

Инфляционные ожидания и денежно-кредитная политика

Наталья МИРОНЧИК



Кандидат экономических наук

Инфляционные ожидания представляют собой категорию особого интереса. Обусловлено это тем, что инфляционные ожидания влияют на поведение экономических агентов: их расходы, сбережения и инвестиционные решения. Ожидания более высокой инфляции стимулируют рост цен со стороны спроса через снижение реальных процентных ставок, а также со стороны предложения через повышение номинальной заработной платы и, следовательно, издержек производства. Производители, ожидающие ускорения инфляции, могут быть склонны к повышению цен на свою продукцию в текущем периоде с целью компенсации ожидаемых потерь от увеличения предельных издержек в будущем.

Центральные банки, особенно те, для которых поддержание ценовой стабильности является главной задачей, придают большое значение контролю инфляционных ожиданий. С одной стороны, инфляционные ожидания различных групп экономических агентов отображают степень их доверия органам денежно-кредитного регулирования, а с другой — устойчивость инфляционных ожиданий позволяет центральным банкам достигать конечной цели денежно-кредитной поли-

тики. Однако если необходимость контроля инфляционных ожиданий вполне очевидна, то вопрос, каким образом его осуществлять, остается до сих пор открытым.

Проблема оценки инфляционных ожиданий возникает из-за того, что это ненаблюдаемая переменная. Существует много способов ее измерить. Об изменении инфляционных ожиданий можно судить, например, по динамике цен на жилье, долговые инструменты, индексированные на инфляцию, и на другие активы, служащие своего рода убежищем от инфляции. При наличии достаточно развитого финансового рынка можно также проанализировать динамику долгосрочных процентных ставок относительно краткосрочных, или так называемую кривую доходности. Круто восходящая кривая доходности указывает на то, что долгосрочные ставки становятся выше, чем краткосрочные. Это, в свою очередь, сигнализирует о том, что покупатели облигаций требуют большей защиты от инфляции. Однако во всех этих способах сложность оценки инфляционных ожиданий заключается в том, что на динамику процентных ставок, цен на недвижимость и финансовых активов влияют не только инфляционные ожидания, но и иные факторы. Поэтому данные подходы полезны, но не точны [1].

Наиболее распространенный путь измерения инфляционных ожиданий — использование результатов опросов потребителей, которые проводятся соответствующими службами или агентствами. В странах Европейского союза (ЕС) для оценки инфляционных ожиданий применяются результаты качественного анализа ежемесячных опросов населения (например, в Латвии и Польше — это выборка из 1000 человек в возрасте от 15 до 75 лет). Вопросы относительно инфляционных ожиданий имеют качественную формулировку, то есть

респонденты дают не точный количественный ответ относительно будущей инфляции, а ожидаемое направление и степень изменения цен по сравнению с наблюдаемым их изменением. В частности, вопрос поставлен так: по сравнению с прошлыми двенадцатью месяцами каковы будут Ваши ожидания относительно изменения потребительских цен на следующие двенадцать месяцев? К нему представлены следующие варианты ответов — они будут: расти быстрее; расти тем же темпом; расти медленнее; оставаться на том же уровне; падать; затрудняюсь ответить. Далее, с помощью различных вероятностных методов определяются количественные показатели инфляционных ожиданий [2; 3].

Преимущества данной методологии объясняются недостаточной информированностью населения по вопросам финансов и, как следствие, ограниченными прогностическими возможностями, а также сложностью дать точную количественную оценку будущей инфляции. Аналогичный, но более упрощенный подход с тремя вариантами ответов (цены: вырастут, снизятся и не изменятся) применяется в Китае [4]. В развитых государствах, где темпы инфляции низкие и относительно стабильные (США, Япония, Великобритания), при опросах населения применяются и количественные формулировки ответов о будущей инфляции [5; 6]. Однако опросы потребителей все же не гарантируют стопроцентной точности оценки ожиданий.

Исследования Федеральной резервной системы США выявили следующее.

