Інститут економічних досліджень та політичних консультацій
Німецька консультативна група

Серія консультативних робіт [PP/02/2008]

Інфляційні очікування: значення та вимірювання

Рікардо Джуччі, Роберт Кірхнер, Ярослава Сучок,
Оксана Кузяків та Вероніка Мовчан

Берлін/Київ, Червень 2008р.

Про Інститут економічних досліджень та політичних консультацій

Інститут економічних досліджень та політичних консультацій (ІЕД) - провідний український аналітичний центр, що спеціалізується на економічних дослідженнях та консультаціях з питань економічної політики. ІЕД був заснований у жовтні 1999 року провідними українськими політиками та Німецькою консультативною групою з питань економічних реформ.

Місія ІЕД вироблення альтернативного погляду на ключові проблеми суспільного та економічного розвитку України. В рамках місії ІЕД націлює свою діяльність на надання висококваліфікованої експертної оцінки в галузі економіки й економічної політики, бути реальним чинником формування громадської думки шляхом організації відкритого публічного діалогу та сприяти розвитку економічних та суспільних наук, і стимулювати розвиток дослідницької спільноти України.

Інститут економічних досліджень та політичних консультацій
Рейтарська 8/5-А,
01034 Київ, Україна
Тел: +38 044 / 278 63 42
Факс: +38 044 / 278 63 36
institute@ier.kiev.ua
http://www.ier.kiev.ua

Про Німецьку консультативну групу

Німецька консультативна група з питань економічних реформ працює в Україні з 1994 року, консультуючи український уряд й інші державні органи, такі як Національний банк України, по широкому колу питань економічної політики і розвитку фінансового сектору. Наші аналітичні роботи презентується і обговорюється під час постійних зустрічей з посадовцями високого рангу. Група фінансується німецьким Федеральним міністерством економіки і технологій у рамках програм TRANSFORM та наступних після неї програм технічної допомоги.

Німецька консультативна група
З питань економічних реформ
Schillerstr. 59
D-10627 Берлін
Tel: +49 30 / 20 61 34 64 0
Fax: +49 30 / 20 61 34 64 9
info@beratergruppe-ukraine.de
www.beratergruppe-ukraine.de

© 2008 Інститут економічних досліджень та політичних консультацій
© 2008 Німецька консультативна група

Всі права застережено.

Інфляційні очікування: значення та вимірювання

Резюме

Інфляція описує процес стійкого зростання цін на широке коло товарів та послуг. Саме тому в її основі лежать рішення підприємств підвищити ціни на свої товари та послуги. Приймаючи такі рішення, підприємства зважають не лише на минулі тенденції цін та витрат (таких як зарплата, вартість ресурсів, рента), але й на свої очікування щодо зростання витрат і цін у майбутньому. Таким чином, інфляційні очікування стають визначальним фактором інфляції. Це явище, характерне також і для зарплат, є головною причиною власної динаміки інфляції, яка може проявляти через «ефект другого витка».

Розуміння цього явища має вагоме значення у проведенні монетарної політики для боротьби з інфляцією. Щоб подолати інфляцію, недостатньо обмежувати поточну грошово-кредитну та фіскальну політику; влада має також таргетувати інфляційні очікування та намагатися позитивно впливати на них. Цінова стабільність буде досягнута лише тоді, коли можна буде стримувати цінові очікування. Це особливо актуально для НБУ як центрального банку, але також для інших гілок влади. Будь-який захід для боротьби з інфляцією (тобто більш обмежуюча соціальна політика та політика оплати праці) повинні бути оголошені заздалегідь, щоб впливати на очікування, а отже, прямо на інфляцію.

Оскільки інфляційні очікування не є спостережуваною величиною, їх необхідно виміряти, застосувавши при цьому певну методологію. Широко використовують два метод: через опитування (прямий метод) або за допомогою прив'язаних до інфляції облігацій (непрямий метод). Непрямий метод не може бути використаний сьогодні, оскільки в Україні не існує прив'язаних до інфляції облігацій. Тому Національний банк має зосередити увагу на прямих методах. Щодо прямих методів, в даний час в Україні проводиться декілька опитувань для вимірювання інфляційних очікувань. На наш погляд, методологія існуючих опитувань потребує вдосконалення, оскільки кожне з них має свої особливості. Міжнародний досвід пропонує декілька важливих зауважень для такого вдосконалення. Поряд з розширенням секторального зрізу (з наголосом на домогосподарствах) має бути збільшено часовий горизонт очікувань. В той час як короткострокові очікування, які наразі збирають, є важливим інформативним показником, довгострокові очікування також можна збирати. Очікування на більш довгострокову перспективу є важливою складовою більшості міжнародних опитувань, оскільки вони відображають довіру до центрального банку. Також мають бути вдосконалені шляхи збору, відстеження та презентації інформації. НБУ може взяти лідерство в проведенні порівняльного аналізу всіх опитувань та в представленні результатів громадськості.

