

# Шок зрелости

Старение в странах с развитой экономикой может привести к снижению эффективности денежно-кредитной политики

Патрик Имам

**М**ИР переживает небывалый демографический сдвиг. Население стареет, особенно в странах с развитой экономикой. Влияние стареющего населения на государственные расходы и налоговую (то есть фискальную) политику изучалось достаточно широко, и, по общему мнению, более высокие налоги в сочетании со снижением пенсионных пособий и более продолжительной трудовой деятельностью до выхода на пенсию необходимы для уменьшения налогово-бюджетного бремени, которое создает стареющее население — несмотря на огромные политические проблемы, сопряженные с подобными мерами.

Вместе с тем почти не проводилось исследований воздействия стареющего населения на денежно-кредитную политику — процесса, посредством которого центральные банки воздействуют на процентные ставки и денежную массу, чтобы способствовать стабильной инфляции, занятости и экономическому росту.

Гипотеза жизненного цикла — которая постулирует, что домашние хозяйства занимают средства преимущественно в молодом возрасте, накапливают активы и выплачивают свои ссуды до выхода на пенсию, а затем живут на пенсии за счет своих активов, — указывает на четкую связь между эффективностью денежно-кредитной политики и демографическими показателями. Одна из причин слабой изученности такой связи экономистами заключается в том, что денежно-кредитная политика обычно призвана реагировать на краткосрочные потрясения в течение короткого временного горизонта от одного до двух лет, а не на медленно меняющиеся факторы, например, демографические изменения, на которые уходят десятилетия.

Какими бы скрытыми и медленными ни были демографические изменения, мои исследования указывают на их масштабные последствия для денежно-кредитной политики в странах с развитой экономикой — в том числе и для современных нетрадиционных подходов, например, количественного смягчения, которые в последнее время применяются в этих странах. С точки зрения теории, влияние стареющего населения неоднозначно: различные каналы осуществления денежно-кредитной политики по-разному влияют на более старое население по сравнению с молодежью. В целом, однако, представляется, что стареющее общество снижает эффективность денежно-кредитной политики.

## Нежданная расплата

Денежно-кредитной политике приписывалась основная роль в сдерживании и стабилизации темпов инфляции, что тем самым способствовало устойчивому экономическому росту и масштабному снижению волатильности экономического цикла, которые сохранялись в странах с развитой экономикой с середины 1980-х годов вплоть до начала мирового финансового кризиса в 2008 году. Как показывают результаты анализа, за счет ограничения инфляционных ожиданий центральные банки снижали неопределенность, которая могла осложнять инвестиционные решения и сдерживать потребление,

а также были в состоянии гибко реагировать на потрясения. После войны в Персидском заливе в 1991 году и после краха интернет-компаний в 2000 году сразу же последовала либерализация денежно-кредитной политики, призванная вновь активизировать экономическую деятельность. Такая быстрая реакция стала возможной из-за низкого уровня инфляционных ожиданий.

Вместе с тем вера в эффективность денежно-кредитной политики была опрокинута после мирового финансового кризиса 2008 года. С самого начала кризиса центральным банкам оказалось сложно поддерживать рост и цены — как в Японии, так и в США или в Европе. И в настоящее время появляется все больше фактов, свидетельствующих о том, что на протяжении приблизительно 25 лет так называемой «Великой умеренности», которая предшествовала кризису, денежно-кредитная политика была не такой всеильной, как это представлялось.

Такие новые данные показывают, что с середины 1980-х годов денежно-кредитная политика оказывала ограниченное и все более сокращающееся влияние на такие переменные, как занятость и инфляция. Снижение эффективности — оцениваемое по воздействию изменений процентной ставки на уровень безработицы и инфляцию — обычно относят на счет более жестко контролируемой инфляции и ожиданий в отношении объема производства, то есть факторов, которые в меньшей степени подвержены влиянию изменений процентной ставки (см. *Boivin, Kiley, and Mishkin, 2010*). Инфляция обычно в меньшей степени чувствительна к изменениям цикла безработица-разрыв между фактическим и потенциальным объемом производства (разница между тем, что экономика в состоянии произвести при полной занятости и что она фактически производит), если инфляционные ожидания остаются под жестким контролем целевого показателя центрального банка, в том числе в периоды глубокой рецессии, например, во время последнего мирового финансового кризиса (см. *IMF, 2013*). Многие экономисты отмечают, что такие факторы объясняют, почему беспрецедентная экспансия денежно-кредитной политики с 2008 года не оказала более ощутимого воздействия на инфляцию или объем производства.

