

صدمة الشيخوخة

تزايد الشيخوخة في
الاقتصادات المتقدمة قد يحد
من فعالية السياسة النقدية

باتريك إمام

يشهد

العالم في الوقت الراهن تحولاً ديمغرافياً غير مسبق. فالسكان آخذون في الشيخوخة، لا سيما في الاقتصادات المتقدمة. وهناك بحوث تقصت على نطاق واسع انعكاسات شيخوخة السكان على سياسة الإنفاق الحكومي والضرائب (أي سياسة المالية العامة)، وثمة اتفاق عام على أن زيادة الضرائب مع خفض استحقاقات المعاشات التقاعدية وإطالة أعمار العمل ضرورية للتعامل مع عبء المالية العامة الذي تفرضه شيخوخة السكان — على الرغم من أن التحديات السياسية التي ينطوي عليها تنفيذ هذه الإجراءات هائلة.

ولكن لا تكاد توجد بحوث تتقصى تأثير شيخوخة السكان على السياسة النقدية، أي العملية التي تقوم من خلالها البنوك المركزية بالتأثير على أسعار الفائدة والمعرض النقدي لتعزيز استقرار معدلات التضخم وتوظيف العمالة والنمو.

وحسب افتراض دورة الحياة — الذي يقول إن الأسر المعيشية تقتصر بالدرجة الأولى عندما تكون في عمر الشباب، وتراكم الأصول، وتسد قروضها إلى أن تقاعد، ثم تعيش على عائد أصولها في التقاعد — توجد صلة واضحة بين فعالية السياسة النقدية والعوامل الديمغرافية. وتكمن بعض أسباب عدم تقصي الاقتصاديين لهذه الصلة إلا بشكل محدود في أن السياسة النقدية غالباً ما تكون مصممة لتفاعل مع الصدمات قصيرة الأجل على أفق قصير يتراوح مداه من عام إلى عامين، وليس مع العوامل بطيئة التحرك التي تتبلور على مدار عقود، مثل التغيير الديمغرافي.

ومهما يكن التغيير الديمغرافي صامتاً وضعيفاً، فإنه ينطوي، كما يشير بحثي، على انعكاسات مهمة على السياسة النقدية في الاقتصادات المتقدمة — بما في ذلك بالنسبة للمناهج غير التقليدية الجارية مثل التيسير الكمي، التي نشرتها تلك الاقتصادات في السنوات الأخيرة. ومن الناحية النظرية، تحمل عبارة تأثير شيخوخة السكان أكثر من معنى؛ ذلك أن الطرق التي يتأثر بها السكان الأكبر سناً بالقنوات المختلفة التي تتحرك السياسة النقدية من خلالها تختلف عن طرق تأثر الشباب بها. ولكن على وجه الإجمال خلصت إلى أن شيخوخة السكان تحد من فعالية السياسة النقدية.

جزاء مفاجئ

يُعزى الكثير من الفضل للسياسة النقدية في احتواء التضخم وتثبيتته، وبالتالي تعزيز النمو المطرد وإحداث خفض كبير في تقلب الدورة الاقتصادية الذي استمر في الاقتصادات المتقدمة منذ منتصف الثمانينات إلى حين وقوع الأزمة المالية التي بدأت في عام ٢٠٠٨. فإبقاء توقعات التضخم تحت السيطرة، حسبما يبين التحليل، قامت

البنوك المركزية بخفض حالة عدم اليقين التي يمكن أن تشوش على القرارات الاستثمارية وتكبح الاستهلاك، وتمكنت من الاستجابة بمرونة للصدمات. وفي أعقاب كل من حرب الخليج في عام ١٩٩١ وانهيار فقاعة الإنترنت في عام ٢٠٠٠، تم على وجه السرعة إرخاء السياسة النقدية لإعادة بدء النشاط الاقتصادي. وقد كانت تلك الاستجابة السريعة ممكنة حيث كانت توقعات التضخم منخفضة.

ولكن الاعتقاد في فعالية السياسة النقدية قد انتهى بسبب الأزمة المالية العالمية في عام ٢٠٠٨. فمنذ بداية الأزمة، وجدت البنوك المركزية صعوبة في إعطاء دفعة للنمو والأسعار — سواء في اليابان أو الولايات المتحدة أو أوروبا. وتوجد الآن أدلة متزايدة على أنه حتى خلال السنوات الخمس والعشرين تقريبا لما يسمى بالاعتدال الكبير التي سبقت الأزمة، كانت السياسة النقدية أقل قوة مما بدت.