В цьому дослідженні робиться перша спроба проаналізувати інфляційні очікування на основі простого кореляційного аналізу. В роботі можна виявити деякі цікаві властивості основних показників, які збирає в своїх опитуваннях ІЕД. Втім, спираючись на покращення в методології та доступність довших часових рядів даних, ми рекомендуємо НБУ проводити систематичні дослідження інфляційних очікувань. Сюди входить конкретний механізм формування очікувань, їх взаємозв'язок з майбутньою інфляцією, а також реакція на заходи влади. Результати такого прикладного дослідження можуть активно використовуватись НБУ для управління інфляцією, аналізу отриманої довіри та сприяння цінової стабільності. Майбутній перехід до таргетування інфляції як основи монетарної політики збільшить потребу в таких заходах, оскільки довіра до центрального банку та управління інфляційними очікуваннями є ключовими елементами такої монетарної політики.

Автори

Роберт Кірхнер	kirchner@berlin-economics.com	+49 30 / 20 61 34 64 2
Рікардо Джуччі	giucci@berlin-economics.com	+49 30 / 20 61 34 64 1
Ярослава Сучок	suchok@ier.kiev.ua	+380 44 / 235 63 27
Оксана Кузяків	kuziakiv@ier.kiev.ua	+380 44 / 278 63 60
Вероніка Мовчан	movchan@ier.kiev.ua	+380 44 / 278 63 60

Подяка

Автори висловлюють подяку рецензенту Ігору Бураковському.

Зміст

1. Вступ

2. Роль інфляційних очікувань в інфляційному процесі

3. Підходи до вимірювання інфляційних очікувань
   3.1 Методи опитувань
   3.2 Ринкові методи

4. Поточна практика в Україні
   4.1 Методи опитувань
   4.2 Ринкові методи

5. Висновки та рекомендації

1. Вступ

Однією з причин, чому політики та особливо центральні банки відстежують інфляційні очікування, є те, що ці очікування – важлива складова для визначення короткострокової динаміки інфляції. Якщо ними не управляють належним чином, вони можуть стати самодостатніми, і виникне загроза появи небезпечної спіралі «ціни-зарплата», яка вимагатиме значних витрат від економіки. Поточна хвиля інфляції в Україні у понад 31% робить цю проблему ще більш актуальною, оскільки може матеріалізуватися ефект другого витка від шоків пропозиції на харчовому та енергетичному ринку, якщо інфляційні очікування не будуть стабілізовані.

Інфляційних очікувань важливі для політиків, а особливо для НБУ як центрального банку. В той час як короткострокові очікування є показником найближчого в часі цінового тиску, довгострокові інфляційні очікування є важливим показником довіри економічних агентів до НБУ. Вони також можуть використовуватися для дієвої антиінфляційної політики: якщо центральний банк має довіру з боку громадськості, буде достатнім лише невелике стримування монетарної політики, в той час як слабкий центральний банк має проводити більш стримувальну монетарну політику, щоб впливати на інфляційні очікування. Іншим економічним агентам (урядові, фірмам, споживачам) також вигідно володіти інформацією про інфляційні очікування. Однак вони не є спостережуваною величиною, а тому їх слід вимірювати згідно з певними методиками. Міжнародний досвід пропонує кілька способів для цього. Ця консультаційна робота підсумовує різні підходи та пропонує заходи для України, беручи до уваги існуючу практику в країні.

Структура роботи наступна: Розділ 2 надає короткий огляд визначальної ролі, яку інфляційні очікування відіграють в стандартних макроекономічних моделях інфляційних процесів. Підходи до виміру інфляційних очікувань в розвинених країнах та країнах з перехідною економікою пояснені в Розділі 3. Поточна практика в Україні представлена в Розділі 4. Розділ 5 підбиває підсумки і надає рекомендації.

2. Роль інфляційних очікувань в інфляційному процесі

Інфляційні очікування відіграють важливу роль в теоретичному моделюванні інфляційної динаміки. В багатьох стандартних моделях інфляційних процесів, в т.ч. кривій Філіпса з врахуванням інфляції, короткострокова інфляція прив'язана до вимірювання економічної активності (наприклад, розриву виробництва та рівня безробіття) та очікуваної інфляції. В цьому сенсі очікувана інфляція впливає на вже фактичну інфляцію. Типовим каналом впливу є те, що вищі інфляційні очікування змушують робітників вимагати вищу номінальну зарплату (в намаганні зберегти свої інфляційні очікування незмінними), стимулюючи тим самим зростання цін. Більше того, в ситуації, коли практично кожен агент очікує зростання інфляції, фірми дійсно можуть підвищувати зарплати. За умов інфляції високі витрати на оплату праці можуть бути легко перекладені на працівників у формі вищих відпускних цін.

