



Банк России



ПРИРОДА ИНФЛЯЦИОННЫХ ОЖИДАНИЙ ПРЕДПРИЯТИЙ: РЕЗУЛЬТАТЫ ОПРОСА

Аналитическая записка

Н. Карлова, Е. Пузанова, И. Богачева, А. Морозов

февраль 2019

СОДЕРЖАНИЕ

Введение.....	4
1. Неоднородность инфляционных ожиданий	6
2. Воспринимаемая инфляция.....	14
3. Факторы инфляционных ожиданий.....	16
Литература.....	19
Приложение 1	21
Приложение 2.....	22

Настоящий материал подготовлен Департаментом исследований и прогнозирования. Все права защищены. Содержание настоящей записки отражает личную позицию авторов и может не совпадать с официальной позицией Банка России. Банк России не несет ответственности за содержание записки. Любое воспроизведение представленных материалов допускается только с разрешения авторов.

Фото на обложке: Shutterstock.com

Адрес: 107016, Москва, ул. Неглинная, 12
Телефон: +7 495 771-91-00, +7 495 621-64-65 (факс)
Официальный сайт Банка России: www.cbr.ru

© Центральный банк Российской Федерации, 2019

В аналитической записке представлены результаты проведенного по заказу Департамента исследований и прогнозирования Банка России опроса промышленных предприятий об их инфляционных ожиданиях. Представленные ниже выводы основаны исключительно на данных конкретного опроса, размер и характеристики выборки могли повлиять на точность оценок.

Данные опроса подтверждают, что инфляционные ожидания предприятий (медианное значение на 2018 г. – 7,5%, на 12 месяцев и 3 года – 5,5%) существенно превышают как потребительскую инфляцию (ИПЦ), так и цель Банка России по инфляции и остаются слабо заякоренными. Тем не менее целевые ориентиры Банка России постепенно становятся значимым фактором при формировании ожиданий по инфляции.

Ряд исследований в мировой литературе показывают, что существует несколько формальных критериев, позволяющих говорить о заякоренности инфляционных ожиданий экономических агентов. Инфляционные ожидания заякорены, если они не чувствительны к динамике фактической инфляции (Ehrmann, 2014), не реагируют на изменения краткосрочных инфляционных ожиданий (Łyziak и Paloviita, 2017), подвержены влиянию со стороны центрального банка (King, 2005), не чувствительны к макроэкономическим новостям (Gürkaynak и соавт., 2007).

Результаты нашего опроса свидетельствуют о наличии следующих признаков незаякоренности инфляционных ожиданий российских предприятий относительно цели Банка России по инфляции:

- во-первых, наблюдается высокая степень неоднородности в уровне ожиданий, которая вызвана неравномерным распределением среди предприятий знаний об экономике и финансах, а также информации о текущей экономической ситуации. Кроме того, разнородность ожиданий связана с тем, что предприятия ориентируются на разные оценки ожидаемой инфляции: используют собственные инфляционные ожидания или полагаются на официальные прогнозы (Правительства Российской Федерации, Банка России) и прогнозы профессиональных экспертов;

- во-вторых, при формировании своих краткосрочных и среднесрочных ожиданий предприятия ориентируются преимущественно на прошлую и текущую инфляцию, то есть ожидания оказываются чувствительными к изменениям фактической инфляции, что приводит к их нестабильности, свидетельствующей о незаякоренности. В свою очередь представления экономических агентов о текущем уровне инфляции в большей степени основываются на их субъективном восприятии темпов роста цен, а не на официальных данных. Это приводит к завышенным инфляционным ожиданиям;

- в-третьих, оценки предприятиями будущей инфляции пока слабо привязаны к цели по инфляции Банка России, хотя часть предприятий уже ориентируется на прогнозы Банка России (у таких предприятий медианные инфляционные ожидания ниже на 0,5 п.п. по сравнению с выборкой в целом).

По опыту многих стран, которые перешли на политику инфляционного таргетирования, заякоренность инфляционных ожиданий происходит постепенно, с разным временным лагом для развитых и развивающихся экономик и зависит от начальных экономических условий при переходе к данному режиму (Roger и Stone, 2005; Mishkin и Schmidt-Hebbel, 2007; Adrian и соавт., 2018). Высокая неоднородность и слабая заякоренность инфляционных ожиданий у российского бизнеса свидетельствуют о сохранении адаптационных процессов, при которых наблюдается снижение инфляции до целевого уровня при относительно повышенных ожиданиях. Кроме того, ряд исследований указывает на то, что даже при многолетнем таргетировании инфляции в условиях возникновения различных шоков может отмечаться слабая заякоренность ожиданий по инфляции (Kumar и соавт., 2015; Saldarriaga и соавт., 2017; Miyajima и Yetman, 2018).

Для усиления воздействия проводимой денежно-кредитной политики на процесс формирования и заякоривания инфляционных ожиданий предприятий основными задачами Банка России являются:

- активное взаимодействие с представителями бизнеса, в том числе в регионах, с целью распространения информации о ситуации в экономике, а также о текущем и ожидаемом уровне инфляции;

- дальнейшая реализация мер по улучшению финансовой грамотности экономических агентов.

Введение

Управление среднесрочными инфляционными ожиданиями является одной из главных задач денежно-кредитной политики в условиях режима инфляционного таргетирования, направленного на поддержание стабильно низкого уровня инфляции в среднесрочной перспективе. Такой уровень задается в виде конкретного значения или узкого диапазона.

Заякоренность среднесрочных инфляционных ожиданий (то есть их неизменность при колебаниях фактической инфляции) и их нахождение на уровне цели по инфляции – важнейшие критерии успеха политики инфляционного таргетирования. Такая заякоренность дает возможность центральному банку проводить более гибкую контрциклическую политику, не реагируя через процентную политику на резкие временные всплески и падения цен (IMF, 2018).

Понимание природы инфляционных ожиданий дает представление о факторах, которые влияют на их формирование и трансляцию в изменение поведения экономиче-

ских агентов и в конечном счете в цены (Coibion, Gorodnichenko и Ropele, 2018). На основе этой информации определяются элементы коммуникационной стратегии центральных банков и другие шаги, которые влияют на ожидания экономических агентов, делая их более рациональными и обоснованными. Изучение инфляционных ожиданий позволяет также измерять уровень доверия экономических агентов к проводимой центральными банками монетарной политике, а также лучше прогнозировать будущую инфляцию.

В связи с этим одной из важных задач для центральных банков является мониторинг инфляционных ожиданий экономических агентов и их количественное измерение. Для этого используются различные методологические подходы. Количественная оценка инфляционных ожиданий может быть получена с помощью построения экономико-математических моделей. Однако результаты расчетов по таким моделям зависят от характера формирования инфляционных ожиданий (рациональных или адаптивных).

В большинстве стран информацию об ожиданиях относительно будущей инфляции получают из опросов различных групп экономических агентов. Опросы позволяют выявить факторы в основе поведения агентов, которые оказываются вне поля зрения при проведении модельных расчетов. Данный подход имеет некоторые недостатки, связанные с возможными ошибками измерения качественных данных и чувствительностью к способам формулирования вопроса. Существуют различные методы квантификации (количественной оценки) инфляционных ожиданий (вероятностный, регрессионный, балансовый и логистический), однако все они отражают некоторую зависимость между текущей инфляцией и инфляционными ожиданиями. К тому же выбор метода квантификации ожиданий прямо влияет на полученные результаты, вследствие чего выводы по итогам опроса могут несколько отличаться.

Проблема квантификации качественной информации относительно ожиданий возникает, как правило, при опросах домохозяйств, которые не всегда способны дать точную оценку будущей инфляции, в то время как опросы компаний имеют большую прогностическую способность для определения будущих темпов инфляции, чем опросы домохозяйств. Это связано с тем, что статистика по ожиданиям предприятий может быть представлена и в количественном виде – предприятия нуждаются в планировании своей деятельности, в том числе будущих цен на свою продукцию (услуги).

