



# Вверх ИЛИ ВНИЗ

В странах с развитой экономикой одни предсказывали дефляцию после кризиса, другие — высокую инфляцию. Беспокойство по поводу того и другого, вероятно, чрезмерно.

Андре Мейер

**Н**ЕСМОТЯ на восстановление мировой экономики после мирового финансового кризиса, этот подъем, по всей вероятности, будет относительно медленным во многих странах с развитой экономикой, и спрос на товары и услуги в зоне евро, Японии и США, будет отставать от потенциального предложения еще в течение нескольких лет (IMF, 2010).

Многих экономистов и разработчиков политики беспокоит то, что одним из последствий функционирования экономики далеко не на полную мощность в течение длительного периода, сопровождающегося высокой безработицей и простоями заводов, могут стать очень низкие темпы роста цен и заработной платы. Ведь согласно экономической теории, резервные мощности снизят темпы инфляции (дезинфляция) или даже приведут к снижению общего уровня цен (дефляция). Это, в свою очередь, может продлить болезненное состояние экономики, поскольку потребители, в ожидании более низких цен, откладывают расходы, и заемщики несут все более тяжелое бремя реального долга.

Эту точку зрения разделяют далеко не все. Некоторые наблюдатели даже выразили прямо противоположное опасение, предсказывая период устойчивого значительного роста цен. Они утверждают, что любое дезинфляционное влияние неиспользованных производственных мощностей будет компенсироваться инфляционными последствиями мер экономической политики по борьбе с мировой рецессией. Согласно этой точке зрения, директивные органы посеяли семена инфляции, когда пошли на значительные дефициты бюджета и нетрадиционные меры денежно-кредитной политики. Так что дебаты ведутся не столько о различных оценках цикла — большинство наблюдателей согласно, что во многих странах с развитой экономикой все еще значительны резервные мощности —

сколько о сдерживающем влиянии таких резервных мощностей на инфляцию.

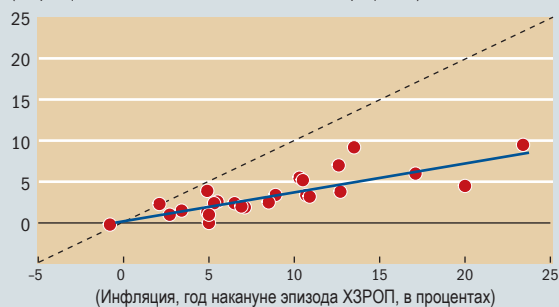
Для того чтобы пролить свет на данный вопрос, я изучил динамику инфляции по индексу потребительских цен (ИПЦ)

Рисунок 1

## Инфляция преодолена

Во всех 25 эпизодах серьезной рецессии, кроме двух, в странах с развитой экономикой с 1970 по 2007 год общий уровень цен снизился. Когда темпы инфляции дважды повысились, они повышались с очень низкого уровня и в незначительной степени.

(Инфляция, последний год эпизода ХЗРОП, в процентах)



Источник: Meier, 2010.

Примечание. Серьезной рецессией или эпизодами хронических значительных разрывов между фактическим и потенциальным объемом производства (ХЗРОП) считаются те, в которых объем производства оставался ниже потенциального на протяжении более восьми кварталов подряд. В 14 странах с развитой экономикой наблюдалось 25 эпизодов ХЗРОП. Инфляция измеряется изменениями в индексе потребительских цен за год с корректировкой на сезонные колебания.

в странах с развитой экономикой за прошлые периоды, в которых объем производства оставался на уровне не менее 1,5 процента ниже потенциального в течение более восьми кварталов подряд. Считается, что эти ситуации аналогичны развитию событий с конца 2008 года в большинстве стран с развитой экономикой. И хотя выборка прошлого периода может дать лишь приблизительное представление о настоящем, она дает общую картину фактических показателей инфляции в эпизодах хронических значительных разрывов между фактическим и потенциальным объемом производства (ХЗРОП).