وتبين تلك الأدلة الجديدة أن السياسة النقدية كان لها تأثير أقل ومتناقص على متغيرات مثل البطالة والتضخم منذ منتصف الثمانينات. وعادة ما يعزى تراجع الفعالية — المقيس بتأثيرات أسعار الفائدة على البطالة والتضخم — إلى توقعات للتضخم والناتج تقوم على ركيزة أكثر ثباتاً، تتأثر بدرجة أقل بعد ذلك بتغيرات أسعار

كانت السياسة النقدية أقل قوة مما بدت.

الفائدة (دراسة Boivin, Kiley, and Mishkin, 2010). وبوجه عام، يكون التضخم أقل استجابة للتغيرات في الفجوة الدورية بين البطالة والناتج (الفرق بين ما يمكن أن ينتجه اقتصاد ما بكامل طاقته من العمالة وما ينتجه فعلياً) عندما تظل التوقعات التضخمية تقوم على ركيزة قوية تتمثل في المعدل الذي يستهدفه البنك المركزي، بما في ذلك خلال فترات الركود العميق، مثل الأزمة المالية العالمية الأخيرة (دراسة IMF, 2013). ويقول عدد كبير من الاقتصاديين إن هذه العوامل تفسر لماذا لم يحدث التوسع غير المسبوق للسياسة النقدية منذ عام ٢٠٠٠. وتأثيراً أكبر على التضخم أو الناتج.

ويذكر الباحثون تفسيريين رئيسيين لانخفاض آثار السياسة النقدية.

التحول الهيكلي للاقتصاد، لا سيما في سوق الائتمان: يرى بعض المحللين أن التغيرات المؤسسية في سوق الائتمان تفسر ضعف فعالية السياسة النقدية. ويقول هؤلاء إنه على مدى العقود القليلة الماضية، تم إرخاء القيود التنظيمية وتحرير أسواق الائتمان.



إضعاف فعالية السياسة النقدية في خمسة اقتصادات متقدمة كبرى قمت بدراستها هي كندا وألمانيا واليابان والمملكة المتحدة والولايات المتحدة.

وتختلف الخصائص الديمغرافية بصورة كبيرة باختلاف البلدان. فبعض البلدان، مثل ألمانيا واليابان، تتجه إلى الشيخوخة بسرعة أكبر من غيرها، ولكن لا يوجد بلد لم تمسه هذه الظاهرة. والنتيجة هي تزايد نسبة كبار السن إلى السكان في عمر العمل، أي ما يسمى

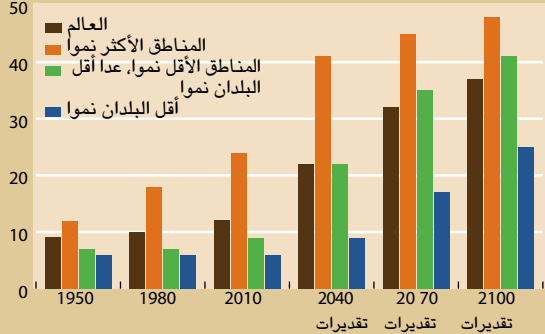
وقد أتاحت أشكال الإقراض الجديدة (مثل التوريق، الذي يحول القروض إلى سندات) لأنواع أكثر من المؤسسات توفير الائتمان فيما أطلق عليه القطاع المصرفي الظلي (راجع مقال «ما هو نظام الظل المصرفي؟» في عدد يونيو ٢٠١٣ من مجلة التمويل والتنمية). وقد أتاحت بنوك الظل (التي يمكن أن تتضمن كيانات مثل الشركات الاستثمارية وشركات التأمين) للأشخاص الذي كانوا يواجهون فيما سبق صعوبات في الاقتراض، لا سيما أصحاب الدخل المنخفضة - إمكانية الحصول على الائتمان بسهولة ومقادير أكبر. ومن حيث المبدأ، ينبغي أن تؤدي هذه التغيرات إلى زيادة فعالية السياسة النقدية. غير أن التغيرات في أسواق الائتمان حدثت في نفس الوقت الذي بدأت فيه ميزانيات الأسر المعيشية، وخصوصا قيمة المساكن، في الاضطلاع بدور متزايد في قرارات الاستهلاك. فقد وجد المستهلكون أنه بإمكانهم الاستفادة من حصص الملكية في مساكنهم بإعادة تمويل قروضهم العقارية. وكان ذلك يعني تناقص أهمية الاقتراض الاستهلاكي المعياري وأسعار الفائدة، وهو ما أدى بدوره إلى تناقص أهمية قناة الائتمان - ونتيجة لذلك، تتغير حساسية النشاط الاقتصادي للسياسة النقدية.