Останні дослідження, в основі яких лежить динамічна неокейнсіансьна макроекономічна концепція, обґрунтували значення інфляційних очікувань для інфляційної динаміки з використанням більш строгих мікроекономічних підвалин [1], пов'язаних, наприклад, з стратегіями ціноутворення фірм, які працюють в умовах недосконалої конкуренції. Основний висновок із цих моделей полягає в тому, що інфляція визначається в довгостроковій перспективі, частково під дією очікувань.

Повертаюсь до України, значним джерелом високої зростаючої інфляції може бути саме механізм ціноутворення. Оскільки багато ринків в Україні мають ознаки монополії, ціни часто перевищують граничні витрати фірм. Величина цієї надбавки в значній мірі залежить від інфляційних очікувань фірм як у виробничому секторі, так і в секторі роздрібної

1 Див. огляд Clarida/Gali/Gertler (1999): The science of monetary policy: A New Keynesian perspective, Journal of Economic Literature 37, pp. 1661-1707.

торгівлі. Якщо фірми далекоглядні в своїй ціновій стратегії і очікують, що в майбутньому інфляція залишиться високою (ще більше стимулюючи зростання граничних витрат), вони можуть включити свої інфляційні очікування в цінову надбавку, підвищуючи поточні ціни2. Більше того, якщо фірми є монополістами на якомусь місцевому/нішевому ринку, вони можуть підвищувати надбавку до ціни, виходячи не тільки з інфляційної динаміки майбутніх граничних витрат, але й із інфляційних очікувань споживачів. Іншими словами, якщо фірми вважають, що споживачі очікують інфляцію на більшість товарів і готові плати більше в короткостроковій перспективі, цінова надбавка може перевищувати необхідний рівень, щоб компенсувати майбутні зростаючі витрати.

Нещодавні дії уряду, показали, що він розглядає другий сценарій, оскільки не так давно були зроблені намагання обмежити цінові надбавки (або маржу) для певних груп товарів3. В розрізі щойно описаного механізму, де очікування майбутньої інфляції впливають на поточну інфляцію, порушення або послаблення цього зв'язку адміністративними заходами видається сумнівнім. Більш зважена стратегія повинна бути орієнтована на очікування, а не обмеження їх впливу на фактичну інфляцію. Крім того, такі адміністративні заходи мають обмежену ефективність та можуть призвести скоріше до втрат, а не до запобігання зростання цін. В цьому сенсі проблему буде лише відкладено на майбутнє, а не розв'язано. Тільки справжня конкуренція між виробниками чи роздрібними торговцями є способом визначення економічно обґрунтованого рівня цінової надбавки; це виправданий механізм, що працює порівняно добре в інших країнах. Тому тільки заходи зі стимулювання конкуренції (легше входження на ринок та вихід з нього, сильніша міжнародна конкуренція та підвищена ефективність роботи Антимонопольного комітету України за найкращою міжнародною практикою) можуть допомогти вирішити цю проблему в більш довгостроковій перспективі.

Підсумовуючи, економічні дослідження чітко вказують на важливість очікувань для інфляційного процесу. Для НБУ глибше розуміння очікувань приватного сектору є ключовою змінною для проведення грошово-кредитної політики. Оскільки це вже сьогодні важливе питання, то задекларований перехід до таргетування інфляції (ТІ) навіть посилить його актуальність. Більше того, як тільки дані про очікування стануть доступними, можна буде проаналізовані їх властивості, що також є важливим. Це включає аналіз суті механізму формування очікувань (тобто чи є очікування раціональними). Тестування на наявність відхилень, аналіз властивостей динамічного пристосування та питання ефективності є частиною такого аналізу раціональності.

3. Підходи до вимірювання інфляції

Попередній розділ продемонстрував важливість очікувань для динаміки поточної інфляції. Втім, для економічних агентів інфляційні очікування не є спостережу вальною величиною, тобто вони мають бути виміряні емпірично. На практиці існує дві широко вживані методики виміру таких очікувань4. Перша базується на основі опитувань і має на меті прямо оцінити інфляційні очікування, запитуючи економічних агентів про їх очікування. Друга використовує прив'язані до інфляції (індексовані) державні облігації для оцінки таких очікувань опосередковано через ринкові ціни, які можна спостерігати. Наступні розділи розкриють ці методології більш детально в розрізі країн. Однак основна увага буде зосереджена на очікуваннях споживчої (ІСЦ) інфляції.