В данной аналитической записке представлены результаты опроса¹ промышленных предприятий, проведенного по заказу Департамента исследований и прогнозирования Банка России в июне 2018 года. В ходе исследования предполагалось:

¹ В аналитической записке представлены результаты единовременного специализированного опроса предприятий обрабатывающей промышленности, проведенного в июне 2018 году по заказу Департамента исследований и прогнозирования Банка России. В опросе участвовало 481 предприятие всех отраслей обрабатывающей промышленности из различных регионов России. Состав выборки представлен разными по размеру типами компаний. Из общего объема выборки 29,1% компаний относится к малым и средним предприятиям с численностью работников до 250 человек; 46,4% компаний представляют крупные предприятия с численностью от 250 до 1000 человек. На очень крупные компании со штатом свыше 1000 человек приходится 24,5% респондентов. Анкета опроса и участники опроса не повторяют анкету и выборку, которые используются при проведении ежемесячного конъюнктурного опроса предприятий нефинансового сектора Банком России. Описание выборки и перечень используемых в анкете вопросов по теме инфляционных ожиданий представлены в Приложении.

- количественно измерить инфляционные ожидания предприятий;
- проанализировать причины неоднородности инфляционных ожиданий среди различных групп предприятий;
- изучить факторы, которые могут оказывать влияние на инфляционные ожидания российских предприятий;
- оценить стабильность инфляционных ожиданий, особенно среднесрочных, и их чувствительность к изменениям в денежно-кредитной политике Банка России.

1. Неоднородность инфляционных ожиданий

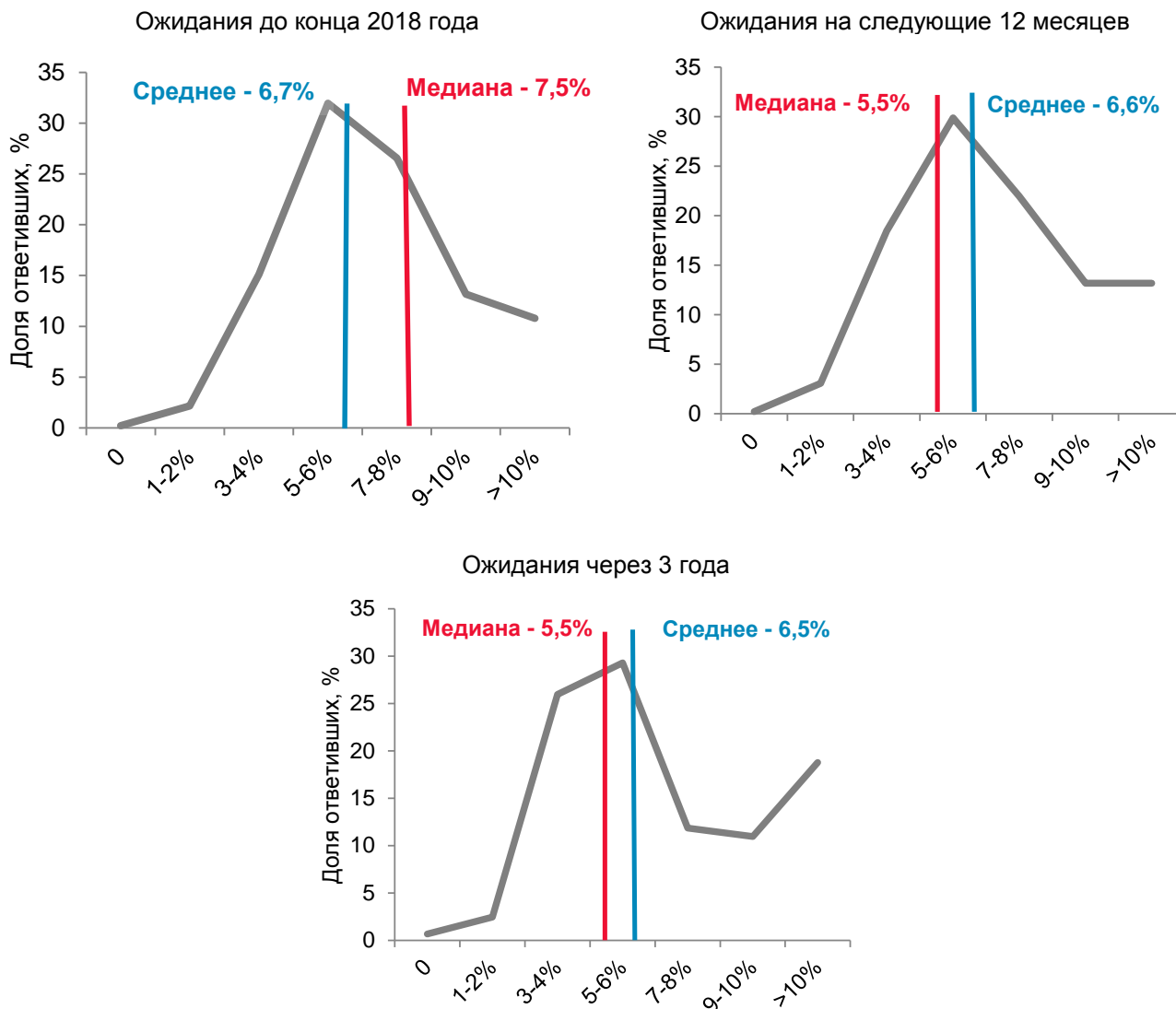
Имеющийся в мировой литературе опыт изучения инфляционных ожиданий показывает разнообразие в подходах к их измерению, что может влиять на получаемые результаты (De Vruin и соавт., 2012). Речь идет прежде всего о формулировке вопросов. В качестве оценки инфляционных ожиданий можно спрашивать об ожидаемом уровне «цен в целом», «потребительских цен» или «цен на продукцию предприятий». Однако подобные формулировки актуализируют ответы, в которых говорится о наиболее видимых и заметных на момент опроса ценах. В свою очередь уровень отпускных цен предприятий не всегда является отражением их инфляционных ожиданий, поскольку есть и другие факторы (конкурентная среда, контракты и прочие), которые влияют на эффект переноса ожиданий в цены. В нашем исследовании респондентам предлагалось оценить ожидаемый уровень инфляции на краткосрочный (на полгода вперед и на 12 месяцев) и на среднесрочный (через 3 года) периоды. Такая формулировка вопроса формирует в сознании респондентов представления, гораздо более близкие к тому, что подразумевается под термином «инфляция».

Для оценки ожидаемой инфляции используются среднее значение и медиана вариационного ряда. Оценкой неоднородности ожиданий является их дисперсия на разных горизонтах планирования.

При ответе на вопрос о краткосрочном прогнозе инфляции на 2018 г. предприятия дают оценки своим полугодовым инфляционным ожиданиям, так как опрос проводился в июне 2018 года. По состоянию на июнь среднее значение ожидаемой предприятиями инфляции в 2018 г. составило 6,7%, медианное – 7,5% (см. Рис. 1). Таким образом, ожидания предприятий превысили фактическую инфляцию (прирост потребительских цен) по итогам года.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ОТВЕТОВ ПО ИНФЛЯЦИОННЫМ ОЖИДАНИЯМ ПРЕДПРИЯТИЙ НА РАЗНЫХ ГОРИЗОНТАХ ПЛАНИРОВАНИЯ