## Отслеживание инфляции

Я провел анализ 25 эпизодов ХЗРОП в 14 странах с развитой экономикой в период с 1970 по 2007 год на основе данных Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР, 2009). К основным выводам относятся следующие.

- Во время эпизодов ХЗРОП наблюдается четкая и широко распространенная дезинфляционная тенденция при снижении темпов инфляции в подавляющем большинстве эпизодов. Кроме того, в двух случаях, когда инфляция не снизилась, ее повышение было незначительным и начиналось с исключительно низких темпов инфляции (см. рис. 1).

- Дезинфляция, по всей видимости, опирается на слабость рынков труда, при высокой и/или растущей безработице и снижающейся номинальной заработной плате и реальных издержках на рабочую силу в расчете на единицу продукции. Эта тенденция указывает на ожидаемую связь между неиспользованными производственными мощностями и ослаблением давления на фирмы со стороны затрат.

- В ряде случаев снижение цен на нефть способствовало дальнейшему снижению инфляции. В номинальных обменных курсах не просматривался единый тренд во время эпизодов ХЗРОП, но в странах с повышающимися валютными курсами дезинфляция обычно шла быстрее. Может показаться удивительным, что темпы роста широких денежно-кредитных агрегатов (наличных средств и банковских депозитов), по всей видимости, не связаны с глубиной дезинфляции в разных эпизодах.

- В целом связь между начальными и конечными темпами инфляции представляется приблизительно пропорциональной, показывая, что страны с высокими начальными темпами инфляции переживают более сильную дезинфляцию в абсолютном, но не относительном выражении. Этот вывод остается в силе при корректировке на различную продолжительность отдельных эпизодов ХЗРОП с учетом изменений в темпах годовой инфляции.

## Различия в динамике

Тем не менее, динамика разных временных периодов не совсем одинакова (см. рис. 2). Во время эпизодов до 1990 года, характеризовавшихся относительно высокой начальной инфляцией, дезинфляция обычно была довольно устойчивой на протяжении эпизода. Однако во время недавних случаев, когда начальная инфляция была более умеренной, дезинфляция в основном происходила на раннем этапе, после которого инфляция достигала нижнего предела на новом более низком уровне. Фактически инфляция обычно переставала снижаться и наоборот стабилизировалась или даже повышалась, как только достигала низкого положительного значения.

По какой причине дезинфляция может прекращаться при низких положительных темпах инфляции, вместо того чтобы перейти в прямую дефляцию? Вспоминаются, в частности, два объяснения.

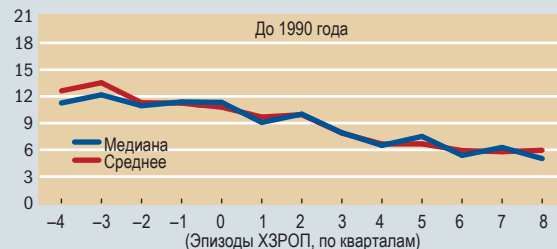
Во-первых, в литературе подчеркивается *укрепившееся доверие к центральным банкам* в сохранении стабильности цен в последние годы. Такое доверие проявляется не только в низких средних темпах инфляции, но и в прочной фиксации инфляционных ожиданий. Если общественность верит в приверженность

Рисунок 2

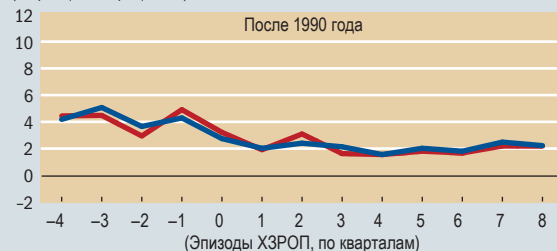
## Разные десятилетия

Инфляция была относительно высокой в эпизодах ХЗРОП до 1990 года, и рост цен неуклонно замедлялся на протяжении периода. В последнее время начальная инфляция была более умеренной и дезинфляция в основном происходила на раннем этапе.