3.1 Вимірювання на основі опитування

Очікування майбутньої інфляції можна отримати напряму, опитуючи економічних агентів. Це можуть бути домогосподарства, підприємства чи експерти. Багато опитувань

2 Див. Теоретичні аргументи дискусії в Gali/Gertler (2000): Inflation Dynamics: A Structural Econometric Analysis, NBER Working Paper No. W7551

3 Ці адміністративні заходи були покликані компенсувати підвищення цін на основні харчові продукти, такі як борошно, хліб, м'ясо та овочі, на 15%.втім, 3 липня 2008 Президент наклав вето на ці заходи.

4 Третій метод використовує методи економічної теорії та економетрики для оцінки очікувань. Для додаткової інформацію див. Elkayam/Ilek (2007): The Information Content of Inflationary Expectations Derived from Bond Prices in Israel, Discussion Papers, Bank of Israel.

споживачів та підприємств зараз включають в себе питання стосовно очікуваної цінової динаміки від коротко- до середньострокової перспективи; інформаційні агентства регулярно проводять такі опитування серед експертів. Наступна частина подає короткий огляд головних опитувань, які проводяться у найбільших розвинених країнах5:

ЄС:

1 *Європейська комісія* з 1985 року щомісячно проводить гармонізоване опитування споживачів (опитування ЄС), в якому 20 000 домогосподарств питають про їх інфляційні очікування на наступні 12 місяців. Відповіді є нечисловими значеннями і надають лише якісну інформацію щодо напрямку майбутніх змін. Втім, за допомогою певних кількісних алгоритмів можна вивести числові очікування з даних опитувань. З розширенням ЄС в 2004 році це опитування також почали проводитись в країнах Центральної та Східної Європи: Польщі, Чеській Республіці, Угорщині та Словаччині (ЦЕЕ4). Хоча у випадку з Угорщиною (1993), дані з'являються лише в 2000-2001 роках.

2 З 1999 року *Європейський Центральний Банк (ЄЦБ)* щоквартально ставить питання до 70 спеціалістів про коротко- та середньострокові інфляційні прогнози (на 1, 2 та 5 років наперед) для єврозони у своєму "Опитуванні професійних прогнозистів". Поряд із ключовими економічними показниками (приростом реального ВВП, безробіттям) він також збирає інформацію щодо розподілу ймовірностей окремих прогнозів.

3 *"Консенсус економікс"* є провідною приватною міжнародною фірмою у сфері економічних опитувань, які вона здійснює серед експертів приватних та державних установ. З 1989 року збирається дані про очікування щодо основних макроекономічних показників (включно з інфляцією) в найбільших промислових країнах; останнім часом в опитуванні також беруть участь країни, що розвиваються. Щомісяця близько 30 учасників питають про їх прогнози стосовно інфляції в єврозоні на поточний та наступний роки. Двічі на рік також збирають довгострокові прогнози (6-10 років).

США:

1 В своєму щомісячному "Опитуванні споживчих настроїв" Університет Мічигану опитує домогосподарства (споживачів) про їх кількісні інфляційні очікування на наступні 12 місяців, а також збирає дані про довгострокові очікування (5-10 років). В той час, як якісні питання почали ставити в 1946 році (щоквартально), щомісячні кількісні питання ставлять лише з 1978 року. Розмір вибірки – 500-700 домогосподарств. Важливо зазначити, що опитування не проводиться щодо конкретного значення індексу споживчих цін; учасників питають радше про їх загальні погляди на майбутні зміни цін.

2 *"Опитування професійних прогнозистів",* яке зараз проводиться Федеральним Резервним Банком Філадельфії, опитує професійних бізнесменів щоквартально з 1968 року. Розмір вибірки змінювався від 9 до 83 членів; зараз участь беруть близько 50 респондентів. Для визначення інфляційних очікувань (загалом запитують про 18 макроекономічних показників), збирають інформацію про інфляцію ІСЦ (включно з основною інфляцією), дефлятор особистих споживчих витрат (ОСВ) та дефлятор ВВП. Перші два показники показники прогнозують на п'ять кварталів, при цьому створюють щорічні середньострокові (на 3 роки) та довгострокові (5 і 10 років) прогнози. Дефлятор ВВП прогнозують як на 5 кварталів, так і на середньострокову перспективу (2 роки).

3 *Опитування Лівінгстона* в даний час також проводиться Федеральним Резервним Банком Філадельфії. Починаючи з 1946, двічі на рік в ньому беруть участь професійні економісти з різних організацій (зараз 48, хоч їх кількість змінювалась від 14 до 63). Рівні інфляції – це очікувані протягом наступних 6 та 12 місяців ІСЦ та ІЦВ, а також 3 середні річні рівні інфляції: на поточний, наступний та перший за наступним роки. Одночасно опитують про довгострокові очікування річного ІСЦ (на 10 років).