Во-первых, домашние хозяйства склонны завышать инфляционные ожидания в сравнении с фактической инфляцией.

Во-вторых, если опрос касается количественных оценок, люди с большей вероятностью сообщают,

что они ожидают инфляцию на уровне 0; 3 или 5%, чем 1; 2 или 4%.

В-третьих, результаты исследований зависят от демографического состава респондентов: у женщин, в среднем, инфляционные ожидания выше, чем у мужчин; у бедных выше, чем у богатых, а у молодых и пожилых людей выше, чем у респондентов средних лет [1].

Ответы респондентов относительно будущей инфляции могут различаться также в зависимости от места проживания и даже принадлежности к той или иной политической партии [7]. Поэтому многие центральные банки для оценки инфляционных ожиданий используют также прогнозы профессиональных участников финансовых рынков, экономистов-аналитиков и результаты опросов производителей (предприятия, фирмы). Особенно это характерно для стран с развивающимися рынками.

Интересен опыт Национального банка Чехии (НБЧ), который рассчитывает показатель инфляционных ожиданий по результатам опросов аналитиков финансового рынка (на ежемесячной основе), предприятий и домашних хозяйств (ежеквартально). Такие опросы дают количественную оценку инфляционных ожиданий на один, три года вперед. Кроме того, банком принимается во внимание показатель инфляционных ожиданий, рассчитываемый по опросам домашних хозяйств Европейской Комиссией.

Опыт НБЧ по стабилизации инфляционных ожиданий считается одним из самых успешных среди развивающихся государств и стран с переходной экономикой. Решению именно этой задачи отдавалось предпочтение НБЧ, когда вошел режим инфляционного таргетирования в конце 1997 г. За период с 1997 г. по 2007 г. в Чехии довольно часто наблюдалось недостижение цели по инфляции, особенно в 1998—1999 гг. и 2002—2003 гг. (рисунок 1).

Тем не менее исследования показали, что инфляционные ожидания аналитиков финансового рынка почти всегда были приближены

к цели Национального банка Чехии (рисунок 2). При этом ожидания на один год вперед являлись более волатильными по сравнению с ожиданиями на три года вперед (следует учитывать таргетируемый коридор). А ожидания на три года вперед, которые в меньшей степени подвержены шокам и должны лучше отражать доверие к цели по инфляции, всегда оставались внутри коридора. Примечателен тот факт, что до середины 2007 г. инфляционные ожидания устойчиво находились ниже уровня 3%. Частое недостижение цели по инфляции частично влияло на формирование ожиданий аналитиков.

Инфляционные ожидания предприятий (фирм) также были близки к цели на протяжении рассматриваемых десяти лет, а их поведение напоминало ожидания аналитиков (рисунок 3).

Ожидания домашних хозяйств можно охарактеризовать как наиболее волатильные, и с середины 2006 г. они находились выше верхней границы таргетируемого коридора, что существенно отличает их поведение от ожиданий аналитиков и предприятий. Данные о высоких инфляционных ожиданиях до-

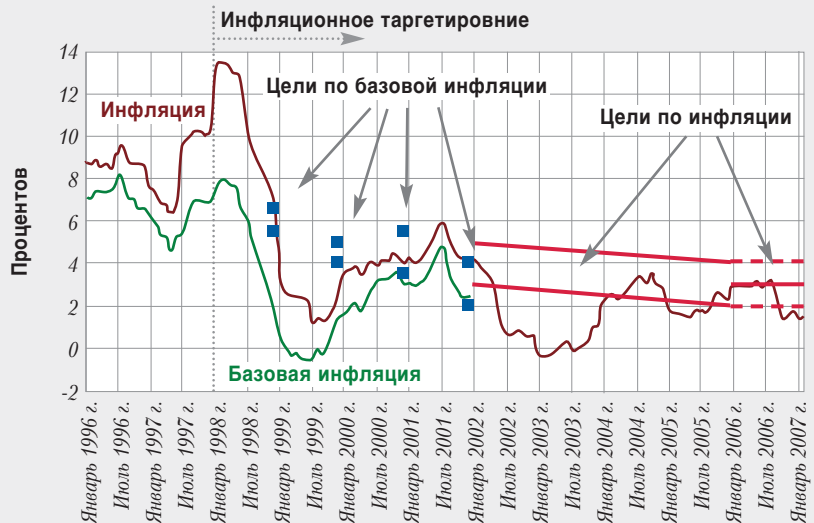
машних хозяйств не согласуются с тем, что фактическая инфляция часто оказывалась ниже цели, а рост заработной платы и потребления ограничивался в течение 2006—2007 гг.

