

УДК 336.71  
DOI: 10.17223/22229388/27/11

Т.Г. Ильина, А.В. Корнющенко

## **АНАЛИЗ ИНФЛЯЦИОННЫХ ОЖИДАНИЙ В ПОЛИТИКЕ ИНФЛЯЦИОННОГО ТАРГЕТИРОВАНИЯ БАНКА РОССИИ: НОВЫЕ ПОДХОДЫ**

*Анализируются проблемы использования инфляционных ожиданий при реализации денежно-кредитной политики Центрального Банка РФ. Приводится оригинальная классификация характеристик групп респондентов мониторингов инфляционных ожиданий, предлагаются рекомендации по совершенствованию методики анализа результатов опросов.*

**Ключевые слова:** денежно-кредитная политика Центрального Банка РФ, инфляция, инфляционные ожидания, таргетирование инфляции.

Инфляционные ожидания населения и предприятий оказывают значительное влияние на общий уровень цен в российской экономике и таким образом влияют на уровень инфляции. С переходом Центрального Банка РФ (ЦБ РФ) к политике инфляционного таргетирования результаты мониторингов ожиданий экономических агентов стали широко использоваться при принятии решений об уровне ключевой ставки в ходе реализации денежно-кредитной политики.

### **1. Эволюция трактовки феномена инфляционных ожиданий**

Под инфляционными ожиданиями обычно понимают ожидания субъектов экономики по поводу развития инфляционных процессов в будущем. Инфляционные ожидания состоят из ожидаемых экономическими агентами темпов роста уровней цен на конечную продукцию, на факторы производства, ресурсы и т.д. Инфляционные ожидания экономических агентов имеют существенное значение для принятия решений при реализации макроэкономической, в том числе денежно-кредитной, политики.

В 60-х гг. XX в. получила распространение концепция адаптивных инфляционных ожиданий, связанная с именем нобелевского лауреата Милтона Фридмана [1–2]. Предполагалось, что инфляционные ожидания формируются исключительно на основании предыстории. Позднее, в 1970-х гг., появилась широко известная критика Р.Э. Лукаса [3–5], в которой было раскрыто понятие рациональных ожиданий. Рациональность ожиданий подразумевает, что экономические агенты принимают решения на основании всей доступной им на данном этапе информации.

По мнению авторов, инфляция и инфляционные ожидания в экономике оказывают друг на друга взаимное влияние. Стабильно высокий уровень наблюдаемой экономическими агентами фактической инфляции формирует у них высокие инфляционные ожидания на ближайший период (краткосрочный, по крайней мере). В свою очередь, ожидание повышения общего уровня цен является причиной повышения инфляции.

### **2. Роль индекса экономических ожиданий при реализации денежно-кредитной политики ЦБ РФ**

Необходимость оценки и управления инфляционными ожиданиями при проведении Банком России политики таргетирования инфляции связана со значительной ролью инфляционных ожиданий при принятии экономическими агентами решений относительно производства, потребления, сбережения и инвестирования. Инфляционные ожидания домохозяйств определяют решения в пользу увеличения личного потребления или сбережения (выбор направления использования имеющихся средств). Не менее важны инфляционные ожидания предприятий, так как именно они определяют динамику цен на стороне предложения. В связи с этим Центральному Банку РФ важно иметь в своем распоряжении корректную оценку ожиданий общества.

Исследование инфляционных ожиданий населения по заказу Банка России регулярно проводит Фонд «Общественное мнение». Результаты опроса в части ожиданий населения широко освещаются на сайте ЦБ РФ ([www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)). Многолетний мониторинг инфляционных ожиданий населения выявил значительную инерционность ожиданий потребителей. Негативный многолетний опыт существования в условиях высокой инфляции делает прогнозы по инфляции будущих периодов излишне пессимистичными, несмотря на то что подобные негативные прогнозы не оправдываются несколько последних лет.

Опросы предприятий ЦБ РФ проводит через профильные отраслевые и другие профессиональные сообщества. Результаты используются только аналитиками регулятора; цифровое значение показателя иногда фигурирует в информационно-аналитических материалах ЦБ РФ по денежно-кредитной политике, однако развернутая информация не публикуется. Результаты опросов экспертных сообществ (в частности, Bloomberg и Thomson Reuters) публикуются в самом сжатом виде [6. С. 49].

Начиная со 2-го квартала 2017 г. значение объективной оценки инфляционных ожиданий еще более возросло в связи с приближением фактиче-

ской инфляции к ранее установленному таргету (значение 4% для целевого показателя по инфляции было определено осенью 2014 г. при объявлении о переходе к режиму инфляционного таргетирования с января 2015 г.), так как используемое ЦБ РФ правило для расчета значения нейтрального значения ключевой ставки, являющейся на сегодня основным инструментом денежно-кредитной политики ЦБ РФ (наиболее полная классификация правил ДКП приведена С.Р. Моисеевым [7]), должно редуцироваться к следующему виду:

$$i_t = r^* + p^*, \quad (1)$$

где  $i_t$  – номинальная краткосрочная процентная ставка;  $p^*$  – ориентир по инфляции (4%);  $r$  – реальная процентная ставка в долгосрочном периоде (2,5–3,0%)

Однако вытекающего из данной логики установления значения краткосрочной ставки на уровне 6,5–7% не произошло, регулятор сохранил относительно жесткую политику, проводимую в предыдущий период. На заседании Совета директоров ЦБ РФ 16 июня 2017 г. ключевая ставка была снижена до 9,0%.