Специалисты предложили два основных объяснения ослаблению эффектов воздействия денежно-кредитной политики.

*Структурные преобразования экономики, в частности, на кредитном рынке.* Некоторые аналитики утверждают, что институциональные изменения на кредитном рынке объясняют снижение эффективности денежно-кредитной политики. Они отмечают, что за последние несколько десятилетий были ослаблены нормативно-правовые ограничения и проведена либерализация кредитного рынка. Новые формы кредитования (например, секьюритизация, при которой ссуды преобразуются в ценные бумаги) позволили более широкому кругу организаций предоставлять кредиты там, где действовал теневой банковский сектор (см. «Что такое теневая банковская деятельность?» в *Ф&Р* за июнь 2013 года). Теневые банки, к которым



могли относиться такие структуры, как инвестиционные и страховые компании, обеспечивали упрощенный доступ к кредитам, а также предлагали более широкие возможности кредитования тем, кто раньше сталкивался с препятствиями в этой сфере, — в первую очередь это лица с более низкими доходами. Подобные изменения должны, в принципе, повышать эффективность денежно-кредитной политики. Но изменения на кредитных рынках произошли одновременно с повышением роли баланса домашних хозяйств, особенно стоимости жилья, в решениях, касающихся потребления. Потребители обнаружили, что путем рефинансирования ипотечных ссуд можно получить доступ к накопленному в жилье капиталу. Это означало, что стандартные потребительские ссудные и процентные ставки стали менее важны, а это, в свою очередь, снизило роль кредитного канала и, как следствие, чувствительность экономической активности к изменениям денежно-кредитной политики.

*Изменения направлений воздействия денежно-кредитной политики на ожидания участников экономической деятельности, например, предприятий и потребителей.* Некоторые экономисты также утверждают, что центральные банки — по причине высокого уровня доверия к ним — все чаще действуют, «оперируя словами», то есть регулируют ожидания с помощью одних только сообщений, не прибегая к изменению процентных ставок в таких масштабах, как это делалось раньше. Ожидания активной реакции денежно-кредитной политики на отклонение объема производства от потенциального уровня или на отклонения от целевого показателя инфляции обеспечили более высокую стабильность ожиданий в отношении доходов и инфляции. Это, в свою очередь, подразумевает более высокую стабильность фактических расходов и инфляции, что снижает воздействие изменений процентных ставок.

Все эти факторы важны, но они не являются единственным объяснением пониженной эффективности денежно-кредитной политики. Одним из объяснений, которое не привлекло особого внимания, является важная роль меняющихся демографических показателей в ослаблении эффективности денежно-кредитной политики в пяти ведущих странах с развитой экономикой, которые я исследовал, — в Великобритании, Германии, Канаде, США и Японии.

Демографические профили сильно различаются в зависимости от страны. В некоторых странах, например в Германии и Японии, старение происходит быстрее, чем в остальных, но ни одна из стран не свободна от проявлений этого процесса. Результатом является растущее соотношение более пожилого населения и населения трудоспособного возраста, так называемый коэффициент зависимости престарелого населения (см. рисунок). Более

того, из-за повсеместного снижения уровней рождаемости мир быстро стареет. В стареющем обществе, в соответствии с гипотезой жизненного цикла, в частности в странах с развитой экономикой, должна иметься значительная доля домашних хозяйств, которые являются кредиторами и будут менее чувствительны к изменениям процентной ставки, особенно если процентные ставки фиксированы и не меняются вместе с инфляцией, что, как правило, характерно для исследуемых стран. Напротив, в более молодом обществе должна быть более высокая доля должников с более высокой чувствительностью к изменениям процентных

### Стареющий мир

Некоторые общества стареют быстрее других, но ни одно из них не избежало воздействия меняющихся демографических показателей, что стало причиной растущего отношения престарелого населения к трудоспособному.

(Коэффициент зависимости престарелого населения, проценты)



Источник: Организация Объединенных Наций.