5 Для більшої інформації про ці опитування див. ECB (2006): Measures of inflation expectations in the euro area, Monthly Bulletin 07/2006 (for EU) and Mankiw/Reis/Wolfers (2003): Disagreement about Inflation Expectations, NBER Working Paper No. W9796 (for USA).

3.2 Ринкові методи вимірювання

Інфляційні очікування можна також виміряти через ринкові ціни прив'язаних до інфляції фінансових інструментів (облігацій), порівнюючи їх з іншими еквівалентними умовними номінальними інструментами того ж емітента[6]. Прив'язані до інфляції державні облігації – це емітовані урядом боргові цінні папери, в яких купонні платежі та відсотки прив'язані до інфляції, що виражена у формі спеціального цінового індексу (наприклад, індексу споживчих цін). Такі прив'язані до інфляції облігації захищають інвесторів від інфляційного ризику тим, що гарантують фіксовану реальну доходність. Вони є протилежними до умовних номінальних облігацій, в яких залишаються фіксованими потоки платежів в номінальному виразі, але реальна доходність змінюється з інфляцією. В той час, як ідея прив'язати потік платежів від таких цінних паперів до інфляції є досить старою, реально цей ринок виникнув в 1981 році у Великобританії і почав розвиватися порівняно нещодавно. Цей метод почали використовувати Канада (1991), Швеція (1994), США (1997), Франція (1998), Італія (2003), Японія (2004) та Німеччина (2006). Їх випуск є досить поширеним і охоплює всі найбільш розвинені країни. Як наслідок, такі облігації утворили окремий клас цінних паперів.

З вдосконаленням фінансових ринків в країнах, що розвиваються, тенденція до використання прив'язаних до інфляції облігацій зростає. Наприклад, в Центральній Європі Польща випустила прив'язані до інфляції облігації[7], номіновані в національній валюті. Поряд з тим, що прив'язані до інфляції облігації займають порівняно невелику частку в загальному обсязі щойно випущених чи наявних в обігу боргових інструментів, очікується продовження тенденції до більшого випуску цих облігацій. Загалом, сума боргу за прив'язаними до інфляції облігаціями в розвинених країнах і в країнах з перехідною економікою складала 1,5 трлн дол. США станом на лютий 2008, що на 50% більше ніж два роки тому.

На противагу методу опитування (див. попередню частину), метод отримання інфляційних очікувань з таких облігацій є непрямим. Цей підхід спирається на ринкові ціни, які є результатом взаємодії економічних агентів на фінансових ринках. Отримані інфляційні очікування є середніми очікуваннями протягом періоду до погашення облігації, який є відносно довгим (наприклад, 10 років). Вставка 1 пояснює як інфляційні очікування можуть бути отримані з таких облігацій:

[6] Останнім часом на розвинених ринках з'явилися інші фінансові контракти, такі як прив'язані до інфляції свопи, які також використовують для отримання інфляційних очікувань. Цими похідними інструментами торгують між собою відносно великі приватними фінансові компанії на позабіржовому ринку (OTC).

[7] Інші приклади країн з перехідною економікою, що останнім часом випустили прив'язані до інфляції облігації є Аргентина, Бразилія, Чилі, Колумбія, Угорщина, Мексика, Ізраїль, Південна Африка, Південна Корея та Туреччина.

Вставка 1:Розрахунок інфляційних очікувань з облігацій прив'язаних до інфляції

Першим кроком отримання інфляційних очікувань з таких інструментів є порівняння їх реальної доходності з номінальною доходністю інших ідентичних облігацій того ж емітента, не прив'язаних до інфляції. Отримана різниця між номінальною та реальною доходностями називається беззбитковою інфляцією (BEI). Це перше важливе наближене значення інфляційних очікувань на період до погашення облігацій.

Щоб побачити це, наступне рівняння (1) показує різні складові BEI:

(1) BEI = інфляційне очікування + премія за інфляційний ризик + інше

Крім складової, що включає інфляційні очікування, несхильні до ризику інвестори маючи на руках номінальні облігації також вимагатимуть премії за ризик як компенсації за інфляційний ризик. Ця премія за ризик зростатиме разом з періодом до погашення, а також ж волатильністю інфляції. Лише у випадку нейтральних до ризику інвесторів ця премія зникне. Третя складова "інше" включає в себе всі інші фактори. Вона охоплює різні характеристики ліквідності на обох ринках. Зазвичай, нижча ліквідність прив'язаних до інфляції облігацій означає, що ці інструменти за інших рівних умов мають пропонувати вищу реальну дохідність (тобто їх продають за нижчою ціною ніж інші). Більше того, до цієї складової входять ефект нарахування складних відсотків (оскільки фактична інфляція коливається навколо свого очікуваного значення) та різниця у випуклості між номінальними та прив'язаними до інфляції облігаціями.