Отвечая на многочисленные вопросы о нежелании ускорять смягчение монетарной политики в ситуации приближения фактической инфляции к значению таргета, Председатель ЦБ Э.З. Набиуллина заявляла о том, что устойчивое снижение (закрепление) инфляционных ожиданий является необходимым условием для перехода к «нейтральному уровню ставки» [8]. Таким образом, инфляционные ожидания приобрели функции еще одной объясняющей переменной в функции для расчета значения краткосрочной ставки:

$$i_t = r^* + p^* + a(p^e - p^*), \quad (2)$$

где  $p^e$  – инфляционные ожидания.

Для прояснения модели денежно-кредитной политики (ДКП) ЦБ РФ по вопросу установления ключевой ставки представляется важным конкретизировать, о каких инфляционных ожиданиях идет речь. В материалах, разъясняющих проводимую денежную политику [6], упоминаются три группы экономических агентов, инфляционные ожидания которых систематически отслеживаются Центральным Банком РФ:

- население (домохозяйства);
- предприятия (бизнес);
- профессиональные участники рынка (независимые эксперты).

По поводу использования данных об инфляционных ожиданиях разных групп респондентов автору представляется принципиально важным следующее уточнение. Мнение о будущем изменении цен по-разному влияет на реальную экономику, определяя это самое будущее, в зависимости от роли респондента в экономике. Представители бизнеса (предприниматели) влияют на цены (инфляцию) на стороне предложения, население (потребители) определяет возможность уровня роста цен на стороне спроса.

Реализация этого понимания требует:

- введения методики расчета сводного индекса инфляционных ожиданий общества, предназначенного для использования Банком России при повседневной реализации политики инфляционного таргетирования;
- специальной настройки используемых инструментов денежно-кредитной политики с учетом их воздействия на сообщества предпринимателей и потребителей.

Характеристика групп респондентов систематизирована в таблице.

**Характеристика групп респондентов опросов по выявлению инфляционных ожиданий**

Группа респондентов	Формируют инфляцию на стороне спроса / предложения	Товары, на которые обеспечивают спрос	Группы товаров, на которые отслеживают цены	Полнота располагаемой информации	Качество прогноза
Население	На стороне спроса	Потребительские	Потребительские	Ограниченная	Низкое
Предприятия	На стороне предложения	Инвестиционные	Потребительские, инвестиционные	Средняя	Высокое
Эксперты	–	–	Потребительские, инвестиционные	Полная	Высокое

Представляет интерес, каким образом ЦБ РФ учитывает данные опросов разных групп при определении политики учетной ставки. По мере сближения фактического (4,1–4,4% во 2-м квартале 2017 г.) и целевого (4%) значения инфляции ЦБ РФ в своих разъяснениях упоминает только инфляционные ожидания населения. Несмотря на то, что регулятор характеризует их как завышенные, именно значение ожиданий этой группы экономических агентов приводится в качестве

аргумента, препятствующего снижению значения номинальной учетной ставки до нейтрального. При этом предприятия и эксперты обычно дают более реальную оценку будущей инфляции, но их мнение фактически игнорируется. Учитывая большое значение немонетарной инфляции, инфляции на стороне предложения, логично заявить, что намерения и ожидания предприятий должны учитываться регулятором в большей степени.

### **3. Предложения по модернизации мониторинга инфляционных ожиданий**

1. Совершенствовать методику анализа инфляционных ожиданий.

2. Организовать исследования для выявления степени влияния инфляционных ожиданий разных групп экономических агентов (населения, производственных предприятий и предприятий торговли) на фактическое значение инфляции в будущем. Автору представляется, что при принятии решений по ключевой ставке в качестве показателя инфляционных ожиданий нужно использовать агрегированный индекс инфляционных ожиданий по данным опросов трех опросов (населения, предприятия, эксперты), в котором вес индекса, определяемого участниками формирующих динамику цен на стороне спроса (предприятиями) должен быть более значимым. Агрегирование индексов позволит получить более достоверную картину, так как опрашиваемые сообщества обладают разной информацией, что в значительной степени определяет качество выдаваемых прогнозов.

3. Более широко освещать результаты мониторинга инфляционных ожиданий профессиональ-

ных участников рынка, тем самым воздействуя на широкие массы населения.

### **Литература**

1. Фридман М. Капитализм и свобода. М. : Новое издательство, 2006. 240 с.

2. Фридман М. Деньги и экономическое развитие. URL: <http://www.economicportal.ru>

3. Лукас Р.Э. Теория рациональных ожиданий. URL: <http://www.economicportal.ru>

4. Lucas R.E., Jr. Expectations and the Neutrality of Money // Journal of Economic Theory. 1972. Vol. 4. P. 103–124.

5. Lucas R.E., Jr. Methods and Problems in Business Cycle Theory. Part 2: Rational Expectations // Journal of Money, Credit and Banking. 1980. Vol. 12, № 4. P. 696–715.

6. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2017 год и период 2018 и 2019 годов // Центральный Банк Российской Федерации. URL: [http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on\\_2017\(2018-2019\).pdf](http://www.cbr.ru/publ/ondkp/on_2017(2018-2019).pdf) (дата обращения: 02.10.2016).

7. Моисеев С.Р. Правила денежно-кредитной политики // Финансы и кредит. 2002. № 16. С. 37–46.

8. Заявление Председателя Банка России Эльвиры Набиуллиной по итогам заседания Совета директоров 16 июня 2017 года // Центральный Банк Российской Федерации. URL: [http://www.cbr.ru/press/st/press\\_centre/Nabiullina\\_170616/](http://www.cbr.ru/press/st/press_centre/Nabiullina_170616/) (дата обращения: 20.08.2017).