Рис. 1



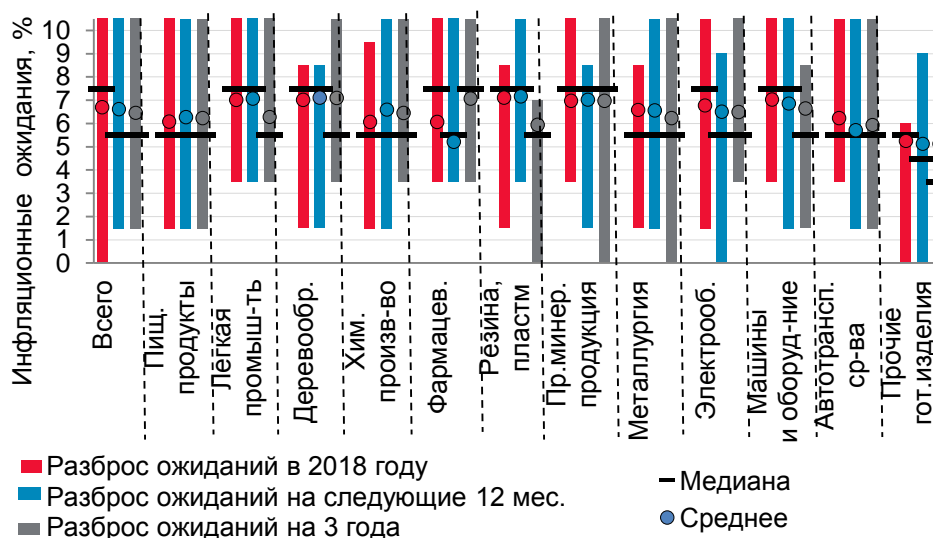
Источник: результаты опроса предприятий

Результаты опроса говорят о неоднородности формирования ожиданий среди предприятий. При этом очевидна несимметричность распределения ожиданий – наблюдается сдвиг распределения ответов в сторону больших значений. Основная концентрация оценок предприятий по инфляции на 2018 г. сосредоточена в диапазоне 5–6% (32% предприятий). Более чем у половины респондентов (51%) оценки по инфляции превышают этот уровень и имеют широкий разброс – в интервале 7–10% и выше. Таким образом, у 83% опрошенных предприятий значение ожидаемой инфляции по итогам 2018 г. оказалось выше 4%, то есть выше целевого значения Банка России. И только у 15% предприятий ожидаемая инфляция оказалась близкой к целевому ориентиру (в диапазоне 3–4%).²

² Строго говоря, респонденты были вольны самостоятельно интерпретировать понятие «инфляция». Поэтому, возможно, часть из них могла понимать под инфляцией рост издержек предприятия, рост отпускных цен в отрасли, персональную инфляцию и так далее.

ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ* В РАЗРЕЗЕ ОТРАСЛЕЙ
ОБРАБАТЫВАЮЩЕЙ ПРОМЫШЛЕННОСТИ

Рис. 2



*Ответы предприятий по ожидаемой инфляции предполагают выбор ими интервальных значений. Крайними точками последовательности интервалов являются «0%» и «более 10%». Для расчета медианы и средней определяются средние величины интервальных значений. В закрытом интервале серединным значением является полусумма значений нижней и верхней границ. В случае открытых интервалов предполагается, что расстояние между границами данного интервала такое же как в соседнем интервале.

Источник: результаты опроса предприятий

При этом разница в инфляционных ожиданиях как между отраслями, так и внутри группы предприятий одной отрасли также очень высока (см. Рис. 2). Оценка инфляции на 2018 г. ниже среднего по выборке значения наблюдается в отраслях, ориентированных в основном на производство потребительских товаров, таких как фармацевтическая³ и пищевая продукция (по 6,1%), автотранспортные средства (6,2%), прочие готовые изделия (5,3%).⁴ Как участники потребительского рынка, эти предприятия в большей степени вовлечены в формирование потребительских цен. Кроме того, инфляционные ожидания ниже в отраслях, ориентированных на экспорт: в химической промышленности (6,1%) и металлургии (6,6%), где доминируют крупные предприятия, которые, как правило, уделяют большое внимание прогнозам рынка и цен. Завышенные ожидания (более 7%) на 2018 г. показали предприятия промежуточных и инвестиционных отраслей, производящие резину и пластмассы (7,1%), машины и оборудование (7,0%), строительные материалы (7,0%), продукцию деревообработки (7,0%) и продукцию легкой промышленности (7,0%).

При увеличении горизонта планирования уровень ожидаемой инфляции у предприятий снижается. При этом происходит смещение распределения в сторону меньших значений. Среднее и медианное значения инфляции у предприятий на следующие 12 месяцев составили 6,6 и 5,5% соответственно, что меньше, чем на ближайшие пол-

³ Фармацевтическая промышленность представлена в выборке семью предприятиями, поэтому оценки респондентов в данной отрасли могут быть не вполне репрезентативными.

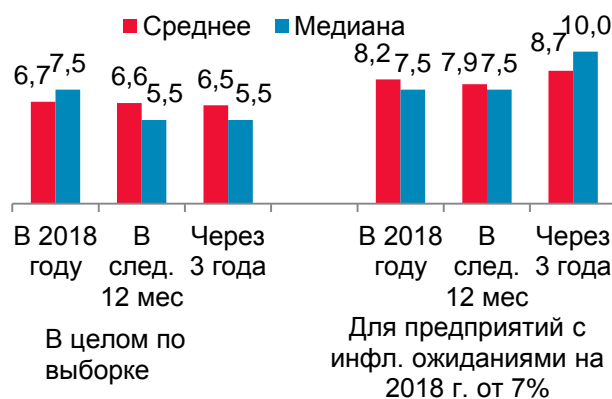
⁴ Поскольку опрос проводился в июне 2018 года, ответы респондентов не отражают произошедшее во второй половине года ускорение роста потребительских цен, в частности цен на продовольствие.

года (см. Рис. 1). Через 3 года среднее значение ожидаемого уровня инфляции снизилось до 6,5%, а медиана осталась на уровне 5,5% (см. Рис. 1). В результате при прогнозе на среднесрочный период увеличилась доля респондентов с оценками инфляции, близкими к целевому ориентиру Банка России (до 26%), в то время как доля предприятий с завышенными ожиданиями уменьшилась (до 71%). Таким образом, в целом предприятия со временем ожидают замедления инфляции относительно наблюдаемого ими уровня.

Вместе с тем предприятия с завышенными *краткосрочными* инфляционными ожиданиями относительно средней по выборке имеют более высокие темпы инфляции и на *среднесрочную* перспективу (см. Рис. 3).

СРЕДНЯЯ И МЕДИАННАЯ ОЦЕНКИ ПРЕДПРИЯТИЯМИ ИНФЛЯЦИИ ПО ИТОГАМ 2018 Г. (%)

Рис. 3



Источник: результаты опроса предприятий

Для сравнения: согласно медианной оценке ООО «инФОМ», инфляционные ожидания населения на следующие 12 месяцев в июне 2018 г. составляли 9,8%, что значительно превышает оценки, полученные в результате опроса предприятий. Этот результат ожидаем. Он объясняется более высоким уровнем экономических и финансовых знаний руководства предприятий по сравнению с домохозяйствами.

С увеличением периода оценки инфляционных ожиданий мы также наблюдаем усиление их разнородности. Это может свидетельствовать о том, что среднесрочные инфляционные ожидания российских предприятий не являются заякоренными. Так, в целом по выборке разброс оценок по инфляции на среднесрочную перспективу на треть превышает оценку уровня инфляции на более короткий период (см. Рис. 4). Наиболее заметная дисперсия оценок отмечается у производителей прочих готовых изделий (в 2,6 раза), автотранспортных средств (в 2 раза), металлургической, пищевой и химической продукции (в 1,6 раза).

ДИСПЕРСИЯ ИНФЛЯЦИОННЫХ ОЖИДАНИЙ НА РАЗНЫХ ГОРИЗОНТАХ ПЛАНИРОВАНИЯ (П.П.)