Указанные факты свидетельствуют, что инфляционные ожидания потребителей в действительности были гораздо ниже результатов опроса, поэтому для НБЧ по-прежнему актуальна проблема адекватной оценки инфляционных ожиданий домашних хозяйств или требуются дополнительные усилия по интерпретации имеющихся данных [8].

Примером отрицательного опыта управления инфляционными ожиданиями может служить монетарная политика Банка Израиля в 2001—2002 гг. В период с 1999 г. по 2001 г. фактическая инфляция в Израиле находилась в пределах ниже целевого диапазона, равного 2—3%¹. По соглашению с правительством центральный банк этой страны в сентябре 2002 г. установил целевой диапазон по инфляции на 2003 г. на уровне 1—3%.

В связи с углубляющимся спадом в экономике² правительство Израиля в конце 2001 г. пересмот-

Фактическая инфляция и цель по инфляции в Чехии



Источник: Holub, T. and Hurnik, J. Ten Years of Czech Inflation Targeting: Missed Targets and Anchored Expectations // Emerging Markets Finance and Trade. 2008. — Vol. 44, № 6 (November / December).

Рисунок 1

¹ Прирост индекса потребительских цен (ИПЦ) составил 1,3; 0 и 1,4% в 1999 г., 2000 г. и 2001 г. соответственно.

² Темпы роста ВВП за I, II и III кварталы 2001 г. составили 1,8; -3,7 и -5,4% соответственно (в годовом выражении с корректировкой на сезонность), и ожидалось, что в целом в 2001 г. реальный ВВП снизится на 0,5% по отношению к 2000 г.

Инфляционные ожидания аналитиков финансового рынка Чехии

Ожидания на один год вперед



Ожидания на три года вперед



Источник: Holub, T. and Hurnik, J. Ten Years of Czech Inflation Targeting: Missed Targets and Anchored Expectations // Emerging Markets Finance and Trade. 2008. — Vol. 44, № 6 (November / December).

Рисунок 2

Инфляционные ожидания фирм и домашних хозяйств в Чехии

Ожидания на один год вперед



Ожидания на три года вперед



Источник: Holub, T. and Hurnik, J. Ten Years of Czech Inflation Targeting: Missed Targets and Anchored Expectations // Emerging Markets Finance and Trade. 2008. — Vol. 44, № 6 (November / December).

Рисунок 3

рело прогноз по ВВП и, соответственно, прогноз по государственным расходам на 2002 г., значительно сократив дефицит бюджета относительно первоначального варианта³. В этом контексте согласо-

вывался следующий пакет мер монетарной и фискальной политики. Банк Израиля должен был снизить ключевую процентную ставку на 2 процентных пункта. Предполагалось, что долгосрочная процентная

ставка также снизится; такое снижение ставок позволит поддерживать ценовую стабильность, несмотря на относительно низкую реальную процентную ставку. Кроме того, предусматривалось снижение

³ Дефицит бюджета в конце 2001 г. составил 4,6% ВВП, и это с учетом того, что в 2000 г. наблюдался профицит 0,5% ВВП. Первоначальный прогноз дефицита бюджета на 2002 г. составил 5% ВВП, а в пересмотренном в декабре прогнозе было установлено 3% ВВП.

номинального и реального курсов национальной валюты, которое должно было способствовать быстрому восстановлению экспорта, в том числе на фоне роста внешнего спроса.