(Инфляция, в процентах)



(инфляция, в процентах)



Источник: Meier, 2010

Примечание. Периодом хронического разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства (ХЗРОП) считается период, в котором объем производства оставался ниже потенциального на протяжении более восьми кварталов подряд. В 14 странах с развитой экономикой с 1970 по 2007 год наблюдалось 25 эпизодов ХЗРОП. Инфляция измеряется изменениями в индексе потребительских цен за год с корректировкой на сезонные колебания. Нулем по горизонтальной оси обозначается начало эпизода ХЗРОП.

центрального банка сохранению стабильности цен, краткосрочные изменения в издержках производства не должны сильно сказываться на общем поведении в сфере ценообразования. В результате ослабевает связь между разрывом объемов производства и инфляцией в целом, на что указали несколько исследований (например, Kleibergen and Mavroeidis, 2009).

Во-вторых, дезинфляция может исчерпать себя при близких к нулю темпах инфляции при наличии серьезных *официальных или неофициальных барьеров для прямого снижения заработной платы или цен*. Такое отсутствие гибкости при снижении представляется широко распространенным на рынке труда, где номинальная заработная плата обычно не снижается даже в тяжелые годы (см., например, Akerlof, Dickens, and Perry, 1996; и Benigno and Ricci, 2010). На труд приходится большая часть производственных издержек, так что любым противодействием снижению номинальной заработной платы может также объясняться и редкость устойчивого снижения ИПЦ в выборке. По всей видимости только при поистине исключительных обстоятельствах — возможно, воплощенных в опыте Японии за последние два десятилетия — дезинфляция превращается в прямую дефляцию.

## Что все это означает на сегодняшний день?

Данные за прошлые периоды указывают на явные дезинфляционные последствия хронических значительных разрывов между фактическим и потенциальным объемом производства, по крайней мере до момента снижения темпов инфляции до очень низкого положительного значения. Для стран, в которых сегодня затянулся период неиспользованных производственных мощностей, это может указывать на ограниченный риск

повышения инфляции. Однако к такому заключению следует подходить с некоторой осторожностью, в основном по трем причинам.

Во-первых, опыт прошлого, особенно 1970-х годов, показывает, что *оценка неиспользованных производственных мощностей в режиме реального времени может быть со временем серьезно пересмотрена*. Экономисты так же могут завышать оценку резервных производственных мощностей в странах с развитой экономикой в настоящее время. Вместе с тем, следует отметить, что экономисты хорошо помнят уроки 1970-х годов. Например, типичные оценки неиспользованных сегодня производственных мощностей допускают возможность того, что мировой финансовый кризис не только снизил спрос, но и ограничил потенциальное предложение.

Во-вторых, стабильные связи — редкость в макроэкономике, и даже схемы, точно документированные в прошлом, могут не сохраниться. Сегодняшнее беспокойство по поводу высокой инфляции часто обосновывается ссылкой на исключительные антикризисные меры, принятые во время недавнего кризиса, как фактор, меняющий правила игры. И действительно, при ставках интервенции практически на нулевом уровне несколько центральных банков прибегли к таким нетрадиционным мерам, как количественная адаптация, то есть эмиссия резервов центрального банка для покупки облигаций (см. Meier, 2009). При этом важно понимать, что механическая связь между этими мерами политики и высокой инфляцией отсутствует. Популярный аргумент, согласно которому рост резервных денег должен вызвать галопирующую инфляцию, не согласуется с теорией, поскольку центральные банки располагают несколькими инструментами для сдерживания эффекта избыточной ликвидности. Он также игнорирует опыт Японии, где инфляция по-прежнему близка к нулю, несмотря на масштабное увеличение резервных денег с 2001 года.

В-третьих, хотя ХЗРОП явно влияют на инфляцию, но не только они. Историческая закономерность показывает, в частности, что изменения цен на нефть и обменных курсов могут вызывать значительные колебания общего уровня инфляции. Тем не менее, в той степени, в которой неиспользованные мощности сдерживают повышение заработной платы, более высокие цены на импорт сами по себе не должны приводить к общему инфляционному давлению.