تغيرات في كيفية تأثير السياسة النقدية على توقعات الأطراف الاقتصادية الفاعلة مثل منشآت الأعمال والمستهلكين: يقول بعض الاقتصاديين أيضا إن البنوك المركزية - بسبب مصداقيتها القوية - تعمل بشكل متزايد من خلال «عمليات الفم المفتوح» - أي أنها تدير التوقعات من خلال الاتصالات فقط - دون أن تضطر إلى تغيير أسعار الفائدة بنفس القدر الذي كان يحدث من قبل. وزاد استقرار توقعات الدخل والتضخم بسبب الاستجابة القوية المتوقعة من السياسة النقدية إذا انحرف الناتج عن المستوى الممكن أو لمواجهة أي انحراف عن التضخم المستهدف. ويعني هذا بدوره زيادة استقرار الإنفاق والتضخم الفعليين، مما يحد من أثر التغيرات في أسعار الفائدة. وعلى الرغم من أهمية هذه العوامل، فإنها ليست التفسير الوحيد لتناقص فعالية السياسة النقدية. وأحد التفسيرات الذي لم يحظ بقدر كبير من الاهتمام هو الدور المهم للعوامل الديمغرافية المتغيرة في

الشيخوخة

بعض المجتمعات تشيخ بوتيرة أسرع من غيرها، ولكن التغيير الديمغرافي يطال الجميع، والنتيجة هي تزايد نسبة المسنين إلى السكان في عمر العمل.

(نسبة إعالة المسنين، %)



المصدر: الأمم المتحدة.

ملاحظة: نسبة إعالة المسنين هي عدد الأشخاص الذين تزيد أعمارهم على ٦٥ سنة مقسوما على عدد الأشخاص الذين تتراوح أعمارهم بين ١٥ و ٦٥ سنة. والسنوات التالية لعام ٢٠١٠ هي تقديرات. وتتضمن المناطق الأكثر نمواً أستراليا وكندا وأوروبا واليابان ونيوزيلندا والولايات المتحدة. وتتضمن المناطق الأقل نمواً جميع البلدان في إفريقيا وآسيا (عدا اليابان) وأمريكا اللاتينية ومنطقة البحر الكاريبي، إضافة إلى ميلانيزيا وميكرونيزيا وبولينيزيا - عدا أقل البلدان نمواً. ويوجد ٤٩ بلداً في فئة أقل البلدان نمواً، وهي: أفغانستان وأنغولا وبنغلاديش وبنن وبوتان وبوركينا فاسو وبوروندي وكمبوديا وجمهورية أفريقيا الوسطى وتشاد وجزر القمر وجمهورية الكونغو الديمقراطية وجيبوتي وغينيا الاستوائية وإريتريا وإثيوبيا وغامبيا وغينيا وغينيا-بيساو وهابتي وكيريباس وجمهورية لاو الديمقراطية الشعبية وليسوتو وليبيريا ومدغشقر ومللاوي وملديف ومالي وموريتانيا وموزامبيق وميانمار ونيبال والنيجر ورواندا وساموا وسان تومي وبرينسيبي والسنغال وسريلانكا وجزر سليمان والصومال والسودان وتانزانيا وتيمور-ليشتي وتوغو وتوفالو وأوغندا وفانواتو واليمن وزامبيا.

السن قدرا كبيرا من الأصول التي يمكن أن تستخدم كضمان للاقتراض، ولذلك ينبغي أيضا أن تكون علاوة مخاطر الاقتراض أقل وتكلفة تدبير التمويل الخارجي أقل. وتشير القدرة على التمويل الذاتي أو الاقتراض بتكلفة أقل إلى أن المجتمعات الأكبر سنا أقل حساسية لتأثير السياسة النقدية على قناة الائتمان. وهناك عدد كبير من كبار السن يعيشون في فقر في الاقتصادات المتقدمة، إلا أنهم عادة لا يتأثرون بتغيرات السياسة النقدية إلا بشكل محدود حيث لا يستطيعون الحصول على الائتمان تحت أي ظرف.