Изменение монетарной политики в сочетании с ослаблением номинального курса позволило бы правительству Израиля изменить структуру его активов (проиндексировать на инфляцию часть активов, номинированных в национальной валюте). Ожидалось, что обесценение валюты и некоторое ускорение инфляционных процессов остановятся, как только закончится процесс корректировки портфеля активов правительства.

Объявление центрального банка и правительства о смягчении монетарной политики и ужесточении бюджетной политики, сделанное в декабре 2001 г., позволило изменить структуру портфеля активов правительства Израиля и скорректировать цены и обменный курс в соответствии с новой макроэкономической ситуацией. В этот период наблюдались достаточно существенное обесценение национальной валюты (на 11,5%), увеличение инфляционных ожиданий (почти до 3%) и снижение доходности по долгосрочным облигациям.

В марте 2002 г. Банк Израиля повысил ключевую процентную ставку на 0,6 процентного пункта, после чего обменный курс стабилизировался, а инфляционные ожидания вернулись в целевой диапазон. Однако параллельно выяснилось, что расходы бюджета в 2002 г. превысят прогнозные параметры и дефицит бюджета будет больше целевого ориентира. В результате курс национальной валюты в очередной раз обесценился, инфляционные ожидания экономических агентов резко повысились, а доходность государственных облигаций существенно возросла. В первой половине 2002 г. ИПЦ вырос на 6,3%. Причиной роста цен стало указанное обесценение национальной валюты, составившее 14,5% начиная с декабря 2001 г. до третьей недели июня 2002 г. В июне 2002 г. инфляционные ожидания на один-два года вперед превысили 4 и 5% соответственно (то есть поднялись выше верхней границы цели по инфляции).

Повышение инфляции и обесценение курса национальной валю-

ты Израиля внесли вклад в растущую неустойчивость финансовых рынков в целом и валютного рынка в частности. Неустойчивость выразилась в значительном увеличении волатильности обменного курса и росте доходности по государственным облигациям — по долгосрочным облигациям доходность возросла с 6,5% в декабре 2001 г. до 12% в конце июня 2002 г. Нестабильность была очевидна также по доходности казначейских векселей, которая повысилась с 5,5% в начале 2002 г. до 9% в июне этого же года. В связи с этим Банк Израиля поднял ключевую процентную ставку на 5,3 процентного пункта за период с марта по июнь 2002 г., в том числе на 4,5 процентного пункта в июне 2002 г. Ставка достигла уровня 9,1%. После такого повышения ставок и с учетом одобрения пакета мер (май 2002 г.), направленных на проверку обоснованности расходов бюджета, наметились тенденции по укреплению национальной валюты и возвращению ожидаемой инфляции в область принятой в качестве “ценовой стабильности” [9; 10].

Опыт Банка Израиля показал, что снижение центральным банком ключевой процентной ставки, как правило, увеличивает инфляционные ожидания экономических агентов, а ее повышение — снижа-

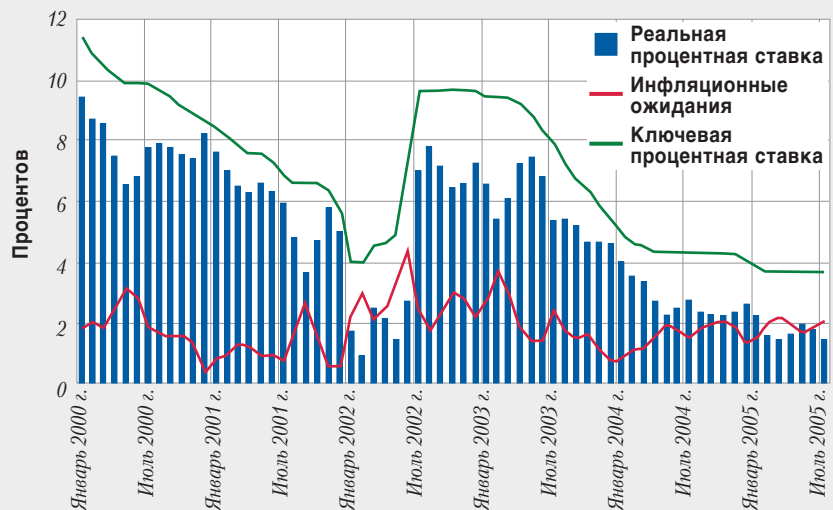
ет их. При этом степень воздействия процентной ставки на инфляционные ожидания существенно сильнее при ее понижении, чем при повышении. В связи с этим для стабилизации инфляционных ожиданий Банку Израиля за первые шесть месяцев 2002 г. пришлось повысить ключевую процентную ставку почти в 2,5 раза (рисунк 4). Впоследствии, учитывая вероятность неисполнения бюджетных прогнозов правительства, действия Банка Израиля по снижению процентной ставки в декабре 2001 г. непосредственно на рынке оценивались как преждевременные.