Наиболее серьезный риск, несмотря на его низкую вероятность, связан с экстремальным сценарием, в котором нетрадиционная денежно-кредитная политика взаимодействует с опасениями по поводу высокого уровня государственного долга в такой степени, что ослабит доверие к валюте. Для смягчения этого риска директивные органы во многих странах уже составили планы сокращения государственных дефицитов и восстановления устойчивости налогово-бюджетной сферы. В результате представляется, что в следующем периоде бюджетная политика в большинстве стран с развитой экономикой, скорее всего, будет поддерживать дезинфляцию, а не противодействовать ей. Между тем, нет никаких признаков того, что количественная адаптация ослабила инфляционные ожидания.

### Последние тренды инфляции

С учетом всех этих соображений стоит обратиться к нынешним эмпирическим данным. Тренды фактической инфляции до конца 2010 года включительно немногим отличаются от исторически сложившихся. При помощи тех же критериев, которые я применял к первоначальной выборке, я выделил 15 текущих эпизодов ХЗРОП в странах с развитой экономикой, исходя из последних данных ОЭСР (OECD, 2010). Большинство этих эпизодов началось во время усиления мирового кризиса в последнем квартале 2008 года, и их завершение не ожидается до конца 2011 года.

По сравнению с эпизодами прошлых периодов, резкое сокращение объема производства на этот раз было необычным, хотя рынки труда выдержали кризис лучше в относительном выражении. На практике широкое распространение «придерживания» рабочей силы — компании неохотно увольняли работников, несмотря на резкий спад — вначале повысило средние издержки на рабочую силу на единицу продукции во многих странах, даже после начала замедления роста номинальной заработной платы. Другой примечательной чертой являются резкие колебания цен на нефть (и другие биржевые товары), которые сначала резко упали, но затем вернули большую часть утраченных позиций. Эти колебания оказывают сильное влияние на общий уровень инфляции, в том числе в последние месяцы. Тем не менее, очевидно общее снижение (см. рис. 3).

При выделении цен на продовольствие и энергоносители из ИПЦ, снижение темпов инфляции представляется более устойчивым, но относительно скромным. При этом такая жесткость цен на практике соответствует исторической закономерности. Базовая инфляция начиналась с относительно низкой базы в последних эпизодах ХЗРОП, на уровне приблизительно

Рисунок 3

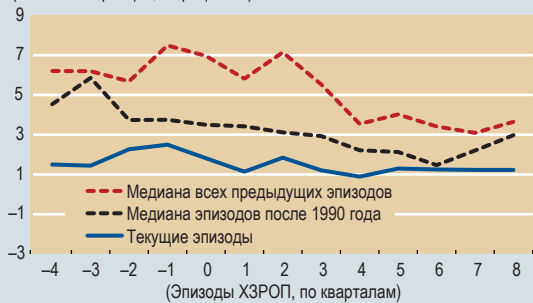
### Прошлое — это пролог

Поведение инфляции стало более иррациональным в 15 текущих эпизодах ХЗРОП в странах с развитой экономикой, отражая резкие колебания цен на биржевые товары. Тем не менее, очевидна тенденция к снижению. (Общий уровень инфляции, в процентах)



Когда выделены цены на продовольствие и топливо, наблюдается неуклонное, пусть и умеренное, снижение базовой инфляции, что соответствует исторической закономерности, в силу которой дезинфляция обычно прекращается при низких положительных темпах инфляции.

(Базовая инфляция, в процентах)



Источник: Meier (2010).

Примечание. Периодом хронического значительного разрыва между фактическим и потенциальным объемом производства (ХЗРОП) считается период, в котором объем производства оставался ниже потенциального на протяжении более восьми кварталов подряд. В 14 странах с развитой экономикой с 1970 по 2007 год наблюдалось 25 эпизодов ХЗРОП и 15 из них еще не закончились. Инфляция измеряется изменениями в индексе потребительских цен за год с корректировкой на сезонные колебания. Нулем по горизонтальной оси обозначается начало эпизода ХЗРОП.