قناة أثر الثروة: وفقا لافتراض دورة الحياة، يمكن أن نتوقع أن تؤثر التحولات الديمغرافية على أسعار الأصول. فالشباب غالبا ما تكون لديهم أصول قليلة، بينما يملك كبار السن أصولا كثيرة. وعندما تكون أسرة معيشية قد اقتنت قدرا كبيرا من الأصول، يكون عائد كثير منها كبيرا، وهو ما يعني أن تأثير تغيرات أسعار الفائدة على دخل الأسر المعيشية الأكبر سنا يكون أكبر من تأثيرها على الأسر المعيشية التي لديها عدد قليل من الأصول المدرة للفائدة. وفي المجتمعات الآخذة في الشيخوخة، يرجح أن تكون آثار الثروة أهم، لأن الثروة غالبا ما تكون متركزة في أيدي كبار السن (على الأقل في الاقتصادات المتقدمة) ومستترة بدرجة أكبر غالبا في منتجات ثابتة الدخل وحساسة لتغيرات أسعار الفائدة (مثل ودائع البنوك أو السندات) مقارنة بالأسهم. وبالتالي، فالتحول الديمغرافي غالبا ما يؤدي إلى زيادة الأهمية النسبية لقناة أثر الثروة، مما يزيد من فعالية السياسة النقدية. إلا أن إرخاء السياسة النقدية منذ الأزمة العالمية ربما يكون قد أضعف السياسة النقدية من خلال قناة أثر الثروة. فقد أدى خفض أسعار الفائدة الناتج عن إرخاء السياسة النقدية إلى خفض الدخل الذي يمكن أن تدره المدخرات أو الريع السنوية، الذي ربما يكون قد شجع الأسر المعيشية الأكبر سنا على زيادة الادخار وخفض الاستهلاك. ولكن لا توجد حتى الآن أدلة تجريبية مقنعة كثيرة لدعم هذا الرأي.

ورغم أن القنوات الأخرى لم تحظ بنفس القدر من الدراسة، فضلا على وجود صعوبة أكبر في رصدها، فإنها يمكن أن تغير الطريقة التي يتم من خلالها انتقال آثار السياسة النقدية. ومن أمثلة هذه القنوات ما يلي:

قناة الإقدام على المخاطر: تؤثر السياسة النقدية على تصورات الأفراد والشركات بشأن المخاطر. وتؤثر هذه القناة على الإقدام على المخاطر بتشجيع الأشخاص على البحث عن عائد. وقد تبين أن الكيانات المالية تقتصر بدرجة أكبر (تزيد من الرفع المالي) عندما تنخفض أسعار الفائدة، وبدرجة أقل عندما ترتفع أسعار الفائدة. ويكون الوقت لدى كبار السن أقل لتعويض الخسائر، ولذلك فقد يكون في المجتمع الأكبر سنا عدد أكبر من الأسر المعيشية العازقة عن المخاطر وإقدام أقل على المخاطر بوجه عام — أي الاستثمار بنسب أقل في الأسهم وأكبر في السندات. وبالنظر إلى الضعف النسبي لقناة الإقدام على المخاطر في المجتمعات الشائخة، يرجح أن تتناقص فعالية السياسة النقدية.

قناة التوقعات: يرجح أن يكون للتحول الديمغرافي تأثير ضئيل على التوقعات لأنها تستند بدرجة كبيرة إلى مصداقية البنك المركزي — التي ينبغي ألا تتغير عندما يشيخ المجتمع. ولكن تشير البحوث الأخيرة التي أجريت باستخدام بيانات للسوق إلى أنه مع تساوي جميع الاعتبارات، تتزايد التوقعات التضخمية مع شيخوخة السكان، مما يؤدي إلى سلوك العزوف عن المخاطر (دراسة Blanchflower and MacCoille, 2009). ويقول اقتصاديو التمويل السلوكي إن زيادة العزوف عن المخاطر تحدث لأن الأسر المعيشية الأكبر سنا تكون بوجه عامة دائنة ولديها قدر أكبر مما يمكن أن تخسره بسبب ارتفاع التضخم مقارنة بالأسر المعيشية الأحدث سنا، التي يمكن فعليا أن تستفيد من التضخم. ولذلك فإنه من الممكن في الواقع العملي أن تستجيب البنوك المركزية لتزايد المخاوف بشأن التضخم في المجتمع الشائخ وتزيد تركيزها على استقرار الأسعار.