Таким образом, можно сделать вывод, что ошибки денежно-кредитной политики оказывают негативное влияние на ожидания экономических агентов и в итоге выливаются в дополнительные издержки для экономики.

Несмотря на то, что необходимость контроля инфляционных ожиданий очевидна и за последние тридцать лет центральными банками накоплен значительный опыт в данном направлении, тем не менее отдельные вопросы как практического, так и теоретического характера пока остаются открытыми.

Во-первых, до сих пор нет единой точки зрения относительно того, какие методы оценки ожиданий являются наиболее точными.

Процентная ставка Банка Израиля, инфляционные ожидания и реальная процентная ставка



Источники: Sokoler, M. Inflation Targeting — The Israel Experience // IMF-CBT Inflation Targeting Workshop. — Istanbul, Turkey. — September 11—19, 2005.

Рисунок 4

Во-вторых, важно знать, как и в какой мере изменения в показателях инфляционных ожиданий сказываются на фактическом процессе установления цены.

В-третьих, остается открытым вопрос о факторах, влияющих на динамику инфляционных ожиданий [11].

В странах с переходной экономикой, для которых пока характерны значительная волатильность потребительских цен и где среди факторов инфляции доминируют изменения денежного предложения, обменного курса, административных цен и цен на энергоносители, со стороны властей уделяется не столь пристальное внимание динамике инфляционных ожиданий экономических агентов. Однако по мере макроэкономической стабилизации и развития финансовых рынков вопросы контроля и управления инфляционными ожиданиями приобретают все большую актуальность. Так, например, Банк России недавно сообщил о планах по организации опросов населения для оценки инфляционных ожиданий (совместно с Фондом «Общественное мнение»). Первые их результаты будут представлены уже в конце 2010 г.⁴

В Республике Беларусь анализ публикаций, затрагивающих вопросы контроля и управления инфляционными ожиданиями, позволяет охарактеризовать развитие этого направления как предвари-

тельный этап осмысления самой проблемы: постепенное накопление данных и постановка задач, требующих решения. С теоретической точки зрения значимость инфляционных ожиданий через призму неокейнсианского подхода к анализу и проектированию монетарной политики ранее подробно рассматривалась Н. Мирончик, М. Димиденко, Т. Цукаревым⁵.

Результаты опросов относительно инфляционных ожиданий на три, шесть и двенадцать месяцев, осуществляемых в рамках мониторинга отечественных предприятий Национальным банком Республики Беларусь, ежемесячно публикуются на официальном сайте банка начиная с марта 2006 г.⁶

Вопросы моделирования инфляционных ожиданий в контексте построения макроэкономических моделей для целей анализа и проектирования денежно-кредитной политики рассматриваются в исследовании М. Демиденко⁷.

Вместе с тем, как показывают исследования, инфляционные ожидания определяют динамику инфляции в Республике Беларусь на 35—40%. Учитывая данный факт, контроль инфляционных ожиданий и сохранение их на низком уровне являются важными условиями поддержания ценовой стабильности в экономике нашей страны. Поэтому меры монетарной политики, принимаемые Национальным банком и направленные

на ограничение роста цен, должны быть предельно прозрачными с целью максимального воздействия на ожидания экономических агентов. Кроме того, целесообразно прилагать больше усилий, оценивая инфляционные ожидания. Для этого важно решить следующие задачи.