2 процентов в среднем. С тех пор она в целом снизилась приблизительно на 0,4 процентного пункта в год (или приблизительно на 20 процентов начальных годовых темпов), сравнившись с *относительными* темпами дезинфляции предыдущих эпизодов ХЗРОП. Межсекторные данные подтверждают, кроме того, что степень дезинфляции в странах сохраняет тесную корреляцию с ростом безработицы.

### Подведение итогов

В предыдущих эпизодах хронических значительных разрывов между фактическим и потенциальным объемом производства в странах с развитой экономикой наблюдается четкий тренд дезинфляции, опирающийся на слабость рынков труда и медленный рост заработной платы. При этом снижение инфляции представляется более умеренным, когда начальные темпы инфляции уже достаточно низки, указывая на определенное сочетание усиления фиксации инфляционных ожиданий и отсутствия гибкости при снижении номинальной заработной платы, проявляющегося в сопротивлении прямому снижению заработной платы. Кроме того, колебания цен на нефть и валютных курсов могут создать значительную краткосрочную нестабильность показателей фактической инфляции.

События после начала мирового финансового кризиса согласуются с такой картиной. Несмотря на сильные колебания общего уровня инфляции, базовая инфляция в странах с развитой экономикой в целом снизилась, при достижении многими основными показателями крайне низкого уровня, при котором дезинфляция обычно прекращалась в предыдущих эпизодах ХЗРОП. Поэтому, хотя в странах, по-прежнему имеющих резервные мощности, риски повышения инфляции должны

быть ограниченными, наступление прямой дефляции также не представляется вполне вероятным. ■

Андре Мейер — экономист Департамента денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ.

### Литература:

Akerlof, George, William Dickens, and George Perry, 1996, "The Macroeconomics of Low Inflation," *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol. 27, No. 1, pp. 1–76.

Benigno, Pierpaolo, and Luca Antonio Ricci, 2010, "The Inflation-Output Trade-off with Downward Wage Rigidities," *NBER Working Paper 15672* (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

International Monetary Fund (IMF), 2010, *World Economic Outlook* (Washington, October).

Kleibergen, Frank, and Sophocles Mavroeidis, 2009, "Weak Instrument Robust Tests in GMM and the New Keynesian Phillips Curve," *Journal of Business and Economic Statistics*, Vol. 27, No. 3, pp. 293–311.

Meier, André, 2009, "Panacea, Curse, or Nonevent? Unconventional Monetary Policy in the United Kingdom," *IMF Working Paper 09/163* (Washington: International Monetary Fund).

———, 2010, "Still Minding the Gap—Inflation Dynamics during Episodes of Persistent Large Output Gaps," *IMF Working Paper 10/189* (Washington: International Monetary Fund).

Organization for Economic Cooperation and Development (OECD), 2009, *Economic Outlook 86 Database* (Paris).

———, 2010, *Economic Outlook 88 Database* (Paris).



COLUMBIA | SIPA

School of International and Public Affairs

## PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)

Confront global economic challenges with the world's leading economists, policymakers, and expert practitioners, including Jagdish Bhagwati, Guillermo Calvo, Robert Mundell, Arvind Panagariya, and many others.

A 14-month mid-career Master of Public Administration focusing on:

- rigorous graduate training in micro- and macroeconomics
- emphasis on the policy issues faced by developing economies
- option to focus on Economic Policy Management or International Energy Management
- tailored seminar series on inflation targeting, international finance, and financial crises
- three-month capstone internship at the World Bank, IMF, or other public or private sector institution

The 2012-2013 program begins in July of 2012. Applications are due by January 1, 2012.

pepm@columbia.edu | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | www.sipa.columbia.edu/pepm

To learn more about SIPA, please visit: www.sipa.columbia.edu