نسبة إعالة المسنين (راجع الرسم البياني). وعلاوة على ذلك، فنظرا لأن معدلات الخصوبة تنخفض بشدة في كل البلدان، يتجه العالم بسرعة نحو الشيخوخة. وحسب افتراض دورة الحياة، ينبغي أن تكون لدى المجتمعات الأكبر سنا، لا سيما في الاقتصادات المتقدمة، نسبة كبيرة من الأسر المعيشية الدائنة وأن تكون أقل حساسية لتغيرات أسعار الفائدة، وخصوصا إذا كانت أسعار الفائدة ثابتة ولا تتغير مع التضخم، كما هي الحال عادة في البلدان موضوع الدراسة. أما المجتمعات الشابة نسبيا، فينبغي في المقابل أن تكون لديها نسبة أكبر من الدائنين مع تزايد الحساسية لتغيرات أسعار الفائدة التي تحفزها السياسة النقدية. وبعبارة أخرى، تسهم العوامل الديمغرافية بدور إلى جانب التغير الهيكلي والتوقعات في الحد من تأثير السياسة النقدية على التضخم والبطالة.

ضربات مختلفة

تؤثر السياسة النقدية على جماعات مختلفة بطرق مختلفة، حسب الجماعة وحسب القناة التي تتدفق السياسة النقدية من خلالها (راجع الجدول). وهناك عدة طرق تحدث بها السياسة النقدية تغيرات في السلوك بتعديل أسعار الفائدة (وخصوصا الطريقة التي تؤثر بها على المواطنين كبار السن في الاقتصادات المتقدمة، بما في ذلك ما يلي:

قناة أسعار الفائدة: وفقا لافتراض دورة الحياة، يقتني الأفراد أصولا مثل المنازل والأسهم والسندات خلال عمر العمل ويبيعونها بعد التقاعد. ويتبع كل من نمطي الادخار والاستهلاك للأسر المعيشية مسارا محددًا بشكل جيد يتغير مع السن. فالدين يتزايد في مرحلة مبكرة من دورة الحياة ثم يبدأ في الانخفاض (وإن كان تدرجه في السنوات الأخيرة أكبر من تدرجه في الماضي، نظرا للأزمة المالية وارتفاع تكاليف التعليم ورعاية الوالدين، وغير ذلك من العوامل). وتكون الأسر المعيشية الأحدث سنا، التي غالبا ما تكون مدينة على أساس صاف، أكثر حساسية لتغيرات أسعار الفائدة — لا سيما إذا كانت أسعار الفائدة على قروض المساكن متغيرة في معظمها — بينما تكون الأسر المعيشية الأكبر سنا، التي غالبا لا تحتاج إلى الاقتراض، أقل حساسية لهذه القناة. ويعني ذلك أنه في المجتمعات التي تهيمن عليها الأسر المعيشية الشابة، تكون السياسة النقدية أداة أكثر فعالية لكبح أو تشجيع الطلب منها في المجتمع الأكبر سنا.

قناة الائتمان: هذه القناة تعظم قناة أسعار الفائدة بالتأثير على ما يسمى علاوة مخاطر التمويل الخارجي — أي فرق التكلفة التي تتحملها الأسر المعيشية أو الشركات التجارية عند استخدامها أموالها الخاصة لتمويل مشتريات بدلا من الاقتراض من مصادر خارجية. وتملك الأسر المعيشية الأكبر سنا قدرا أكبر من صافي الثروة مقارنة بالأسر المعيشية الشابة ويرجح بدرجة أكبر أن تعتمد على تمويل نفسها لتمويل الاستثمار أو الاستهلاك. وفي الوقت نفسه، يملك كبار

