



Возраст и инфляция

Микаэль Юселиус и Элод Такатс

ИНФЛЯЦИЯ была хронически высокой в 1970-х годах, а сейчас, по-видимому, является хронически низкой. Этот сдвиг происходил одновременно со взрослением так называемого поколения «бэби-бума», по мере его продвижения от подросткового возраста через трудоспособный возраст во многих странах с развитой экономикой.

Традиционная экономическая теория утверждает, что эти два медленных тренда не связаны между собой: «бэби-бумеры» не должны влиять на инфляцию, поскольку инфляция — монетарное явление, которое может регулироваться благодаря денежно-кредитной политике. Но в нашем исследовании мы установили прочную связь между трендовым темпом инфляции — средней скоростью повышения цен за период в несколько лет — и возрастной структурой населения.

В частности, мы пришли к выводу, что чем больше доля молодежи и пожилых в общей численности населения, тем выше инфляция. Другими словами, когда доля населения трудоспособного возраста выше, возникает дезинфляционный эффект. Эта связь между возрастом и инфляцией сохраняется для большого числа стран для всех периодов времени.

Эти эффекты достаточно велики и объясняют большую часть трендовой инфляции. Например, по оценкам, с 1955 по 1975 год «бэби-бумеры» повысили темпы инфляции на 6 процентных пунктов в США и снизили ее на 5 процентных пунктов в период 1975–1990 годов, когда они вступали в трудовую жизнь. Трендовая инфляция сейчас находится на низком и стабильном уровне, поскольку сокращающаяся доля молодежи компенсирует влияние растущей доли пожилых в структуре населения.

С учетом того, что инфляция — монетарное явление, почему центральные банки не смогли нейтрализовать инфляционное давление, связанное с меняющейся возрастной структурой населения? Существует по меньшей мере два естественных объяснения. Во-первых, политическое давление, возможно, мешало центральным банкам учитывать инфляционные предпочтения доминирующих возрастных групп. При другой интерпретации закономерная связь между возрастной структурой и инфляцией могла отражать неспособность центральных банков предвидеть динамику равновесной реальной процентной ставки — ставки, которая обеспечивает стабильную инфляцию. Но ни один из этих двух факторов не дает обоснованного объяснения явлений, которые мы наблюдаем на основе данных.

Не совсем понятно, почему возрастная структура экономики влияет на инфляцию, но эта связь является прочной и ведет к некоторым поразительным практическим последствиям. Например, она ослабляет довод о том, что ожидания играют важнейшую роль в формировании инфляции, — данный тезис возник на основе опыта инфляции в 1960-х и 1970-х годах. Более того, связь между возрастной структурой и скоростью повышения цен позволяет делать прогнозы базовой трендовой инфляции. Наши оценки показывают, что если «бэби-бумеры» не будут работать гораздо дольше, чем их родители, то их выход на пенсию в конечном итоге приведет к ускорению инфляции.

Изучение трендов инфляции

Загадки инфляции заставляют экономистов анализировать прошлое. Например, когда в 1960-е годы инфляция начала расти без изменения уровня активности, которое это оправдывало бы, экономисты в поисках объяснения утверждали, что в формировании инфляции важную

Поколение «бэби-бума» снизило темпы инфляции, когда его представители стали частью рабочей силы, и будет повышать ее темпы, выходя на пенсию

роль играют ожидания. Ориентированные на перспективу потребители или производители не будут все время обманываться в связи с увеличением денежной массы, призванным повысить рост экономики, и станут учитывать ожидания более высокого уровня инфляции, скажем, в требованиях о повышении зарплаты и кредитных договорах. Таким образом, долгосрочное увеличение денежной массы приведет к более высокой инфляции, но не к продолжительному увеличению объема производства. Чрезмерно либеральная денежно-кредитная политика, по-видимому, объясняет рост инфляции, — такое мнение было подтверждено в 1980-х годах, когда инфляция стала снижаться после того, как центральные банки начали с ней бороться.

Но загадки инфляции могут возникать вновь. После мирового финансового кризиса, который начался в 2008 году, инфляция не повысилась, когда в странах началось восстановление экономики. Более того, как представляется, еще в начале века темпы инфляции медленно опускались ниже целевых показателей инфляции, установленных центральными банками, вместо того чтобы к ним приближаться. Эта низкая инфляция является одной из причин того, почему центральные банки поддерживали низкие ставки в первой половине упомянутого десятилетия. Но она также указывает на то, что, помимо денежно-кредитной политики, на втором плане инфляцию сдерживало что-то другое.

Продолжительный эпизод низкой инфляции наступил, когда население в большинстве стран с развитой экономикой старело и «бэби-бумеры» находились в пиковом периоде своих заработков. Различные возрастные группы принимают разные решения о потреблении/сбережении, которые могут повлиять на долгосрочное инфляционное давление. Например, люди чаще занимают, когда они молоды (или родители делают это за них), сберегают в ходе трудовой жизни и живут за счет накопленных активов в старости. Из этого следует, что инфляционное давление высокое, когда доля молодежи и пожилых (которые потребляют), велика по сравнению с населением трудоспособного возраста (которое производит больше, чем потребляет), и наоборот, давление низкое, когда мала доля первых групп. Но традиционный анализ указывает на то, что центральные банки могли бы, в принципе, нейтрализовать такое давление за счет повышения или снижения процентных ставок. При таком сценарии старение населения повлияло бы на равновесные реальные (после инфляции) процентные ставки, но не на инфляцию.

