Александр ИСАКОВ
экономист, «ВТБ Капитал»

Екатерина УРАКОВА,
экономист, «ВТБ Капитал»

Инфляционные ожидания: разные нужны, разные важны?

Центральный банк последовательно настаивает на том, что инфляционные ожидания — это один из ключевых компонентов решений по денежно-кредитной политике. Если они снижаются и становятся более стабильными, это позволяет делать политику более мягкой, если инфляционные ожидания растут — снижение ставки переносится. На практике эта логическая схема имеет один нюанс: инфляционных ожиданий множество. Есть данные уличных опросов и ряд способов их квантификации, есть данные опросов экономистов, публикуемые информационными агентствами, и данные опросов предприятий, которые собирают территориальные учреждения Банка России, и ожидания финансовых рынков, которые можно попытаться извлечь из цен ОФЗ-ИН. Все ли они одинаково полезны как индикаторы будущей инфляции и доверия к политике Банка России? Полагаем, что нет. Попробуем продемонстрировать, почему оценки инфляционных ожиданий населения в значительной мере предопределены процедурой их «оцифровки», а опросы предприятий оказываются доступными слишком поздно.

Логика денежно-кредитной политики Центрального банка, таргетирующего инфляцию, опирается на прогнозы, а не на фактические данные. Степень мягкости или жесткости денежно-кредитной политики выбирается так, чтобы инфляция на горизонте, на котором на нее влияет ЦБ, находилась бы вблизи целевого уровня. Однако, как ни парадоксально, то, каким будет будущее, зависит от того, как мы его видим сейчас. Банк России последовательно разъясняет рынку, что при принятии решений в отношении денежно-кредитной политики он ориентируется на динамику инфляционных ожиданий. Устойчивое снижение ожиданий делает снижение ключевой ставки более вероятным, тогда как при ухудшении настроений со снижением ставки придется подождать. Но, учитывая большое количество существующих на рынке прогнозов и опросов общественного мнения, какие именно инфляционные ожидания ЦБ имеет в виду?

Банк России проводит денежно-кредитную политику (ДКП), ориентируясь на инфляционные ожидания. Например, в пресс-релизе по итогам заседания Совета директоров от 28 июля 2017 года указывается, что временное приостановление инфляционных ожиданий стало одной из главных

причин, чтобы оставить ключевую ставку на прежнем уровне. Банк России включает инфляционные ожидания в список среднесрочных инфляционных рисков, подчеркивая их высокую чувствительность к ценам на товары, наиболее часто приобретаемые населением (ЖКХ и бензин), сезонные товары (фрукты и овощи), а также к курсовой динамике. Этот риск долгое время обуславливал необходимость сохранения умеренно-жесткого характера ДКП, исключая резкие снижения ставки и предполагая плавное движение к нейтральному диапазону.

Что Банк России понимает под инфляционными ожиданиями? Для оценки настроений населения ЦБ ориентируется на результаты опроса, проводимого каждый месяц совместно с Фондом «Общественное мнение» (ФОМ). В зависимости от типа задаваемого вопроса регулятор получает два вида оценок. Из ответов на количественный вопрос он имеет прямую оценку ожидаемой инфляции, а из ответов на качественный — квантифицированное значение. Такая оцифрованная оценка получается с помощью специального статистического алгоритма, который использует распределение ответов респондентов и «накладывает» его на текущую динамику инфляции. Эта коррекция необходима, чтобы исправить адаптивную природу ожиданий, которые остаются существенно выше инфляции, поскольку сохраняется память об эпизодах сильного роста цен в России в прошлом.

Помимо домохозяйств Банк России смотрит также на инфляционные ожидания предприятий, рынка и государственных органов. Особенно интересен метод оценки инфляционных ожиданий рынка, так как его механика отличается от механики опросного метода, с помощью которого получаются остальные индикаторы. Банк России получает инфляционные ожидания рынка из котировок государственных облигаций. Для этого сравниваются доходности классического выпуска ОФЗ и ОФЗ с номиналом, индексируемым на инфляцию (ОФЗ-ИН), с одинаковым сроком погашения и графиком выплаты купонов. Единственное различие между двумя бумагами состоит в том, что классический выпуск не гарантирует защиту от инфляции и, следовательно, за это инвесторы требуют более высокую доходность. Второй же выпуск дает инвестору защиту от роста цен. Разница в доходностях этих двух ОФЗ и отражает ожидаемый инвесторами уровень инфляции.

Что касается ожиданий предприятий, то, хотя Банк России и подчеркивает их значимость, рынок и аналитическое сообщество получают доступ к этим данным лишь в рамках публикации Доклада о денежно-кредитной политике, то есть раз в квартал.