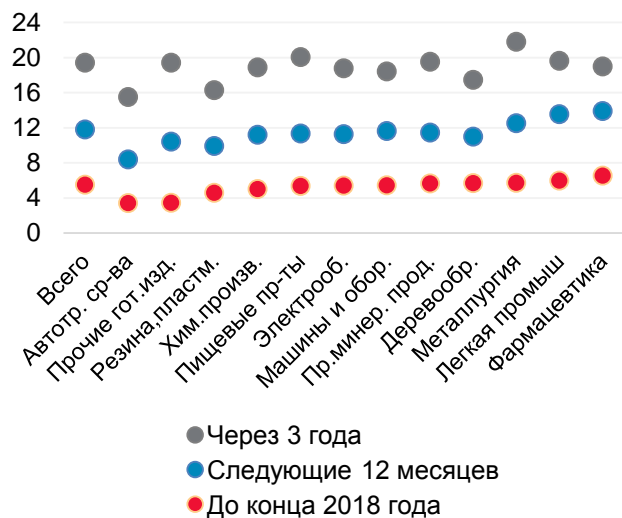


Рис. 4 ПРЕДСТАВЛЕНИЯ РЕСПОНДЕНТОВ О ЦЕЛЕВОМ ОРИЕНТИРЕ ПО ИНФЛЯЦИИ БАНКА РОССИИ

Рис. 5



Источник: результаты опроса предприятий

Источник: результаты опроса предприятий

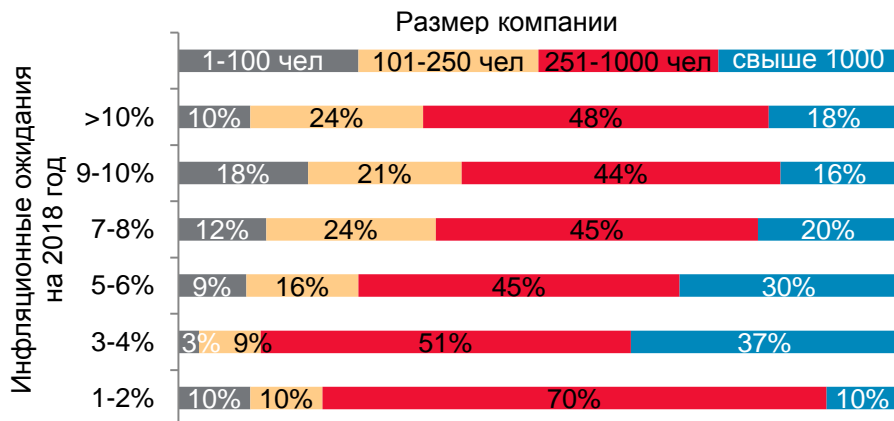
Существующая неоднородность инфляционных ожиданий свидетельствует об их недостаточной привязке к целевому ориентиру по инфляции. О том, что целевой ориентир Банка России по инфляции составляет 4%, знают 48% предприятий (см. Рис. 5), 33% не имеют представления о его значении, 9% опрошенных считают таргетом уровень инфляции выше 4%, а 6% респондентов – ниже этого уровня. Полученный результат косвенно указывает на широкое распространение мнения об агностической природе инфляции, ее немонетарном характере, невозможности на нее повлиять мерами денежно-кредитной политики.

Гетерогенность инфляционных ожиданий может быть вызвана неравномерным распределением знаний об экономике и финансах, а также информации о текущей экономической ситуации среди экономических агентов. К тому же предприятия различаются по возможностям обрабатывать экономическую информацию. Соответственно, они несут разные издержки, связанные с ошибочными бизнес-решениями, принятыми в результате расхождения с реальностью своих представлений об инфляции и инфляционных ожиданий.

В нашем исследовании подтверждается предположение о том, что крупные компании, обладающие квалифицированным персоналом в области экономики и финансов, собирающие и анализирующие релевантную информацию, должны иметь более низкие инфляционные ожидания, которые приближены к фактической инфляции и официальным прогнозам. В то же время малые и средние предприятия склонны к завышенным оценкам ожидаемой инфляции. Например, среди респондентов, ожидающих инфляцию до конца года на уровне 3–4%, на крупные (251–1000) и крупнейшие (свыше 1000 человек) предприятия пришлось 88% (см. Рис. 6). Также высокая доля крупных предприятий (порядка 80%) оценивала инфляцию в пределах 1–2%. Недооценка инфляции, скорее всего, связана с тем, что опрос проводился до изменений курса рубля в августе 2018 г.

ОЦЕНКИ ИНФЛЯЦИОННЫХ ОЖИДАНИЙ НА 2018 Г. В ЗАВИСИМОСТИ ОТ РАЗМЕРА КОМПАНИИ (ДОЛЯ ОТВЕТИВШИХ, %)

Рис. 6



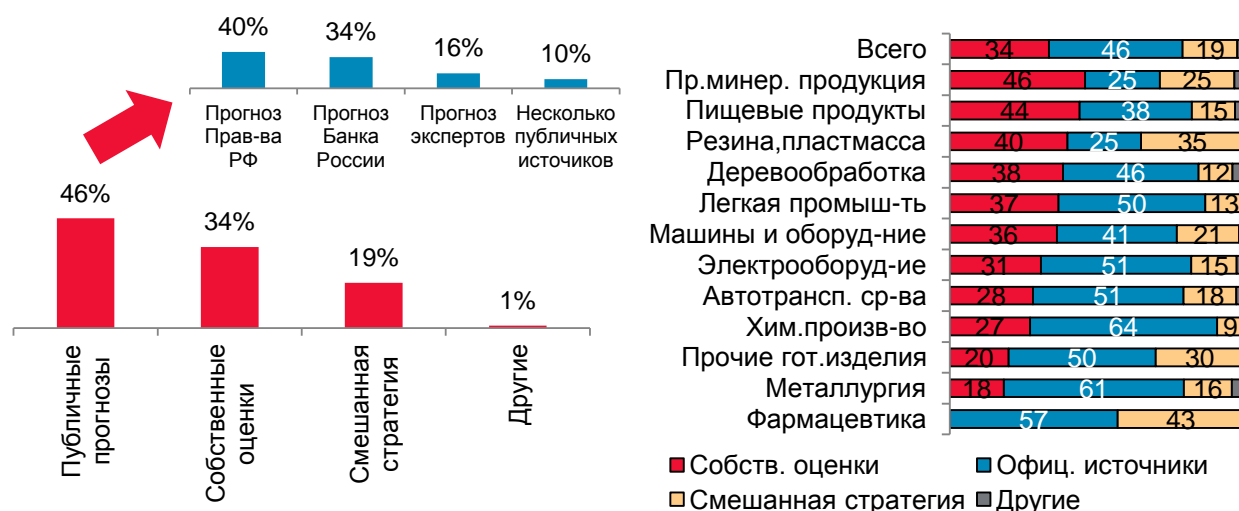
Источник: результаты опроса предприятий

Использование предприятиями разных источников информации также является одной из причин неоднородности ожиданий. Предприятия при формировании ожиданий ориентируются не только на собственные оценки, но и полагаются на официальные источники и прогнозы более информированных агентов – профессиональных экспертов. При этом распространение информации происходит постепенно.

Около 46% респондентов формируют свои ожидания по инфляции, преимущественно полагаясь на прогнозы официальных источников (Правительства Российской Федерации, Банка России) и профессиональных участников рынка. У 34% предприятий представление о будущей инфляции складывается только на основе собственных прогнозов. Некоторые респонденты ориентируются как на собственные оценки, так и на публичные прогнозы, то есть применяют смешанную стратегию (19%) (см. Рис. 7).