Джерело: Merrill Lynch; Barclays Capital

Підсумовуючи цей розділ, стає очевидним, що існують як переваги, так і недоліки отримання інфляційних очікувань з опитувань та ринкових цін на прив'язані до інфляції облігації. Перевагою ринкового методу виміру інфляційних очікувань є їх регулярна доступність (ринки функціонують щоденно), і що вони дають довгострокові очікування протягом періоду до погашення облігації. Більше того, ці очікування ґрунтуються скоріше на реальних рішеннях багатьох економічних агентів, а не тільки на опитування респондентів. Хоч очікування на основі опитування доступні з меншою частотою, вони забезпечують пряме вимірювання очікувань, на які не впливають інші невидимі фактори, наприклад, премія за ризик. Хоча ще залишились невирішеними проблеми стосовно того, що ці очікування прямо непов'язані з економічною поведінкою, а також що в таких опитуваннях може бути стимул не говорити правди. Беручи до уваги ці проблеми, необхідно використовувати обидва методи, щоб перевіряти один другого. Разом вони надають важливу інформацію для органів влади.

4. Поточна ситуація в Україні

Повертаючись до України, цей розділ досліджує методи визначення інфляційних очікувань, що використовуються в даний час у країні. Знову ж таки, поділ між методом опитувань та ринковим методом збережено.

4.1 Оцінки методом опитувань

В Україні опитування економічних агентів (бізнесменів, професійних експертів чи споживачів), спрямовані на оцінку інфляційних очікувань, проводяться незалежними дослідницькими центрами, НБУ та Державним комітетом статистики в Україні. НБУ здійснює "Дослідження очікувань підприємств України". "Квартальне опитування підприємств" є частиною "Кон'юнктурних досліджень" *Інституту економічних досліджень та політичних консультацій (ІЕД)*. *Міжнародний центр перспективних досліджень (МЦПД)* готує опитування "Споживчі настрої". Інформаційні агентства (включаючи Reuters, Bloomberg, Consensus Economics) проводять опитування професійних експертів та прогнозистів. З переліку вище згаданих агенцій найбільш тривалим дослідженням є дані,

зібрані ІЕД (39 квартальних опитувань) та МЦПД (32 змішаних двомісячних та квартальних опитувань). Серії досліджень НБУ та Reuters відносно короткі (7 квартальних та 8 місячних опитувань відповідно). Щодо опитування Держкомстату, то воно було започатковане в 1998 році на квартальній основі, а підприємства питали про те, зростуть, зменшаться чи залишаться незмінними відпускні ціни в наступному кварталі порівняно з поточними цінами. Опитування могло б стати для аналітиків джерелом найдовшого часового ряду інфляційних очікувань, але результати опитування та його методологія не є доступними для громадськості. Тому в цьому дослідженні, розглянуто лише чотири опитування, які проводяться НБУ, ЕІД, МЦПД-Gfk Ukraine та інформаційними агентствами.

Загалом результати опитувань надають політикам та дослідникам дуже цінну інформацію. Це включає в себе їх потенційну роль як основного показника майбутньої інфляції, аналіз формування очікувань та їх конкретну роль в інфляційному процесі. Хоча, зважаючи на те, що вибірка кількісних значень інфляційних очікувань (наприклад, в опитуваннях НБУ та Reuters) є досить короткою, їх емпіричний аналіз не було представлено.

Інші два якісні опитування (ІЕД, МЦПД) мають довший доступний часовий ряд. В такому випадку ми провели відносно простий статистичний аналіз, щоб висвітлити взаємозв'язок між очікуваною та фактичною (тобто реалізованою) інфляцією. Для цього ми використали кореляційний аналіз, методику, що широко використовується на практиці[8]. Так як це лише перший крок в аналізі інфляційних очікувань, має слідувати більш ґрунтовний аналіз (з використанням формальних економетричних методів). Але це передбачає використання належних алгоритмів квантифікації якісних даних[9] перед тим, як використовувати їх в емпіричному дослідженні.

Квартальне дослідження очікувань підприємств України НБУ

Це дослідження опитує підприємства щодо їх інфляційних прогнозів (виміряних як ріст ІСЦ) на найближчі 12 місяців. Відповіді поділені на шість категорій: зниження цін (в т.ч. дефляція), зростання інфляції до 5%, між 5% та 10%, між 10% та 15%, між 15% та 20% та більше, ніж 20%. Після цього, частки респондентів, що очікують зростання інфляції, зважують на основі вище приведеного розподілу по категоріях. Часова перспектива цього опитування є довшою, ніж в опитуваннях ІЕД та МЦПД, описаних нижче. Стосовно характеристик підприємств, вони відрізняється за розміром, видом економічної діяльності, часткою державної та комунальної власності в статутному капіталі, рівнем зовнішньої активності, фінансовим та економічним положенням на момент опитування, а також іншими характеристиками. Розподіл підприємств за цими ознаками показує, що більшість із них є малими або середніми, належать до переробної промисловості, мають незначну долю державної чи комунальної власності в статутному капіталі, не здійснюють жодних експортних чи імпортних операцій і мають задовільне фінансове та економічне положення на момент опитування. Вибірка складається із 1236 підприємств. Відмінною рисою цього опитування є також те, що воно запитує про очікування динаміки цін на сировину та товари, а також на фактори що найбільше впливають на них. Вперше дослідження було проведено у третьому кварталі 2006 року.