Некоторые бывалые руководители центральных банков недавно предложили объяснение тому, почему старение населения может иметь значение для инфляции — ввиду его воздействия на проведение денежно-кредитной политики. Например, предпочтения избирателей влияют на целевой показатель инфляции, устанавливаемый центральным банком, такую позицию наиболее активно отстаивает Джеймс Б. Буллард, президент Федерального резервного банка Сент-Луиса (Bullard, Garriga, and Waller, 2012). Буллард утверждает, что молодые люди, которые являются заемщиками, предпочитают более высокую инфляцию, поскольку она сокращает реальное бремя их долга, тогда как пожилые предпочитают более низкую инфляцию, чтобы сохранить стоимость своих активов. Если тезис Булларда правильный и центральные банки поддаются подобному политическому давлению, то инфляция будет выше, когда преобладает молодежь, и ниже — когда население становится старше. Другая точка зрения предлагается в работе Goodhart, Pradhan, and Pardeshi (2015): авторы утверждают, что возрастная структура может изменять равновесную реальную процентную ставку. Если центральные банки игнорируют такие перемены, то может возникнуть инфляция.

Связь

Мы оценили воздействие всей возрастной структуры, а не только старения на инфляцию, используя данные из 22 стран с разви-

Рисунок 1

Инфляционная зависимость

В разные периоды времени и во многих странах молодежь (в возрасте 5–29 лет) и пожилые (65–79 лет) приводят к росту инфляции, а население в возрасте 30–64 лет оказывает противоположное воздействие.



Источник: расчеты авторов.

Примечание. Результаты основаны на данных по 22 странам с развитой экономикой, 1955–2014 годы.

той экономикой за период 1955–2014 годов, и установили прочную связь между инфляцией и возрастной структурой.

Воздействие различных возрастных групп следует U-образной траектории: молодежь (в возрасте от 5 до 29 лет) и пожилые (от 65 до 79 лет) способствуют росту инфляции, тогда как когорты в наиболее производительном трудоспособном возрасте способствуют снижению инфляции (см. рис. 1). Эта U-образная траектория является устойчивой и не исчезает, когда учитываются другие переменные, которые могут быть связаны с инфляцией, такие как разрывы объема производства, рост цен на нефть, реальные процентные ставки, темпы роста населения и меры налогово-бюджетной политики. Эта связь также сохраняется при учете глобальных факторов, во время различных периодов времени и для разных выборов стран. Воздействие небольшого числа маленьких детей (младше 5 лет) и престарелых (старше 80 лет), с другой стороны, определить не так просто.

Эффект возрастной структуры объясняет основную часть трендовой инфляции и примерно треть общей дисперсии инфляции. Для каждого года этот эффект рассчитывается путем умножения значений из U-образной траектории на рис. 1 на долю населения в соответствующих возрастных группах. Эффект является значительным: он объясняет, например, примерно 5 процентных пунктов снижения среднего уровня инфляции в разных странах с конца 1970-х по начало 2000-х годов. Это составляет большую часть снижения долгосрочной инфляции за данный период (см. рис. 2, левая панель). Кроме того, демографические процессы, по-видимому, объясняют межстрановые различия. Например, резкие колебания трендовой инфляции в США по сравнению с Германией в основном отражают более значительные демографические изменения (см. рис. 2, средняя и правая панели).

Загадка остается

После того как была установлена прочная связь между возрастной структурой и трендовой инфляцией, мы стали искать доказательства в поддержку объяснений на основе расходов в течение жизненного цикла или предпочтений избирателей.

Мы не обнаружили практически никаких подтверждений ни для той, ни для другой гипотезы. U-образная траектория опровергает одну из основных предпосылок объяснения на основе предпочтений избирателей. Мы пришли к выводу о том, что не только молодые (многие из которых не достигли избирательного возраста) оказывают серьезное воздействие, но и пожилые способствуют инфляции. Это противоречит существующим политэкономическим моделям, согласно которым пожилые способствуют снижению инфляции. Эмпирические

Рисунок 2

Вверх и вниз

На возрастную структуру населения, в том числе в США и Германии, приходилась большая часть снижения среднего уровня инфляции с конца 1970-х по начало 2000-х годов.



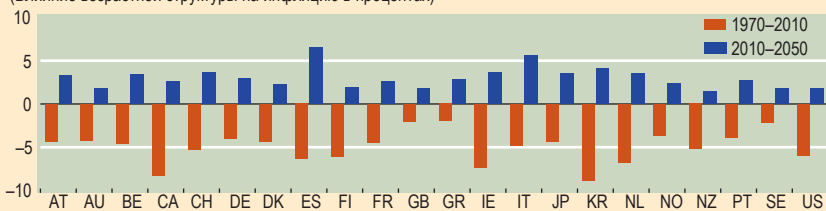
Источник: расчеты авторов.