На какие индикаторы Совет директоров ЦБ опирается сильнее, а какие оказываются лишь еще одной цифрой из множества? Неоднократно представители Банка России подчеркивали, что при принятии решения по ставке важны все индикаторы. Это дипломатичный ответ, но насколько он соответствует международному опыту?

МЕЖДУНАРОДНЫЙ ОПЫТ

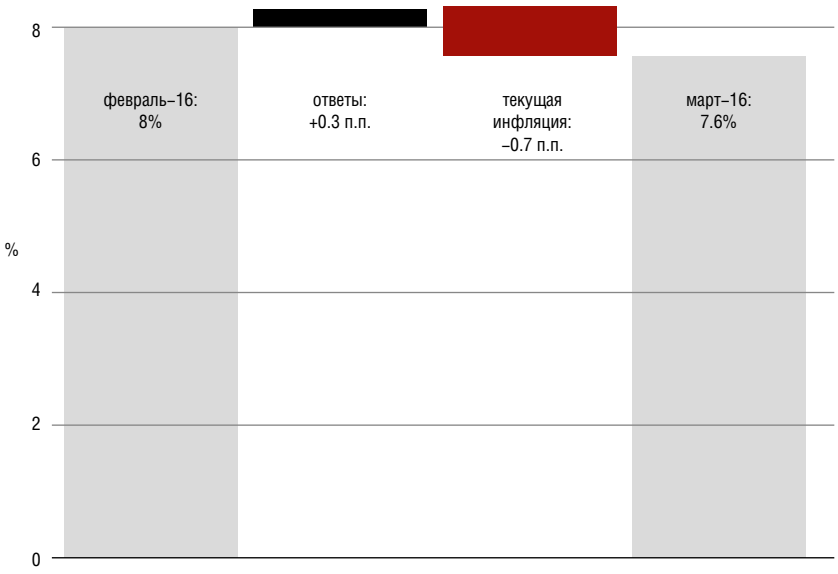
Принято считать, что инфляционные ожидания используются для прогнозирования инфляции, а также для повышения точности таких прогнозов. Однако мировая практика таргетирования инфляции свидетельствует о невысокой предсказательной силе инфляционных ожиданий населения.

ЕЦБ, говоря о предсказательной силе инфляционных ожиданий населения, замечает, что посвященное им исследование Европейской комиссии «не лишено смысла, хотя методология измерений вызывает определенные вопросы». Банк Англии полагает, что ожидания настолько волатильны, что слишком частое обращение к ним как к источнику информации не имеет никакого смысла. Инфляционные ожидания населения должны использоваться властями сугубо для понимания того, как население видит текущую инфляционную картину.

В исследовании Федерального резервного банка Сент-Луиса сравниваются два подхода к измерению ожиданий — опросный метод, оценивающий ожидания населения, и «рыночный» метод, нацеленный на измерение ожиданий инвесторов. Авторы ис-

ЦЕНТРОБАНКИ В МИРЕ С ОСТОРОЖНОСТЬЮ ОТНОСЯТСЯ К ИНФЛЯЦИОННЫМ ОЖИДАНИЯМ НАСЕЛЕНИЯ

Рисунок 1
Изменение инфляционных ожиданий с февраля по март 2016 года



Источники: Банк России, «ВТБ Капитал»

ДЛЯ ОЦЕНКИ УРОВНЯ ДОВЕРИЯ К ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКЕ ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ НУЖНО ИЗМЕРЯТЬ НА ДОСТАТОЧНО ДЛИННЫХ ГОРИЗОНТАХ

следования приходят к выводу, что на всем горизонте измерения домохозяйства переоценивали будущую инфляцию сильнее, чем финансовые рынки. Среднеквадратическая ошибка прогноза роста цен, ожидаемого инвесторами, оказалась на 34% меньше, чем ошибка прогноза домохозяйств.

Банк Мексики отмечает, что предсказательная способность потребительских инфляционных ожиданий, проверенная на различных индикаторах инфляции, оказалась слабой. Даже если рассматривать инфляцию в категории часто приобретаемых товаров (к чему потребительские настроения должны быть по идее чувствительнее всего), то с предсказанием и ее будущих значений инфляционные ожидания справлялись плохо.

Национальный банк Польши приходит к выводу, что при прогнозировании инфляции экспертные оценки дают существенно более точный результат, нежели инфляционные ожидания населения.

Таким образом, центробанки в мире относятся с осторожностью к инфляционным ожиданиям населения. Потребительские инфляционные ожидания оказываются слабым опережающим индикатором будущей инфляции, в то время как ожидания аналитического сообщества и рынка могут справляться с этой задачей лучше.

О ЧЕМ ГОВОРЯТ ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ НАСЕЛЕНИЯ В РОССИИ?