قنوات توجيه السياسة النقدية		المجتمع المسن		المجتمع الشاب	
القناة	أهمية	أهمية	أهمية	أهمية	أهمية
يمكن أن تنتقل السياسة النقدية عبر عدد من القنوات، ويمكن أن يؤثر سن السكان على فعاليتها.	أقل أهمية	أقل أهمية	أقل أهمية	أقل أهمية	أقل أهمية
القناة	أقل أهمية	أقل أهمية	أقل أهمية	أقل أهمية	أقل أهمية
سعر الفائدة	أقل أهمية	أقل أهمية	أقل أهمية	أقل أهمية	أقل أهمية
الائتمان	أقل أهمية	أقل أهمية	أقل أهمية	أقل أهمية	أقل أهمية
أثر الثروة	أقل أهمية	أقل أهمية	أقل أهمية	أقل أهمية	أقل أهمية
الإقدام على المخاطر	أقل أهمية	أقل أهمية	أقل أهمية	أقل أهمية	أقل أهمية
التوقعات	أقل أهمية	أقل أهمية	أقل أهمية	أقل أهمية	أقل أهمية

ولتقدير التأثير الصافي لهذه الآثار المتضاربة للتغير الديمغرافي على فعالية السياسة النقدية، قمت بتخطيط التقديرات الخاصة بالسياسة النقدية لكل بلد مقابل هيكلها الديمغرافي. وركز البحث على أكبر خمسة اقتصادات متقدمة تعتمد سياسات نقدية مستقلة خلال الفترة ١٩٦٣-٢٠٠٧. واخترت عام ٢٠٠٧ لتجنب أي تعقيدات

ستحتاج المجتمعات الشائخة إلى سياسة نقدية أكثر نشاطا، مع وجود تغيرات أكبر في أسعار الفائدة.

تسببت فيها الأزمة العالمية. وبمقارنة التغيرات في فعالية السياسة النقدية بالتغيرات في نسب إعالة المسنين في كل من البلدان الخمسة، وبالتركيز على المدى الذي يمكن عنده للشيخوخة أن تفسر التغيرات في حساسية لأسعار الفائدة، قمت بتحليل تأثير التغيرات في السياسة النقدية على التضخم والبطالة. وأكد البحث وجود علاقة ثابتة بين الاتجاه الديمغرافي العام وفعالية السياسة النقدية.

وبيّن البحث أيضا وجود علاقة بين الشيخوخة وتناقص فعالية السياسة النقدية تكون طويلة الأجل ولا تتأثر بالعوامل قصيرة الأجل مثل الدورة الاقتصادية. وبيّن أن حدوث زيادة نسبتها نقطة مئوية واحدة في نسبة إعالة المسنين تخفض قدرة السياسة النقدية على التأثير على التضخم بمقدار ٠,١ نقطة مئوية، وقدرتها على التأثير على معدل البطالة بمقدار ٠,٣٥ نقطة مئوية. وتوجد لذلك أهمية كبيرة عند ربط العلاقة مثلا بالزيادة المتوقعة البالغة ١٠ نقاط في نسبة إعالة المسنين في ألمانيا على مدى العقد القادم، ولذلك يكون تناقص فعالية السياسة النقدية ملحوظا بشكل أكبر في المجتمعات التي تهيم عليها الأسر المعيشية الأكبر سنا.

مفاضلات جديدة

يبيّن بحثي أن التحول الديمغرافي يفسر جزئيا سبب عدم إحداث التنشيط النقدي لتأثير أكبر. فإذا كانت المجتمعات التي تهيم عليها الأسر المعيشية الأكبر سنا أقل حساسية في الغالب لتغيرات أسعار الفائدة، فستكون السياسة النقدية أقل تأثيرا إذا كان المجتمع شائخا. وتعني التغيرات الديمغرافية أن أسعار الفائدة الموجهة ستظل منخفضة في الاقتصادات المتقدمة لفترة طويلة للغاية (إلا مثلا إذا انخفضت قيم الأصول بصورة تجعل الأسر الشابة تشعر أنها أكثر ثراء من المتقاعدين). وستنشأ مفاضلات جديدة في المجتمعات التي تشهد تحولات ديمغرافية باتجاه الشيخوخة تدفع السياسة النقدية على الأرجح إلى العمل بصورة مختلفة لتحقيق نفس التأثير.

فأولا، يرجح أن يتغير التفضيل النسبي للتضخم مقابل تثبيت الناتج، لأن الأسر المعيشية الأكبر سنا تملك في المتوسط حيازات أكبر من الأصول ويكون لديها بالتالي قدر أكبر مما يمكن أن تخسره من التضخم غير المتوقع. ويمكن في هذه الحالة أن يؤدي تزايد العزوف عن المخاطر إلى خفض المعدل المستهدف الأمتل للتضخم. وسيتعين بالتالي على البنوك المركزية في جميع بلدان العالم أن تفكر في هذه المفاضلات وربما تجري سياسات نقدية أكثر تشديدا للإبقاء على التضخم في معدلات منخفضة، ربما على حساب تنوع أكبر في الناتج. وبعبارة أخرى، قد ينخفض التضخم ولكن قد تتزايد أيضا حالات الركود والتعافي.