Відповідно до цього опитування, інфляційні очікування нещодавно стрімко виросли, тим самим сигналізуючи про скептичні настрої економічних агентів. Очікування зросли понад відповідний цільовий інфляційний показник НБУ, що становить 9,6% на 2008[10]. Зростання інфляційних очікувань спостерігається вже третій квартал підряд. Очікуваний середній рівень інфляції на наступні 12 місяців становив 15,6% в першому кварталі 2008 року проти 13,6 у четвертому кварталі 2007 (див. Рисунок 1).

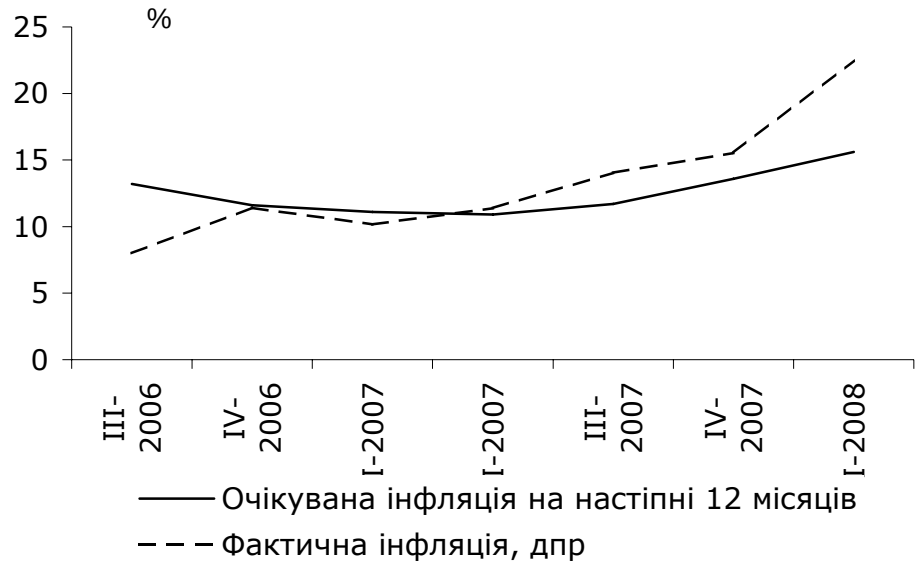
[8] Див. The Joint Harmonised EU Programme of Business and Consumer Surveys, European Economy, No. 6, 1997 (Annex A.9, p 119-126).

[9] Див. Tomasz Lyziak/Ewa Stanislawska: Consumer inflation expectations. Survey questions and quantification methods – the case of Poland. National Bank of Poland Working Paper No. 37, 2006.

[10] Основи монетарної політики на 2008 рік, схваленої Радою Національного банку України рішенням №18 від 28 листопада 2007 року.

Рисунок 1

Інфляційні очікування[11] та фактична інфляція (ІСЦ)



Джерело: НБУ, Державний комітет статистики України, власні розрахунки

Представники всіх типів ділової активності підвищили свої інфляційні сподівання, серед них найбільше – респонденти з переробної галузі, будівництва, оптової та роздрібної торгівлі. Стосовно регіональних аспектів, представники Волинської, Донецької та Одеської областей були найбільш песимістичними у своїх оцінках.

Традиційно, згідно з точки зору респондентів, найбільш важливими за рівнем впливу факторами були політична нестабільність (79% в першому кварталі 2008 року проти 81,1% в четвертому кварталі 2007 року). Далі йдуть економічна ситуація (73,7% проти 73,3%), витрати виробництва (34,8% проти 31,7%), доходи домогосподарств (30,3% проти 26,7%) і податкове навантаження (19,8% проти 20,0%). Бюджетні видатки (12,1% проти 11,2%) і дії НБУ (1,3% проти 1,6%) були найменш впливовими факторами.

На додаток до прогнозу певного рівня інфляції на наступні 12 місяців НБУ проводить також якісне дослідження, де респондентів запитують:

- Як зміняться ціни на продукти та послуги, що купуватиме Ваше підприємство протягом наступних 12 місяців у порівнянні із змінами, що відбулись протягом попередніх 12 місяців?
- Як зміняться ціни на товари та послуги, що продаватиме Ваше підприємство протягом наступних 12 місяців у порівнянні із змінами, що відбулись протягом попередніх 12 місяців?