В нашем исследовании мы решили обратиться к инфляционным ожиданиям населения, на которые Банк России ссылается, пожалуй, чаще всего. Из двух возможных оценок, прямой и квантифицированной, обычно именно вторая используется как определение инфляционных ожиданий. Ее преимущество заключается еще и в том, что на качественные вопросы респонденты обычно отвечают более охотно, чем на прямые. В ходе исследования мы попытались получить ответы на три вопроса. Во-первых, от чего зависит динамика инфляционных ожиданий? Во-вторых, зачем они нужны? И, в-третьих, существуют ли они вообще?

ОТ ЧЕГО ЗАВИСИТ ДИНАМИКА ИНФЛЯЦИОННЫХ ОЖИДАНИЙ?

Ответ на этот вопрос, казалось бы, очевиден. С содержательной точки зрения на динамику настроений населения оказывает влияние изменение цен на товары, пользующиеся наибольшим спросом, — продукты питания и бензин. Однако с точки зрения математики ответ будет иным.

Рассмотрим отчет Банка России за март 2016 года, который фиксирует снижение ожиданий до 7.6% против 8.0% в феврале. Для реализации алгоритма требуется два вводных параметра: текущая инфляция и распределение ответов на вопрос о будущей динамике цен, предлагающий выбор из нескольких вариантов ответа. Сначала мы принимаем более старое значение инфляции за «текущее» (применительно к рассматриваемому отчету — за февраль), но проецируем его на ответы, содержащиеся в следующем (мартовском) опросе. Такая схема повысила оценку ожиданий на 0.3 п.п. (до 8.3%), так как в марте доля респондентов, ожидающих ускорения инфляции, возросла до 18% против 15% в феврале. Оставшаяся разница между рассчитанными нами на предыдущем этапе 8.3% и окончательной оценкой (7.6%) объясняется снижением текущей инфляции — с примерно 8.1% в феврале до 7.2% в марте.

Таким образом, изменения инфляционных ожиданий могут в равной степени отражать как колебания текущей инфляции, так и изменение распределения ответов в опросе. При сопоставимой величине таких изменений уровень текущей инфляции имеет большее значение, чем реакция респондентов. Но чтобы не делать вывод из частного случая, мы решили рассмотреть вопрос с более общей точки зрения. Мы оценили чувствительность инфляционных ожиданий к двум факторам: 1) изменению доли респондентов, ожидающих ускорения инфляции, и 2) изменению уровня текущей инфляции. Рисунки 2 и 3 иллюстрируют эластичность инфляционных ожиданий.

Эластичность к изменению каждого из вводных параметров на 1 п.п. составляет примерно 0.01 и 1.0 соответственно. **Это означает, что эластичность показателя ожиданий к текущей инфляции существенно выше, чем к изменению распределения ответов в опросе. Когда ориентиром монетарной политики являются инфляционные ожидания, фактически в ее основе лежат искаженные оценки текущей инфляции.**

ЗАЧЕМ НУЖНЫ ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ?

Инфляционные ожидания помимо повышения точности прогнозов (эффективность чего не подтверждается международным опытом) могут служить индикатором степени доверия к политике Центробанка. Если ожидания демонстрируют бóльшую стабильность, чем фактически наблюдаемая инфляция, это может говорить о том, что домохозяйства уверены в способности регулятора поддерживать рост цен у целевого показателя.

Для оценки уровня доверия к денежно-кредитной политике инфляционные ожидания нужно измерять на достаточно длинных горизонтах, где используемые регулятором инструменты способны ощутимо повлиять на потребительский спрос, а текущие шоки предложения успевают сойти на нет. Однако год (период, о котором спрашивается в исследовании Банка России) — это слишком короткий горизонт. Для затухания шоков предложения этого времени явно мало. Если же мы говорим о факторах спроса, то Центробанку также не хватит года, чтобы в достаточной степени воздействовать на них. **Из этого следует, что исследование ЦБ и ФОМ едва ли можно использовать для оценки изменений в уровне доверия к ДКП.**

СУЩЕСТВУЮТ ЛИ ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ?