1. Необходимо расширить круг опрашиваемых респондентов и начать исследовать ожидания финансовых аналитиков и населения, что позволит иметь дополнительные индикаторы инфляционного давления и сформировать более объективную картину о происходящих процессах в экономике. Это важно, поскольку инфляционные ожидания — ненаблюдаемая величина.
2. Целесообразно постепенно увеличивать временной горизонт ожиданий всех опрашиваемых респондентов, поскольку именно долгосрочные ожидания отражают доверие к экономической политике в целом, а к монетарной — в частности, и тем самым содержат полезную информацию для центральных банков.
3. Следует совершенствовать методологические подходы к интерпретации качественных результатов опроса респондентов и апробировать различные вероятностные методы количественной оценки инфляционных ожиданий.

Источники:

1. Pinalto, S. *Inflation, Inflation Expectations, and Monetary Policy* // *Federal Reserve Bank of Cleveland*. — September 15, 2006. Сайт в Интернете: <http://www.clevelandfed.org/>

2. Станиславска, Е. Инфляционные ожидания в трансмиссионном механизме (на примере Польши) // *Банкаўскі веснік*. 2006. № 26. С. 70—75.

3. Benkovskis, K., Paula, D. *Inflation Expectations in Latvia: Consumer Survey Based Results* // *Bank of Latvia Working Paper*. — 2007. № 1.

4. Chen, Y., Huo, Z. *A Conjecture of Chinese Monetary Policy Rule: Evidence from Survey Data, Markov Regime Switching, and Drifting* // *Analysis of economics and finance*. 2009. Vol. 10, № 1. P. 111—153.

5. Trehan, B. *Survey Measures of Expected Inflation and the Inflation Process* // *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series*. — February 2010. Сайт в Интернете: <http://www.frbsf.org/publications/>

6. Murasawa, Y. *Measuring Inflation Expectations from Interval-Coded Data* // *School of Economics, Osaka Prefecture University*. — April 17, 2009. Сайт в Интернете: <http://editorialexpress.com/>

7. Brischetto, A. G. de Brouwer. *Householders' inflation expectations* // *Reserve Bank of Australia Research Discussion Papers*. — January 1999. Сайт в Интернете: <http://www.rba.gov.au/>

8. Holub, T. and Hurnik, J. *Ten Years of Czech Inflation Targeting: Missed Targets and Anchored Expectations* // *Emerging*

Markets Finance and Trade. 2008. — Vol. 44, № 6 (November / December). P. 67—86.

9. *Inflation Report* // *Bank of Israel*. — July — December 2001. Сайт в Интернете: <http://www.bankisrael.gov.il/>

10. Sokoler, M. *Inflation Targeting — The Israel Experience* // *IMF-CBT Inflation Targeting Workshop*. — Istanbul, Turkey. — September 11—19, 2005.

11. Bernanke, B.S. *Inflation Expectations and Inflation Forecasting* // *The Monetary Economics Workshop of the National Bureau of Economic Research, Summer Institute, Cambridge, Massachusetts*. — July 10, 2007.

⁴ Оценка инфляционных ожиданий // Институт комплексных стратегических исследований. События и комментарии. Выпуск 5 от 2 апреля 2010 г. Сайт в Интернете: <http://www.icss.ac.ru/>

⁵ Мирончик, Н.Л., Демиденко, М.В., Цукарев, Т.В. Неокейнсианский подход к анализу и прогнозированию монетарной политики // *Белорусский экономический журнал*. 2007. № 1. С. 38—50.

⁶ Мониторинг предприятий реального сектора Республики Беларусь. Аналитическое обозрение Национального банка Республики Беларусь: 2006—2010 гг. Сайт в Интернете: <http://nbrb.by/>

⁷ Демиденко, М.В. Модель среднесрочного прогнозирования и проектирования монетарной политики // *Банкаўскі веснік*. 2008. № 31. С. 41—48.