Рисунок 3

Переход

Возрастная структура населения снизила инфляцию во многих странах с 1970 по 2010 год, но, по прогнозам, повысит инфляцию в период 2010–2050 годов.

(Влияние возрастной структуры на инфляцию в процентах)



Источник: расчеты авторов.

Примечание. AT = Австрия; AU = Австралия; BE = Бельгия; CA = Канада; CH = Швейцария; DE = Германия; DK = Дания; ES = Испания; FI = Финляндия; FR = Франция; GB = Соединенное Королевство; GR = Греция; IE = Ирландия; IT = Италия; JP = Япония; KR = Корея; NL = Нидерланды; NO = Норвегия; NZ = Новая Зеландия; PT = Португалия; SE = Швеция; US = США. Оценки получаются с использованием моделей для оценки влияния возрастных групп на инфляцию и демографических прогнозов ООН. Оранжевые столбики отражают разность в процентных пунктах в возрастной структуре инфляционного давления в 2010 году по сравнению с тем же давлением в 1970 году. Синие столбики отражают влияние возрастной структуры между 2010 и 2050 годами.

результаты, согласно которым считалось, что пожилые оказывают дезинфляционное воздействие, ошибочно не учитывали в анализе молодежь. Демографический эффект также заметен в небольших странах зоны евро, где предпочтения избирателей вряд ли повлияют на денежно-кредитную политику в масштабах всей зоны. Если воздействие возрастной структуры на инфляцию не вызвано политическим давлением на денежно-кредитную политику, оно может быть результатом неспособности центральных банков оценить в полном объеме влияние решений о расходах в течение жизненного цикла на равновесную реальную процентную ставку. Например, равновесные реальные процентные ставки, возможно, в 1960-х и 1970-х годах увеличились одновременно с увеличением спроса со стороны «бэби-бумеров» — и если центральные банки не повысили номинальные ставки в достаточной мере, то в итоге в то время уровень инфляции мог стать высоким. Однако если возрастная структура представляет собой заменяющий показатель равновесной реальной процентной ставки, она сама по себе не должна влиять на инфляцию; будут сказываться только ее отклонения от фактических ставок. Однако эффект возрастной структуры для инфляции присутствует, даже когда исключаются фактические ставки. Иными словами, равновесные реальные процентные ставки, по-видимому, не объясняют причин того, почему возрастная структура населения связана с периодами инфляции и дезинфляции.

Практические последствия

Хотя происхождение эффекта возрастной структуры непонятно, он является реальным и имеет прямые практические послед-

ствия. Во-первых, он уменьшает значение рыночных ожиданий в формировании инфляции. Некоторая часть инфляции в период с 1960-х годов до конца 1970-х годов и последовавшей за этим дезинфляции может быть объяснена без ссылок на ожидания. Чтобы подвергнуть этот вывод проверке, мы оценили воздействие возрастной структуры на прогнозы инфляции на предстоящий год из Consensus Economics и обнаружили точно такую же U-образную траекторию, как и на рис. 1.

Во-вторых, другое связанное с первым последствие заключается в том, что трендовую инфляцию можно прогнозировать точно также, как можно прогнозировать саму возрастную структуру. Если не произойдет каких-либо катастроф, то мы знаем, сколько людей выйдет на рынок труда через 20 лет, поскольку эти люди уже родились. Наши оценки в сочетании с демографическими прогнозами ООН предполагают, что возрастная структура в предстоящие десятилетия будет содействовать инфляции (см. рис. 3), или необходимо будет повысить реальные процентные ставки, чтобы сдерживать давление инфляции. По нашим оценкам, при прочих равных условиях из-за воздействия старения населения инфляция в течение следующих 40 лет будет в среднем примерно на 3 процентных пункта выше. Хотя уровень инфляции в разных странах будет различным, переход от дезинфляционного давления к инфляционному будет наблюдаться во всех странах.

Прочная связь между возрастной структурой населения и трендовой инфляцией представляет собой загадку, которую ни одна из существующих теорий не может объяснить в полной мере. Тем не менее, эту загадку необходимо решить. Самые первые из поколения «бэби-бума» вышли на пенсию, и большая волна «бэби-бумеров» приближается к пенсионному возрасту. Это может привести к сложной инфляционной ситуации в ближайшие годы. ■

Микаэль Юселиус — старший экономист в Банке Финляндии, а Элод Такатс — старший экономист в Банке международных расчетов.

Эта статья основана на рабочем документе Банка международных расчетов "Can Demography Affect Inflation and Monetary Policy?" («Может ли демография влиять на инфляцию и денежно-кредитную политику?»).

Литература:

- Bullard, James, Carlos Garriga, and Christopher J. Waller, 2012, "Demographics, Redistribution, and Optimal Inflation," Federal Reserve Bank of St. Louis Review, November/December, Vol. 94, No. 6, pp. 419–39.
- Goodhart, Charles, Manoj Pradhan, and Pratyancha Pardeshi, 2015, "Could Demographics Reverse Three Multi-Decade Trends?" Morgan Stanley Global Research, September.