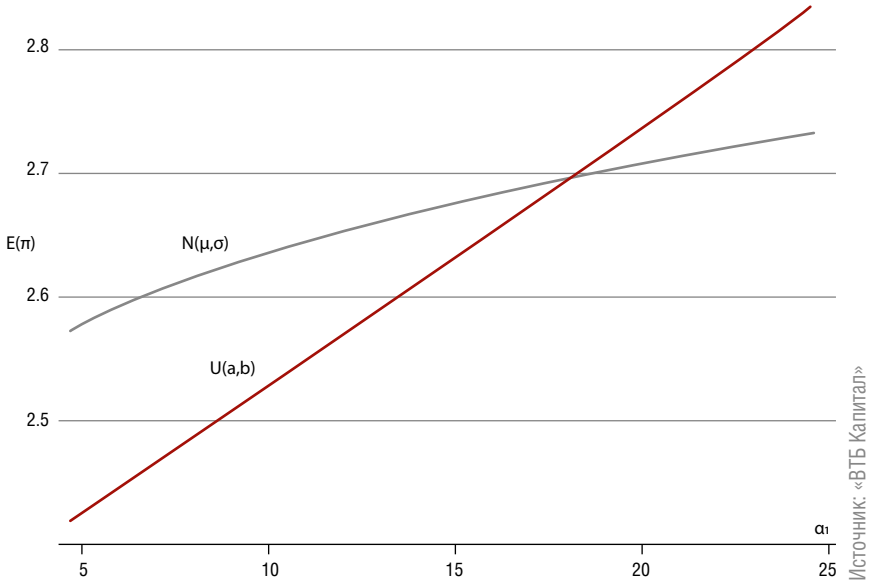
В материале ЦБ «О квантификации инфляционных ожиданий Банком России»[1] сказано, что «всего не смогли дать интервальную оценку или дали несостоятельную оценку около 50% респондентов, что свидетельствует либо о слабом представлении населения о том, какого порядка числа описывают инфляцию в России, либо о недостаточно внимательном отношении респондентов к вопросам опроса ФОМ». Таким образом, половина всех опрошенных либо вовсе не смогли сказать, какой может быть инфляция через год, либо их ответ противоречил ответу на другой вопрос о будущей динамике цен.

Как поступает Банк России? Он исключает из выборки все «несостоятельные» ответы, в результате чего оставшиеся ответы дают более устойчивую оценку инфляционных ожиданий. Однако наши расчеты показывают, что аналогичное качество выборки (и даже лучшее, 60% состоятельных ответов) можно получить, сгенерировав ответы респондентов случайным образом и проделав процедуру, аналогичную той, что делает Банк России.

Этим мы не пытаемся сказать, что попытки создать подход для оценки инфляционных ожиданий не имеют смысла. Скорее наоборот: обнаруженное нами довольно низкое качество данных указывает на необходимость более тщательного изучения того, как люди принимают решения и, в частности, какую роль в этом процессе играют прогнозы цен — а значит и то, каким образом эти прогнозы формируются в сознании потребителей.

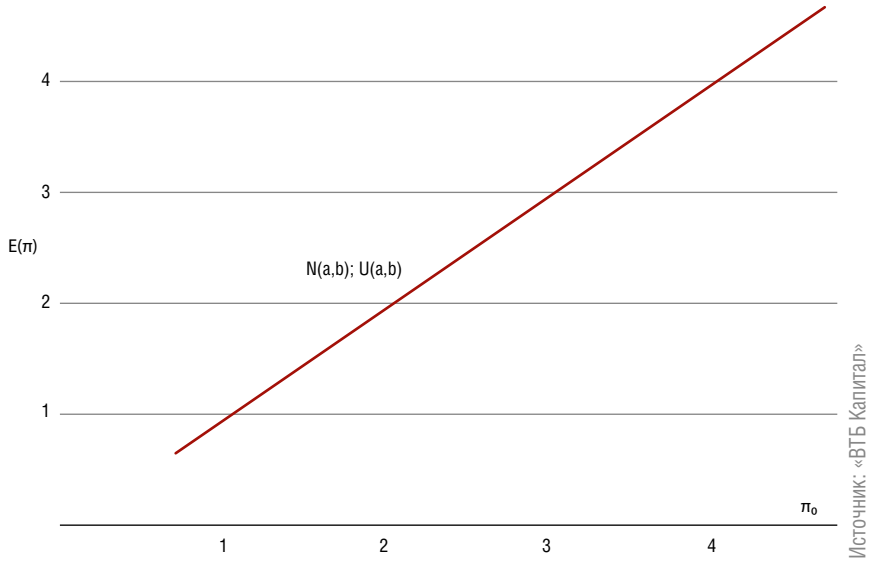
ТРИ ВЫВОДА

1. С учетом ограничений и особенностей данных основными индикаторами инфляционных ожиданий для нас являются данные финансового рынка и опросов профессиональных прогнозистов.
2. Опросы предприятий имеют все предпосылки стать важным сигналом, но сегодня они публикуются систематически после решения по ставке в докладе о ДКП, а значит, не имеют прогнозной силы.
3. Данные опросов населения по инфляционным ожиданиям имеют низкую предсказательную силу, но могли бы стать интереснейшим и уникальным источником информации, если бы Банк России начал раскрывать первичные микроданные.



Источник: «ВТБ Капитал»

Рисунок 2
Эластичность к изменению доли респондентов, ожидающих ускорения инфляции (α_1), с использованием равномерного и нормального распределений



Источник: «ВТБ Капитал»

Рисунок 3
Эластичность к изменению текущей инфляции (π_0) с использованием равномерного и нормального распределений

[1] https://www.cbr.ru/publ/MoneyAndCredit/hasanov_03_15.pdf