ХАРАКТЕРИСТИКА ПРЕДПРИЯТИЙ, КОТОРЫЕ ОРИЕНТИРУЮТСЯ НА РАЗНЫЕ ИСТОЧНИКИ ПРОГНОЗОВ ПО ИНФЛЯЦИИ (ДОЛЯ ОТВЕТИВШИХ, %)

Рис. 7



Источник: результаты опроса предприятий

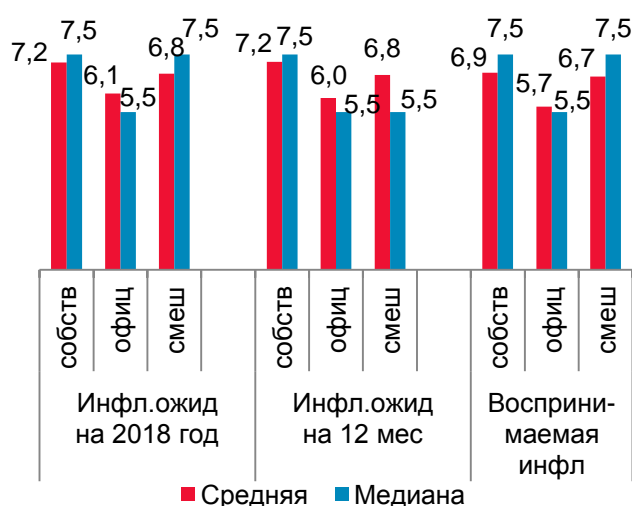
Как правило, производители гораздо чаще, чем домохозяйства, используют публичные прогнозы. В связи с этим неодинаковые ориентиры по прогнозной инфляции у экспертов и органов государственной власти могут вызвать изменчивость и неоднородность инфляционных ожиданий у предприятий. Из тех, кто ориентируется на публичные прогнозы, 40% при формировании своих инфляционных ожиданий учитывают прогноз Правительства Российской Федерации, 34% – прогноз Банка России.

Интересно отметить, что у предприятий, ориентирующихся на публичные прогнозы, инфляционные ожидания на краткосрочную перспективу ниже, чем у предприятий, полагающихся на собственные оценки или использующих смешанную стратегию (см. Рис. 8). При этом оценки уровня инфляции компаний, которые учитывают прогноз Банка России, на 0,5 п.п. ближе к 4%-ной цели по инфляции в среднесрочной перспективе, если смотреть на медианные значения (см. Рис. 9). Можно сказать, что у данной группы предприятий выше степень доверия к проводимой монетарными властями денежно-кредитной политике.

Среди отраслей, полагающихся на публичные данные, высокая доля предприятий в химической промышленности (64% предприятий), металлургии (61%), фармацевтике (57%), производстве электрооборудования (51%), автотранспортных средств (51%) (см. Рис. 7). Как уже было отмечено, среднее значение инфляционных ожиданий в этих отраслях ниже среднего по выборке в целом.

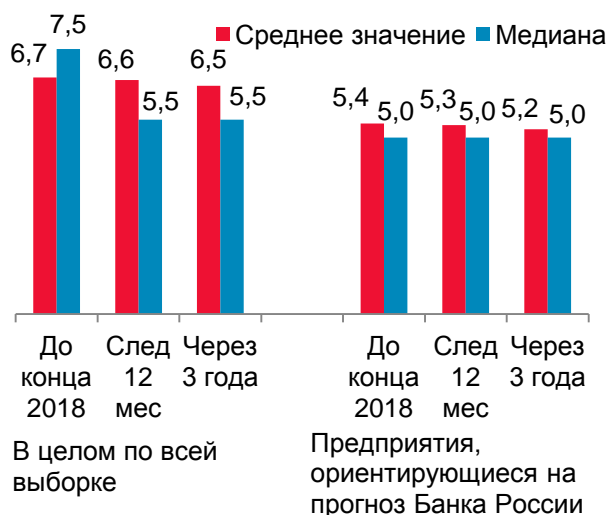
ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ, ОРИЕНТИРУЮЩИХСЯ НА РАЗНЫЕ ИСТОЧНИКИ ПРОГНОЗА ИНФЛЯЦИИ (%)

Рис. 8



ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ, ОРИЕНТИРУЮЩИХСЯ НА ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ (%)

Рис. 9



Источник: результаты опроса предприятий

Источник: результаты опроса предприятий

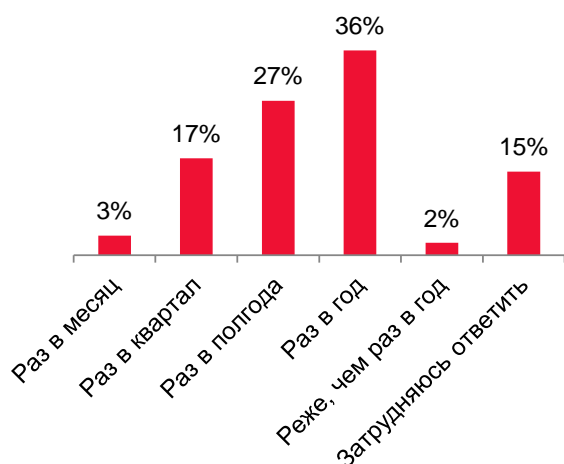
Частота пересмотра ожиданий отражает степень их стабильности или заякоренности. Экономические агенты с определенной периодичностью обновляют свои прогнозы будущей инфляции и информацию, на основании которой они принимают решения. В определенный период времени часть агентов пересматривают свои прогнозы

по инфляции, остальные оставляют их прежними. В условиях шоков скорость корректировки ожиданий увеличивается. Среди опрошенных высока доля предприятий, которые пересматривают свои ожидания раз в полгода (27%) или раз в год (36%) (см. Рис. 10).

Наиболее стабильный срок пересмотра прогноза по инфляции показывают предприятия, ориентирующиеся на публичный прогноз, что объясняется частотой разработки и опубликования прогнозов органами государственной власти в официальных источниках (см. Рис. 11). Неизменность ожиданий у таких предприятий составляет около 9 месяцев. Чаще всего (почти через каждые 7 месяцев) пересматривают прогноз по инфляции предприятия, использующие собственные оценки. Несмотря на то что издержки получения информации у них выше, при возникновении каких-либо рыночных рисков они стремятся как можно более оперативно обновлять свои прогнозы.

У предприятий, которые относительно редко пересматривают свои прогнозы, уровень инфляционных ожиданий в среднем ниже (см. Рис. 12). Это говорит о том, что такие компании менее чувствительны к краткосрочным макроэкономическим шокам. Как мы уже отметили, основная часть таких предприятий использует публичные прогнозы, а их оценки более близки к официальному прогнозу по инфляции (см. Рис. 11). Так, 71% респондентов, ожидающих по итогам 2018 г. инфляцию на уровне 1–2%, пересматривают свои ожидания раз в год, а компании, ожидающие инфляцию в интервале от 3 до 4%, в своем большинстве пересматривают ожидания либо раз в год (53% ответивших), либо реже (4%). Реже чем один раз в полгода это делают 58–60% респондентов среди тех, кто ожидает ускорения инфляции до более чем 7%-ного уровня.

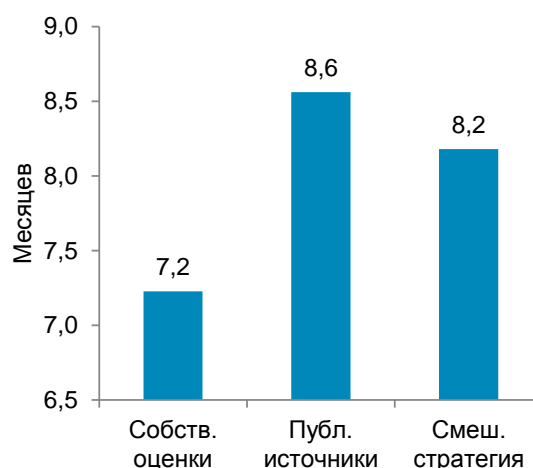
ЧАСТОТА ПЕРЕСМОТРА ОЖИДАНИЙ ПО ИНФЛЯЦИИ (ДОЛЯ ОТВЕТИВШИХ, %)