Примечание. Коэффициент зависимости престарелого населения равняется численности населения старше 65 лет, поделенной на численность населения в возрасте от 15 до 65 лет. Для периодов после 2010 года даны оценки. К более развитым регионам относятся Австралия, Европа, Канада, Новая Зеландия, США и Япония. К менее развитым регионам относятся все страны Африки, Азии (кроме Японии), Латинской Америки и Карибского бассейна, а также Меланезия, Микронезия и Полинезия, кроме наименее развитых стран. К категории наименее развитых относятся 49 стран: Ангола, Афганистан, Бангладеш, Бенин, Буркина-Фасо, Бурунди, Бутан, Вануату, Гаити, Гамбия, Гвинея, Гвинея-Бисау, Демократическая Республика Конго, Джибути, Замбия, Йемен, Камбоджа, Кирибати, Коморские Острова, Лаосская Народно-Демократическая Республика, Лесото, Либерия, Мавритания, Мадагаскар, Малави, Мали, Мальдивы, Мозамбик, Мьянма, Непал, Нигер, Руанда, Самоа, Сан-Томе и Принсипе, Сенегал, Соломоновы Острова, Сомали, Судан, Сьерра-Леоне, Танзания, Тимор-Лешти, Того, Тувалу, Уганда, Центральная-Африканская Республика, Чад, Экваториальная Гвинея, Эритрея, Эфиопия.

ставок, вызванных мерами денежно-кредитной политики. Иными словами, демографические показатели играют определенную роль наряду со структурными изменениями и ожиданиями в сглаживании эффекта воздействия денежно-кредитной политики на инфляцию и уровень безработицы.

### Разнообразие воздействия

Денежно-кредитная политика по-разному затрагивает разные группы населения в зависимости от состава группы и канала воздействия денежно-кредитной политики (см. таблицу). Существует несколько каналов, посредством которых денежно-кредитная политика вызывает изменения в поведении за счет корректировки процентных ставок (и, в частности, их влияния на престарелых в странах с развитой экономикой), в том числе следующие:

**Процентные ставки.** В соответствии с гипотезой жизненного цикла физические лица приобретают активы, например, дома, акции или облигации, в течение трудовой деятельности до выхода на пенсию и продают их после выхода на пенсию. Структура сбережений и потребления домашних хозяйств соответствует хорошо известной траектории, которая с возрастом меняется. Долг растет в начале жизненного цикла, а затем начинает сокращаться (хотя в последние годы медленнее, чем в прошлом, в том числе и по причине мирового кризиса и более высокой стоимости образования и родительской опеки). Более молодые домашние хозяйства, которые обычно относятся к чистым должникам, более чувствительны к изменениям процентной ставки — особенно, если процентные ставки по жилищным ссудам оказываются наиболее изменчивыми — в то время как домашние хозяйства с более пожилыми членами, которые, как правило, не нуждаются в кредитах, менее чувствительны к данному каналу воздействия. Это означает, что в обществе, где преобладают молодые домашние хозяйства, денежно-кредитная политика будет более эффективным инструментом сдерживания или стимулирования спроса, чем в более пожилом обществе.

**Кредиты.** Данный канал усиливает влияние канала процентной ставки, воздействуя на так называемую премию за риск при внешнем финансировании — разницу между стоимостью использования собственных средств домашними хозяйствами или предприятиями для финансирования покупок и стоимостью привлечения внешних заимствований. У более пожилых домашних хозяйств более высокий чистый собственный капитал, чем у более молодых домашних хозяйств, и они с большей вероятностью будут опираться на собственные средства для финансирования инвестиций или потребления. В то же время пожилые люди располагают большим объемом активов,

которые могут использоваться в качестве залогового обеспечения, то есть премия за риск по заимствованиям оказывается ниже, и стоимость мобилизации внешних средств также должна быть меньше. Способность обеспечивать собственное финансирование и занимать под более низкие проценты показывает, что более пожилое общество в меньшей степени чувствительно к воздействию денежно-кредитной политики на канал кредитов. В странах с развитой экономики многие пожилые люди живут за чертой бедности, но изменения денежно-кредитной политики обычно почти не затрагивают их, поскольку они ни при каких обстоятельствах не могут получить ссуду.

**Эффект богатства.** Исходя из гипотезы жизненного цикла, можно ожидать, что демографические сдвиги повлияют на цены на активы. У молодых людей, как правило, немного активов, тогда как пожилые могут иметь множество активов. Если домашнее хозяйство приобрело значительные объемы активов, многие из них приносят процентный доход, а, следовательно, изменения процентных ставок влияют на доход более пожилых домашних хозяйств в большей степени, чем на хозяйства с незначительным объемом активов, приносящих процентный доход. В стареющем обществе эффект богатства, скорее всего, будет более значимым, поскольку оно обычно сосредоточено у более пожилых (по крайней мере, в странах с развитой экономикой) и, как правило, более активно инвестируется в инструменты с фиксированным доходом, чувствительные к процентным ставкам (например, банковские депозиты или облигации), а не в инструменты участия в капитале. Поэтому демографический сдвиг будет обычно способствовать росту относительного значения канала воздействия богатства, тем самым повышая эффективность денежно-кредитной политики. Но более либеральная денежно-кредитная политика со времени мирового кризиса могла привести к ослаблению денежно-кредитной политики через канал эффекта богатства. Снижение ставок вследствие более либеральной политики привело к сокращению доходов, которые могут быть получены от сбережений или аннуитетов, что может заставить более старые домашние хозяйства сберегать больше, а расходовать меньше. Вместе с тем для обоснования такого утверждения еще нет убедительных эмпирических доказательств.

