان می‌دهد - نتایج نگران کننده‌ای را نشان نمی‌دهد. فرض کنید که محرک منجر به شکاف مثبت ۵ درصدی تولید شود. با استفاده از «قانون اوکان» در رابطه با تغییر نرخ بیکاری به رشد تولید ناخالص داخلی (که این روزها به این معنی است که کاهش ۱ درصدی تولید منجر به افزایش تقریبا ۰٫۵ درصدی نرخ بیکاری می‌شود)، این شکاف ۵ درصدی تولید به معنای آنست که بیکاری حدود ۲٫۵ درصد کمتر از نرخ طبیعی است. بنابراین، اگر نرخ طبیعی را حدود ۴ درصد فرض کنیم، نرخ بیکاری ۱٫۵ درصد است. با فرض اینکه انتظارات تورمی خاصیت لنگر خود را از دست نداده (یعنی همچنان در راستای اهداف تورمی بانک مرکزی باقی بماند)، و لذا به تورم واقعی واکنش نشان ندهد، و با فرض تأثیر ۰٫۲ درصدی بر تورم به ازای هر یک درصد کاهش نرخ بیکاری (تقریبا ضریب رگرسیون فعلی در رگرسیون‌های خودم)، تورم ۰٫۵ درصد افزایش می‌یابد، که این میزان جای نگرانی ندارد. در واقع، با توجه به هدف دیرینه فدرال رزرو برای عبور از هدف تورمی ۲ درصدی، چنین

افزایشی مطلوب نیز خواهد بود. حتی با احتساب برآورد بیش از حد ضرایب شیب، مانند ضرایب تقریبا ۰٫۵ درصدی که توسط عده‌ای محاسبه شده، افزایش تورم فقط در حدود ۱٫۲۵ درصد خواهد بود. مسئله این است که آیا رابطه فعلی بین تورم و بیکاری برقرار خواهد بود؟ در حقیقت، دلایل محکمی برای نگرانی وجود دارد. منحنی فیلیپس همواره همگام با تعدیل انتظارات تورمی نسبت به تورم واقعی، جا به جا می‌شود (شیفت به بالا یا پایین). درست است که انتظارات برای مدت طولانی بسیار چسبناک بوده و ظاهرا واکنشی به حرکات تورم واقعی نشان نمی‌دهد. اما، با چنین گرم شدن بیش از حدی، انتظارات ممکن است دیگر به اهداف تورمی فدرال رزرو لنگر نماند. اگر چنین شود (یعنی واکنش انتظارات تورمی نسبت به تورم واقعی)، افزایش تورم می‌تواند بسیار شدیدتر باشد.

یک مقایسه مناسب در اینجا اتفاقی است که در دهه ۱۹۶۰ رخ داد. از سال ۱۹۶۱ تا ۱۹۶۷، دولت‌های کندی و جانسون اقتصاد را بالاتر از سطح بالقوه اداره کردند که این امر کاهش مداوم نرخ بیکاری به کمتر از ۴ درصد را در پی داشت. تورم افزایش یافت اما نه خیلی زیاد، از ۱ درصد به کمی زیر ۳ درصد. با این وجود، در سال ۱۹۶۷، انتظارات تورمی شروع به تعدیل کرد و تا سال ۱۹۶۹، تورم به نزدیک به ۶ درصد افزایش یافت و به تدریج به موضوعی نگران‌کننده تبدیل شد. سیاست‌های مالی و پولی انقباضی در دستور کار قرار گرفت که منجر به رکود اقتصادی از اواخر سال ۱۹۶۹ تا پایان ۱۹۷۰ شد. می‌توان ادعا کرد که اوضاع در دهه ۱۹۶۰ یک انباشت طولانی مدت از سیاست‌های انبساطی بود که دیگر تکرار نخواهد شد، خصوصا اگر افزایش مخارج عمدتا موقتی تلقی شود. اگر بیکاری اینقدر پایین بیاید، من شک دارم که ضرایب تاثیر بیکاری بر تورم و تاثیر تورم بر تورم‌انتظاری ثابت بمانند. همان ویژگی غیرخطی برای ضرایب و میل نهایی به مصرف برقرار است. اگر به عنوان مثال، تورم با ضریب ۰٫۵ بر تورم مورد انتظاری تاثیر بگذارد، در این صورت تاثیر کامل بیکاری بر تورم دو برابر می‌شود. اگر ضریب به ۰٫۷ افزایش یابد، اثر سه برابر می‌شود.

اگر قرار بر افزایش تورم باشد، دو سناریو وجود دارد: ۱- آن که فدرال رزرو اجازه می‌دهد تورم، شاید به طور قابل ملاحظه‌ای، افزایش یابد و ۲- دیگری که محتمل تر است آن که فدرال رزرو سیاست پولی انقباضی، آن هم در ابعاد وسیع، در پیش گیرد. هیچ یک از این دو سناریو ایده‌آل نیست. در مورد اول، انتظارات تورمی احتمالا خاصیت لنگر خود را از دست داده و بدین ترتیب یکی از مهمترین دستاوردهای سیاست‌های پولی در ۲۰ سال گذشته را ابطال و استفاده از سیاست‌های پولی را در آینده دشوارتر می‌کند. در مورد دوم، ممکن است افزایش نرخ بهره بسیار زیاد باشد و منجر به مشکل در بازارهای مالی شود. من به هیچ وجه حالت دوم را ترجیح نمی‌دهم.

بسیاری از جنبه‌های مرتبط دیگر درباره پیشنهاد دولت بایدن وجود دارد. واقعیت‌های سیاسی وجود دارد: دریچه‌ای از فرصت که ممکن است در آینده بسته شود، مزیت یک اقتصاد داغ در فصل انتخابات میان دوره‌ای، این تصور که ارسال چک‌های با ارزش کمتر از ۱۴۰۰ دلار به آمریکایی‌ها به نوعی خلف وعده خواهد بود و مسائل اقتصادی دیگری وجود دارد که من در مورد آنها در اینجا بحث نکردم. اینکه تقاضا در صورت عدم اجرای بسته در چه سطحی می‌بود، زمان‌بندی مخارج دولت فدرال و دولت محلی، فضای محرک برای ایجاد یک برنامه زیرساختی، توانایی بانک مرکزی برای کنترل تورم اولیه و غیره جزو این موضوعات مرتبط هستند و باید در مورد آنها بحث شود. در پایان، اگر بسته کامل تصویب شود، ممکن است همه چیز خوب از آب دربیاید، اما این سناریوی اصلی من نیست.

یادداشت‌ها

1. Sovereign Bond
2. Senior Bond
3. Junior Bond
4. Overheating
5. Multiple Equilibrium
6. Yield Curve Control
7. Debt Restructuring
8. Janet Yellen