Источник: результаты опроса предприятий

Рис. 10 НЕИЗМЕННОСТЬ ОЖИДАНИЙ ПО ГРУППАМ ПРЕДПРИЯТИЙ, ОРИЕНТИРУЮЩИХСЯ НА РАЗНЫЕ ИСТОЧНИКИ ПРОГНОЗА ИНФЛЯЦИИ⁵

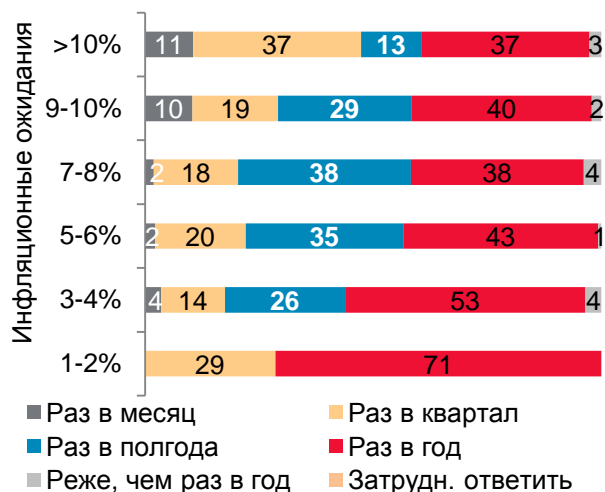
Рис. 11



Источник: результаты опроса предприятий

⁵ Средний период неизменности (жесткости) ожиданий: $R_i = \sum_j t_{ij} * s_{ij}$, где t_{ij} – период неизменности ожиданий; s_{ij} – доля соответствующих ответов; i – отрасль; j – вариант ответа в вопросе.

ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ НА 2018 Г. В ЗАВИСИМОСТИ ОТ ЧАСТОТЫ ИХ ОБНОВЛЕНИЯ *Рис. 12*



Источник: результаты опроса предприятий

СРЕДНИЙ СРОК НЕИЗМЕННОСТИ ОЖИДАНИЙ ПО ОТРАСЛЯМ *Рис. 13*



Источник: результаты опроса предприятий

Высокую стабильность оценок показывают производители фармацевтической продукции, автотранспортных средств, химической и пищевой продукции, которые чаще ориентируются на публичные прогнозы по инфляции и имеют более низкий уровень инфляционных ожиданий (см. Рис. 13).

2. Воспринимаемая инфляция

Расхождения в инфляционных прогнозах во многом объясняются *отличающимися представлениями экономических агентов о текущем уровне инфляции*. Респонденты формируют свои прогнозы относительно изменения цен в ближайшем будущем через восприятие нынешних изменений цен. В этом случае предприятия делают прогноз не инфляции, а своего восприятия инфляции. А инфляционные ожидания могут быть достаточно оторваны от реальной ситуации. Таким образом, чтобы снизить ожидаемый уровень инфляции, необходимо уменьшить текущий воспринимаемый темп инфляции.

Воспринимаемый темп инфляции выявляется с помощью вопроса о том, как предприятия оценивают уровень инфляции за последние 12 месяцев. Анализ полученных ответов показывает разрыв между воспринимаемой и официально регистрируемой инфляцией.

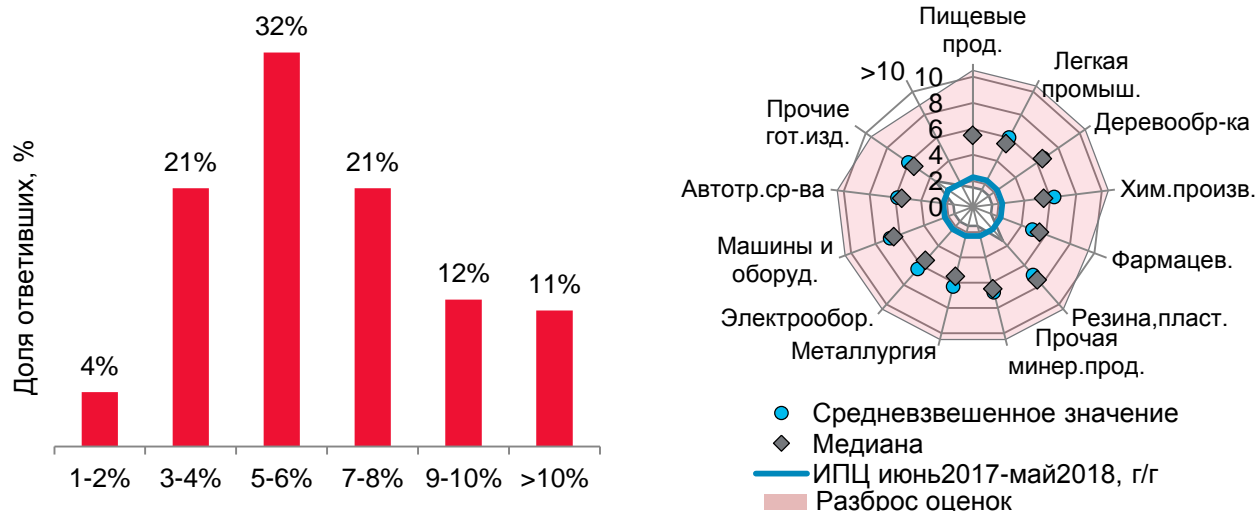
Так, по данным Росстата, в июне 2018 г. рост потребительских цен на товары и услуги за год составил 2,3% относительно предыдущего года. Среднее значение воспринимаемой инфляции за последние 12 месяцев у опрошенных предприятий находится на уровне 6,5%, медианное – 5,5%.

Высокий уровень инфляции, наблюдаемый за предыдущие 12 месяцев, отметили производители резины и пластмассы (медианное значение – 7,5%), стройматериалов

(6,5%), машин и оборудования (6,5%), продукции деревообработки (см. Рис. 14). Медианный уровень наблюдаемого респондентами субъективного темпа инфляции ниже в таких отраслях, как фармацевтика (5,5%), пищевая промышленность (5,5%), прочие готовые изделия (5,5%), легкая промышленность (5,5%), а также производство автотранспортных средств (5,5%). В основном все они показали более низкие инфляционные ожидания.

ОЦЕНКА ВОСПРИНИМАЕМОЙ ИНФЛЯЦИИ (ЗА ПОСЛЕДНИЕ 12 МЕСЯЦЕВ)

Рис. 14



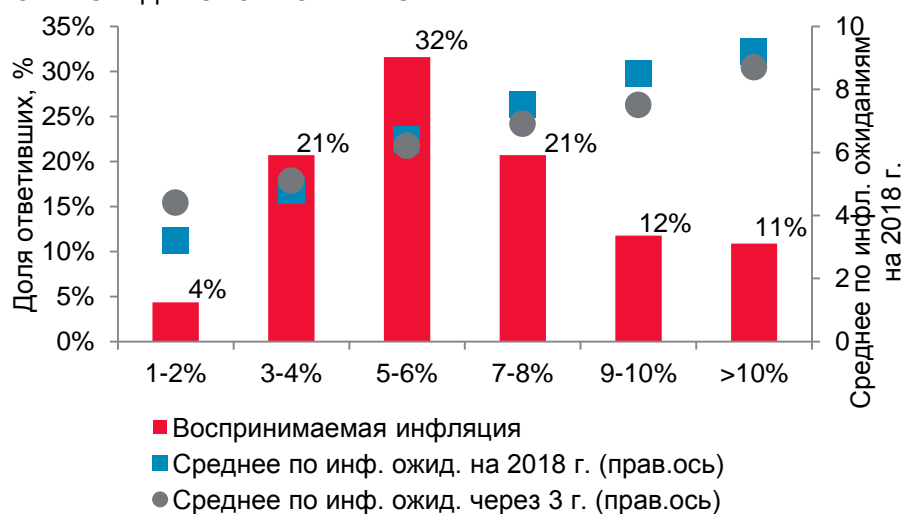
Источники: результаты опроса предприятий, Росстат

Чем выше воспринимаемая инфляция, тем выше оказываются инфляционные ожидания предприятий. И соответственно, прогнозы респондентов, в которых воспринимаемая инфляция близка к официальной статистике, находятся вблизи целевого уровня. Так, данные опроса показали, что у предприятий, оценивающих инфляцию за предыдущий год на уровне 1–2%, среднее значение инфляционных ожиданий на 2018 г. составило 3,2%, у тех, кто оценивал ее на уровне 2–4% - среднее значение выросло до 4,8%, в диапазоне 7–8% – до 7,5% и так далее (см. Рис. 15). Можно предположить, что на предприятия с высокими оценками прошлой инфляции, которые транслируют свое восприятие на ожидаемый уровень, велико влияние субъективных факторов, объясняющих их личное видение изменения цен (тарифы ЖКХ, цены на продукты и прочее). Поэтому завышенный уровень воспринимаемой инфляции чреват проблемами для бизнеса в будущем, если бизнес-решения будут отталкиваться от этого уровня.