Несмотря на то, что другие каналы исследованы в меньшей степени и их сложнее распознать, они также могут повлиять на передачу воздействия денежно-кредитной политики, например:

**Принятие рисков.** Денежно-кредитная политика влияет на восприятие рисков физическими лицами и компаниями. Данный канал влияет на принятие рисков, поощряя стремление населения к получению доходов. Как выясняется, финансовые структуры занимают больше (увеличение доли заемных средств), если процентные ставки падают, и меньше, если процентные ставки растут. У пожилых людей меньше времени на возмещение убытков, поэтому в пожилом обществе может быть больше домашних хозяйств, не склонных к риску, и уровень принятия рисков в целом будет ниже — то есть меньше инвестиций в акции и больше в облигации. Принимая во внимание менее активно действующий канал принятия рисков в стареющем обществе, эффективность денежно-кредитной политики, скорее всего, уменьшится.

**Ожидания.** Демографический сдвиг, скорее всего, будет оказывать незначительное воздействие на ожидания, поскольку они самым непосредственным образом основаны на доверии к центральному банку, что не должно меняться при старении общества. Вместе с тем недавний анализ на основе данных обследования показывает, что, при прочих равных условиях, по мере старения населения инфляционные ожидания растут, определяя неприятие рисков (см. Blanchflower and MacCoille, 2009). Специалисты по поведенческим финансам отмечают, что такой повышенный уровень неприятия рисков возникает из-за того, что домашние хозяйства с престарелыми членами обычно являются кредиторами, и их потери от высокой инфляции

### Каналы воздействия денежно-кредитной политики

Воздействие денежно-кредитной политики может передаваться через различные каналы, и возраст населения может влиять на ее эффективность.

Канал	Молодое общество	Старое общество	Механизм
Процентная ставка	Более важно	Менее важно	Спрос на кредиты. Молодые испытывают большую потребность в кредитах, чем пожилые.
Кредит	Более важно	Менее важно	Внешняя премия за риск. Молодые испытывают большую потребность в заимствованиях из внешних источников.
Эффект богатства	Менее важно	Более важно	Распределение доходов. У молодых людей богатство невелико, тогда как более значительная его часть принадлежит пожилым, что делает их более чувствительными к изменениям денежно-кредитной политики.
Принятие рисков	Более важно	Менее важно	Неприятие рисков. Пожилые люди более склонны к уходу от рисков, в меньшей степени реагируя на изменения денежно-кредитной политики.
Ожидания	Менее важно	Более важно	Инфляционные ожидания. Пожилые люди более чувствительны к инфляции, чем молодые.

будут выше, чем у молодых домашних хозяйств, которым инфляция может даже оказаться выгодна. Поэтому на практике центральные банки, возможно, отреагируют на растущую обеспокоенность в отношении инфляции в стареющем обществе и будут уделять больше внимания стабильности цен.

Чтобы оценить результирующее влияние такого противоположного воздействия демографических изменений на эффективность денежно-кредитной политики, я провел сопоставление оценок денежно-кредитной политики каждой страны с ее демографической структурой. Анализ включал пять крупнейших стран с развитой экономикой, проводивших независимую денежно-кредитную политику в период 1963–2007 годов. Выбор 2007 года определялся стремлением избежать любых осложнений, связанных с мировым кризисом. Сопоставляя изменения в эффективности денежно-кредитной политики с изменениями коэффициентов зависимости пожилого населения в каждой из пяти стран с целью определить, насколько старение в состоянии объяснить изменения в чувствительности процентных ставок, я проанализировал воздействие изменений денежно-кредитной политики на инфляцию и уровень безработицы. Исследование подтвердило выраженную взаимосвязь между демографическими тенденциями и эффективностью денежно-кредитной политики.