وثانيا، إذا كانت السياسة النقدية أقل فعالية في المجتمع الشائخ، وحتى يكون تأثيرها على التضخم أو البطالة هو نفس تأثيرها عندما كان المجتمع أحدث سنا، فسيتعين على البنوك المركزية إحداث تغير أكبر في سعر الفائدة الذي تستخدمه لنقل آثار السياسة. ويشير ذلك إلى أن حدوث تغير مقداره ٢٥ نقطة أساس (نقطة الأساس هي ١/١٠٠ من النقطة المئوية)، وهو العرف الذي كان سائدا في العقود السابقة، لن يكون كافيا. (أو في البيئة الحالية في معظم الاقتصادات المتقدمة، حيث أسعار الفائدة بالفعل في مستوى صفر، ستصبح سياسات التيسير الكمي الجريئة جزءا من مجموعة الأدوات المنتظمة وستستخدم بتواتر أكبر). وستحتاج المجتمعات الشائخة إلى سياسة نقدية أكثر نشاطا، مع وجود تغيرات أكبر في أسعار الفائدة، لتعزيز الفعالية.

وثالثا، فمع تراجع فعالية السياسة النقدية، يتوقع أن تسهم السياسات غير النقدية مثل الضرائب والإنفاق بدور أكبر في تثبيت الاقتصاد والنظام المالي. ويمكن أيضا أن تسهم السياسات المسماة بسياسات احترازية كلية في فعالية السياسة النقدية (راجع مقال «حماية الكل» في عدد مارس ٢٠١٢ من مجلة التمويل والتنمية). وتستخدم السياسات الاحترازية الكلية أدوات احترازية تنظيمية للقطاع المالي — مثل إلزام البنوك بالتقيد بنسب القرض إلى القيمة، والاحتياطي الإلزامي والمستويات المحددة سلفا للأصول شبه النقدية في الميزانيات العمومية — لمعالجة المخاوف بشأن الاقتصاد ككل. وعلى سبيل المثال، إذا بدا أن قنوات انتقال آثار السياسة النقدية مسدودة، فإن إحدى وسائل حفز الاقتراض (أو كبحه) تكون بتغيير تلك النسب الاحترازية، دون المساس بالاستقرار المالي (دراسة Haldane, 2011).

ويركز البحث المذكور هنا على اقتصادات متقدمة، كانت أول من شهد التحول الديمغرافي. ورغم أن اقتصادات الأسواق الصاعدة والاقتصادات منخفضة الدخل ستشيخ تدريجيا أيضا، فيرجح أن يكون التأثير على السياسة النقدية مختلفا عن تأثيره في الاقتصادات المتقدمة، لأن الثروة ليست مائلة تجاه الأجيال الأكبر سنا، ويرجح أن يظل المجتمع ككل أكثر حساسية لتغيرات أسعار الفائدة. ■

باتريك إمام اقتصادي أول في إدارة الأسواق النقدية والرأسمالية بصندوق النقد الدولي.

يستند هذا المقال إلى ورقة عمل صادرة عن صندوق النقد الدولي ١٣/١٩١ في عام ٢٠١٢. أعدها المؤلف، بعنوان «الصدمة من الشيخوخة: هل التحول الديمغرافي يضعف فعالية السياسة النقدية.» ("Shock from Graying: Is the Demographic Shift Weakening Monetary Policy Effectiveness.")

المراجع:

Blanchflower, David, and Conall MacCoille, 2009, "The Formation of Inflation Expectations: An Empirical Analysis for the UK," NBER Working Paper No. 15388 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Boivin, Jean, Michael Kiley, and Frederic Mishkin, 2010, "How Has the Monetary Transmission Mechanism Evolved Over Time?" NBER Working Paper No. 15879 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

Haldane, Andrew, 2011, "Risk Off" Bank of England Speech, August 18. www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/speeches/2011/speech513.pdf

International Monetary Fund (IMF), 2013, "The Dog That Didn't Bark: Has Inflation Been Muzzled or Was It Just Sleeping?" World Economic Outlook (Washington, April), Chapter 3, pp. 1-17.