Чем больше горизонт формирования инфляционных ожиданий, тем меньшее влияние оказывают изменения восприятия инфляции на инфляционные ожидания. По мере увеличения горизонта планирования связь ожиданий с воспринимаемой инфляцией уменьшается. Корреляция оценок воспринимаемой инфляции за последние 12 месяцев и ожиданий на год вперед составляет 0,61, в то время как корреляция воспринимаемой инфляции и ожиданий на 3 года существенно ниже – 0,39. Если среднесрочные инфляционные ожидания менее чувствительны к изменению воспринимаемой и фактической инфляции, то формально они являются более заякоренными, чем краткосрочные. Однако высокая степень неоднородности свидетельствует о неполной заякоренности этих ожиданий.

УРОВЕНЬ ВОСПРИНИМАЕМОЙ И ОЖИДАЕМОЙ ИНФЛЯЦИИ В КРАТКОСРОЧНОЙ И СРЕДНЕСРОЧНОЙ ПЕРСПЕКТИВАХ

Рис. 15



Источник: результаты опроса предприятий

3. Факторы инфляционных ожиданий

Инфляционные ожидания предприятий играют важную роль в ценообразовании. Понимание факторов, влияющих на ожидания, дает возможность формирования правильных подходов, в том числе коммуникационных, к превращению адаптивных инфляционных ожиданий в рациональные и снижению их общего уровня.

В результате опроса выявлено, что *краткосрочные инфляционные ожидания российских предприятий в существенной мере зависят от прошлой инфляции*, что объясняет инерционность инфляционных процессов в экономике. Эффективность денежно-кредитной политики в этом случае снижается. Кроме того, в условиях, когда воспринимаемая экономическими агентами инфляция превышает фактическую, это ведет к завышению ожидаемого уровня инфляции. Субъективные представления агентов о текущем уровне инфляции – один из главных факторов инфляционных ожиданий (на него ориентируются 54% предприятий) (см. Рис. 16).

Среди факторов, объясняющих личное восприятие изменения цен, важную роль играет собственный опыт наблюдения за динамикой цен на некоторые группы товаров (продукты питания, нефть) и тарифов естественных монополий (услуги ЖКХ). Это отражает зависимость ожиданий от субъективного восприятия инфляции респондентами. Многие из них склонны больше запоминать повышение цен на отдельные товары и услуги, в том числе те, которые являются составляющими их издержек, и не обращать внимания на стабильные и снижающиеся цены, что, как правило, ведет к завышенным инфляционным ожиданиям.

При формировании однолетних инфляционных ожиданий часто учитывается ожидаемая динамика валютного курса рубля к доллару США (40% респондентов). Для экспортеров это немаловажно, поскольку они, как правило, производят расчет экспортной цены в иностранной валюте. Информация о валютном курсе дает также представление

о возможном изменении внутренних цен на конечную продукцию вследствие удорожания или удешевления импортной продукции, цен промежуточной импортной продукции (для предприятий с высокой долей импорта в себестоимости) или на товары, конкурирующие с импортными.

Большинство предприятий не связывают инфляцию с другими макроэкономическими показателями. 22% при формировании ожиданий используют информацию о динамике заработной платы. На влияние динамики ВВП и безработицы указало незначительное число респондентов (9 и 5% соответственно).

ВЛИЯНИЕ ФАКТОРОВ НА ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ НА БЛИЖАЙШИЕ 12 МЕСЯЦЕВ (ДОЛЯ ОТВЕТВШИХ, %)



Рис. 16

ВЛИЯНИЕ ФАКТОРОВ НА ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ ЧЕРЕЗ 3 ГОДА (ДОЛЯ ОТВЕТВШИХ, %)



Рис. 17

Источник: результаты опроса предприятий

Источник: результаты опроса предприятий

Ожидания на среднесрочную перспективу в меньшей степени чувствительны к прошлым значениям инфляции, чем краткосрочные инфляционные ожидания. Тем не менее текущая и прошлая инфляция все равно остаются важными ориентирами для многих респондентов при формировании среднесрочных инфляционных ожиданий (выбрали 22 и 19% соответственно) (см. Рис. 17).

Лидирующими факторами при формировании среднесрочных ожиданий по инфляции являются тарифы естественных монополий (33% опрошенных) и динамика валютного курса (28% респондентов). Достаточно популярным остается фактор цен на нефть (21% респондентов). Отметим, что, будучи формально перспективными факторами, прогнозы валютного курса и цен на нефть в реальности служат плохим подспорьем для среднесрочных инфляционных ожиданий, поскольку как в мире, так и в России точность таких прогнозов невысока.

Влияние динамики ключевой ставки Банка России на формирование среднесрочных инфляционных ожиданий ослабевает по сравнению с краткосрочным прогнозом (16% против 23%). Это можно объяснить тем, что прогноз инфляции на более долгосрочном горизонте меньше зависит от текущей процентной ставки.

Корреляция инфляционных ожиданий с переменными, отражающими рост благосостояния (заработная плата, доходы и ВВП), по-прежнему остается слабой.

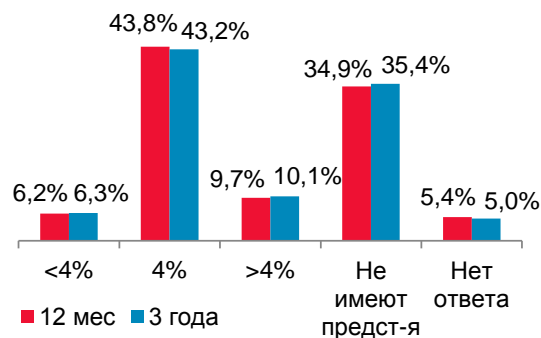
Успех политики центрального банка в достижении целевого показателя инфляции во многом зависит от того, насколько инфляционные ожидания ориентируются на этот целевой показатель, то есть насколько они заякорены. Если точка зрения предприятий неопределенна в отношении ориентиров и политики центрального банка или они не доверяют ему, то долгосрочные инфляционные ожидания могут меняться под воздействием текущих новостей краткосрочной природы.

Целевой ориентир Банка России постепенно становится значимым фактором при формировании инфляционных ожиданий. Порядка 19% предприятий принимают во внимание целевой ориентир по инфляции Банка России в краткосрочной оценке инфляции и 17% – в среднесрочной. Невысокое значение доли таких предприятий частично связано с относительно короткой историей инфляционного таргетирования в России.

Если предприятия не принимают во внимание целевой ориентир по инфляции, то это может быть вызвано или незнанием его значения, или недоверием к политике Банка России. Из числа тех, кто не выбрал этот фактор, 35% ответивших не имеют представления о его уровне. Порядка 43% знают о целевом ориентире Банка России (см. Рис. 18), однако не используют его при формировании своих инфляционных ожиданий. Это говорит о том, что у основной массы предприятий инфляционные ожидания слабо привязаны к цели по инфляции Банка России. По всей видимости, это происходит из-за непонимания роли денежно-кредитной политики в контроле за инфляцией и (или) неведения в способность Банка России обеспечить ценовую стабильность на устойчивой основе. Нужно признать, что результаты опроса оказались несколько более пессимистичными, чем можно было ожидать, учитывая, что опрос проводился в обрабатывающей промышленности, а крупные предприятия составили почти половину выборки. По сути, мы имеем дело либо с коротким горизонтом планирования в отрасли, в то время как оно должно носить как минимум среднесрочный характер, либо (или наряду с этим) с планированием, которое опирается на неустойчивые или труднопрогнозируемые факторы.