Исследование также продемонстрировало взаимосвязь между старением и более низкой эффективностью денежно-кредитной политики, которая носит долгосрочный характер и не зависит от краткосрочных факторов, например, цикла деловой активности. Было показано, что увеличение коэффициента зависимости престарелого населения на 1 процентный пункт снижает возможность воздействия денежно-кредитной политики на 0,1 процентного пункта, и ее способность влиять на уровень безработицы на 0,35 процентного пункта. Это имеет особое значение, если учесть, например, прогнозируемое в следующем десятилетии увеличение коэффициента зависимости престарелого населения в Германии на 10 пунктов. Поэтому в обществе, где преобладает пожилое население, снижение эффективности денежно-кредитной политики носит более выраженный характер.

### Новые компромиссы

Проведенные исследования показывают, что демографический сдвиг отчасти объясняет, почему денежно-кредитный стимул не оказывает более глубокого воздействия. Если в обществе, где преобладают пожилые домашние хозяйства, отмечается снижение чувствительности к изменениям процентных ставок, то в стареющем обществе денежно-кредитная политика будет менее действенным инструментом. Меняющаяся демографическая ситуация означает, что директивные ставки в странах с развитой экономикой в течение очень долгого времени будут оставаться на низком уровне (при условии что, например, стоимость активов не упадет до такого уровня, что молодые домашние хозяйства будут ощущать себя богаче по сравнению с пенсионерами). В обществе, переживающем демографический сдвиг в направлении старения, возникнут новые компромиссы, которые, вероятно, будут определять изменение функций денежно-кредитной политики, с тем чтобы обеспечивать такой же уровень воздействия.

Во-первых, скорее всего, изменится относительное предпочтение инфляции по сравнению со стабилизацией объема производства, поскольку пожилые домашние хозяйства в среднем владеют более высокими объемами активов, а потому в большей степени подвержены убыткам из-за непредвиденной инфляции. Растущее неприятие инфляции может затем повлечь за собой снижение оптимального целевого показателя инфляции. В свою очередь, центральные банки во всем мире должны будут продумывать все аспекты таких компромиссов и могут проводить более жесткую денежно-кредитную политику, чтобы сдерживать инфляцию на низком уровне, возможно, за счет более широких колебаний объема производства. Иными словами, возможна более низкая инфляция, но также и больше спадов и подъемов.

Во-вторых, если в стареющем обществе денежно-кредитная политика менее эффективна, то для обеспечения такого же воздействия на инфляцию или уровень безработицы, как в более молодом обществе, центральным банкам придется добиваться более заметных изменений в процентной ставке, которую они используют для передачи воздействия политики. Это означает, что изменение на 25 базисных пунктов (базисный пункт равняется 1/100-й от процентного пункта), считавшееся нормой в прошлых десятилетиях, может оказаться недостаточным. (Или, к примеру, в текущих условиях в большинстве стран с развитой экономикой, где ставки уже приближаются к нулю, агрессивная политика количественного смягчения станет частью стандартного набора инструментов и будет применяться чаще.) Для повышения эффективности в стареющих обществах потребуются более активная денежно-кредитная политика наряду с более широким диапазоном процентных ставок.

В-третьих, по мере снижения эффективности денежно-кредитной политики другие меры политики, например налогообложение и расходы, начнут играть все большую роль в стабилизации экономики и финансовой системы. Так называемая макропруденциальная политика может также способствовать эффективности денежно-кредитной политики (см. «Защита системы в целом» в *Ф&Р* за март 2012 года). Макропруденциальная политика использует пруденциальные инструменты финансового регулирования — например, обязательные банковские соотношения суммы кредита и стоимости залога, требования в отношении минимального размера капитала и предписываемые уровни кассовых активов в балансе — для устранения обеспокоенности состоянием экономики в целом. Например, если канал передачи воздействия денежно-кредитной политики не функционирует, одним из способов стимулировать (или сдержать) заимствования или кредитование является изменение таких пруденциальных коэффициентов, не ставя под угрозу финансовую стабильность (см. Haldane, 2011).

В представленном в настоящей работе исследовании основное внимание уделялось странам с развитой экономикой, которые первыми испытали демографический сдвиг. Несмотря на то, что страны с формирующимся рынком и страны с низкими доходами также постепенно будут стареть, воздействие денежно-кредитной политики в этом случае, вероятно, будет отличаться от стран с развитой экономикой, поскольку богатство не настолько смещено в сторону старших поколений, а общество в целом, скорее всего, будет и в дальнейшем более чувствительно к изменениям процентных ставок. ■

*Патрик Имам — старший экономист Департамента денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ.*

---

*В основу настоящей статьи положен подготовленный автором Рабочий документ МВФ 2013 года, 13/191, «Шок зрелости: Снижает ли демографический сдвиг эффективность денежно-кредитной политики».*

#### Литература:

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](http://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.