ПРЕДСТАВЛЕНИЕ О ЦЕЛЕВОМ ОРИЕНТИРЕ БАНКА РОССИИ
РЕСПОНДЕНТАМИ, КОТОРЫЕ НЕ ВЫБРАЛИ ЕГО В КАЧЕСТВЕ
ФАКТОРА, ВЛИЯЮЩЕГО НА ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ

Рис. 18



Источник: результаты опроса предприятий

И то и другое указывает на повышенные финансовые риски, которые предприятия несут при таком подходе. Действительно, завышенные инфляционные ожидания чреваты неоправданным повышением отпускных цен и привлечением дорогих кредитов в расчете на высокую инфляцию (Coibion, Gorodnichenko и Ropele, 2018). В результате такие предприятия могут столкнуться с потерей потребителей своей продукции и невозможностью обслуживать кредиты.

Снижение и закоривание инфляционных ожиданий происходит постепенно. В данной ситуации важными задачами становятся повышение финансовой грамотности экономических агентов, доступности информации о текущем и ожидаемом состоянии экономики, а также укрепление доверия к проводимой Банком России политике путем удержания инфляции вблизи 4%. Это будет способствовать росту рациональности инфляционных ожиданий, их снижению до уровня цели Банка России и закориванию на этом уровне.

Литература

- Adrian T., Laxton D. and Obstfeld M., editors. (2018). *Advancing the Frontiers of Monetary Policy*. Washington, DC: International Monetary Fund.
- Coibion O., Gorodnichenko Y., Ropele T. (2018). *Inflation Expectations and Firm Decisions: New Causal Evidence*. NBER Working Paper No. 25412.
- De Bruin W. B., Van der Klaauw W., Topa G., Downs J. S., Fischhoff B., Armantier O. (2012). The effect of question wording on consumers' reported inflation expectations. *Journal of Economic Psychology*. Vol. 33.
- Ehrmann M. (2014). Targeting inflation from below-how do inflation expectations behave. Bank of Canada. Working Paper 2014-52. Gürkaynak R. Levin A., Marder A. and Swanson E. (2007). Inflation targeting and the anchoring of inflation expectations in the western hemisphere. *Economic review*, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- IMF. (2018). *World economic outlook*. International Monetary Fund. October 2018.
- King M. (2005). *Monetary policy: practice ahead of theory*. Bank of England, Mais Lecture.
- Kumar S., Afrouzi H., Coibion O. and Gorodnichenko Y. (2015). *Inflation Targeting Does Not Anchor Inflation Expectations: Evidence from Firms in New Zealand*. NBER Working Paper No. 21814.
- Łyziak T., Paloviita M. (2017). Anchoring of inflation expectations in the euro area: recent evidence based on survey data. *European Journal of Political Economy*, Vol. 46.
- Mishkin, F. S., Schmidt-Hebbel K. (2007). *Does Inflation Targeting Make a Difference?* NBER Working Paper. № 12876.
- Miyajima K., Yetman J. (2018). *Inflation Expectations Anchoring Across Different Types of Agents: the Case of South Africa*. IMF Working Papers 18/177. International Monetary Fund.

Roger S., Stone M. (2005). On Target? The International Experience with Achieving Inflation Targets. IMF Working Paper WP/05/163/.

Saldarriaga M., Aguila P. and Gershy-Damet K. (2017). Has inflation targeting anchored inflation expectations? Evidence from Peru. Working Papers 2017–103, Peruvian Economic Association.

Приложение 1

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ВЫБОРКИ ПО ФОРМЕ СОБСТВЕННОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ (%)

Рис. А



Источник: результаты опроса предприятий

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ВЫБОРКИ ПО ОТРАСЛЕВОЙ ПРИНАДЛЕЖНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ (%)

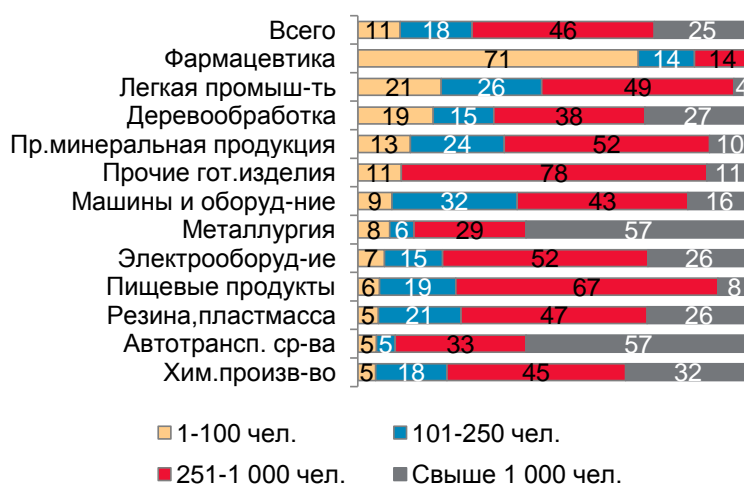
Рис. В



Источник: результаты опроса предприятий

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ВЫБОРКИ ПО РАЗМЕРУ ПРЕДПРИЯТИЙ (%)

Рис. С



Источник: результаты опроса предприятий

Приложение 2

ПЕРЕЧЕНЬ ВОПРОСОВ, ИСПОЛЬЗУЕМЫХ ПРИ ОПРОСЕ ПРЕДПРИЯТИЙ

1. Укажите вид деятельности по ОКВЭД2.
2. Укажите количество человек, работающих в настоящее время на предприятии.
3. Уточните форму собственности Вашего предприятия. (*Варианты ответов: 1) чисто государственная и/или муниципальная; 2) чисто частная (без участия госорганов); 3) смешанная российская (частная + гос/муниц.); 4) совместная с иностранным капиталом или иностранная; 5) другая*).
4. Как Вы оцениваете: 1) уровень инфляции за последние 12 месяцев; 2) ожидаемую инфляцию по итогам 2018 г.; 3) ожидаемую инфляцию в следующие 12 месяцев; 4) ожидаемую инфляцию через 3 года. (*Варианты ответов: <0%; 0%; 1-2%; 2-3%; 5-6%; 7-8% 9-10%; >10%*).
5. На каком уровне ЦБ РФ установил целевой ориентир по инфляции? (*Варианты ответов: 1) указать нужное; 2) не имею представления*).
6. На чьи прогнозы инфляции ориентируется Ваше предприятие? (*Варианты ответов: 1) собственные оценки (представления); 2) официальный прогноз Правительства РФ; 3) прогноз ЦБ РФ; 4) оценки экспертного сообщества (РБК, Bloomberg, банки); 5) на какие еще*).
7. Какие факторы обычно оказывают наиболее существенное влияние на Ваши ожидания по поводу будущей инфляции на 12 месяцев и в более долгосрочном периоде – 3 года? (*Варианты ответов: 1) текущий уровень инфляции; 2) инфляция прошлых периодов; 3) публичные прогнозы инфляции (органов госвласти, экспертов); 4) целевой ориентир по инфляции ЦБ РФ; 5) динамика ключевой ставки ЦБ РФ; 6) динамика валютного курса; 7) цены на продукты питания; 8) цены на нефть; 9) долгосрочные ставки процента; 10) динамика ВВП; 11) уровень безработицы; 12) заработные платы; 13) тарифы естественных монополий; 14) изменения в налоговой политике; 15) какие еще*).
8. Как часто Вы пересматриваете свои ожидания по инфляции? (*Варианты ответов: 1) раз в месяц; 2) раз в квартал; 3) раз в полгода; 4) раз в год; 5) реже, чем раз в год; 6) затрудняюсь ответить*).