Можливими відповідями є "зростатимуть швидшими темпами", "зростатимуть тими самими темпами", "зростатимуть повільніше" та "знизяться". В першому кварталі 2008 року частка респондентів, що очікують зростання закупівельних цін, становила 99,5%, і майже не змінилась у порівнянні з 99,6% у попередньому кварталі. Однак відсоток респондентів, що очікують прискорення зростання закупівельних цін зріс до 46,4% проти 43,1% в четвертому кварталі 2007. В першому кварталі 2007 частка респондентів, що очікують зростання відпускних цін, склала 98,3% у порівнянні із 97,8% в попередньому кварталі. Відсоток респондентів, що очікують швидших темпів зростання відпускних цін, зріс до 19,7 проти 16,6% в четвертому кварталі 2007 року.

[11] На графіку очікувана інфляція вказана для періоду, в якому проводиться опитування, тобто, якщо людей опитують в першому кварталі 2007 року, відповідне значення очікуваної інфляції на графіку показане в першому кварталі 2008 року

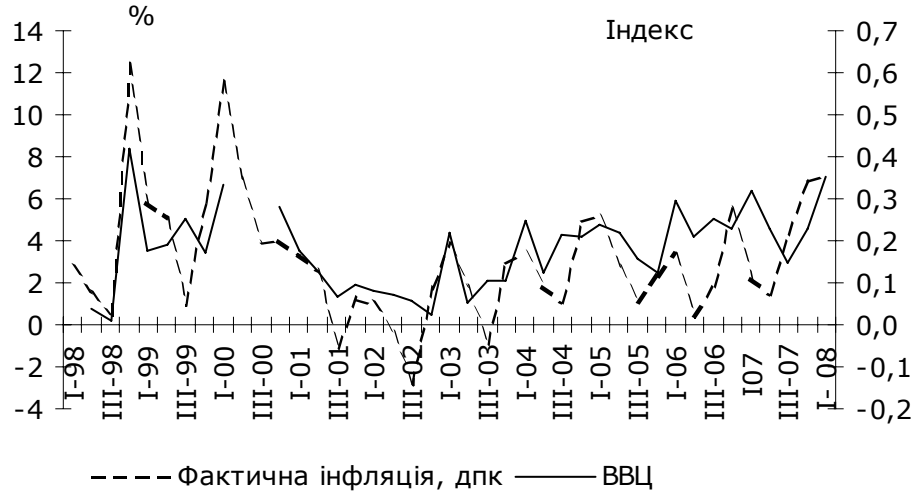
Опитування ІЕД про бізнес тенденції та очікування

Опитування Інституту економічних досліджень та політичних консультацій належить до групи кон'юнктурних досліджень [12] (BTS) і використовує методологію, розроблену IFO Інститутом у Мюнхені, Німеччина, та адаптованій в "Joint Harmonised EU Program of Business and Confidence Surveys"[13], що є частиною загальноєвропейських BTS. В своєму Квартальному опитуванні підприємств (КОП) ІЕД ставить запитання про очікування стосовно відпускних та закупівельних цін на три наступні місяці. На основі відповідей респондентів на вище поставлені запитання розраховуються індекси очікуваних цін реалізації (ІЦР) та очікуваних цін сировини (ІЦС). Значення індексу, що віддзеркалюють різницю між часткою респондентів із негативними та позитивними очікуваннями, коливається від –1 (зниження індикатора) до 1 (зростання індикатора). Також респондентів запитують про головні фактори, що впливали на інфляцію протягом наступних 12 місяців. Опитування було розпочате у 1996 році, і охоплює виробничі підприємства, вибірково вибрані у Південній, Західній, Східній та Центральній Україні. Однак, у цьому дослідженні ми використовуємо дані, починаючи із 1998 року[14].

Відповідно до результатів нещодавнього опитування (травень 2008 року), бізнес продовжує очікувати інфляцію. Значення обох індексів є досить високими і продовжують зростати у порівнянні з лютим: ІЦР зріс з 0,35 у лютому до 0,46 у травні, тоді як ІЦС досяг надзвичайно високого значення – 0,67 – протягом лютого та травня. Найвищі значенні ІЦР та ІЦС були зафіксовані для підприємств легкої галузі (0,83 та 0,95 відповідно).

Рисунок 2

Очікування[15] зростання внутрішніх відпускних цін (ВВЦ) та фактична інфляція (ІСЦ)



Джерело: власні розрахунки, Державний комітет статистики України

Примітка: Розриви в другому та третьому кварталах 2000 року присутні через те, що не проводилися опитування.

12 Business Tendency Surveys: A Handbook, OECD, 2003.

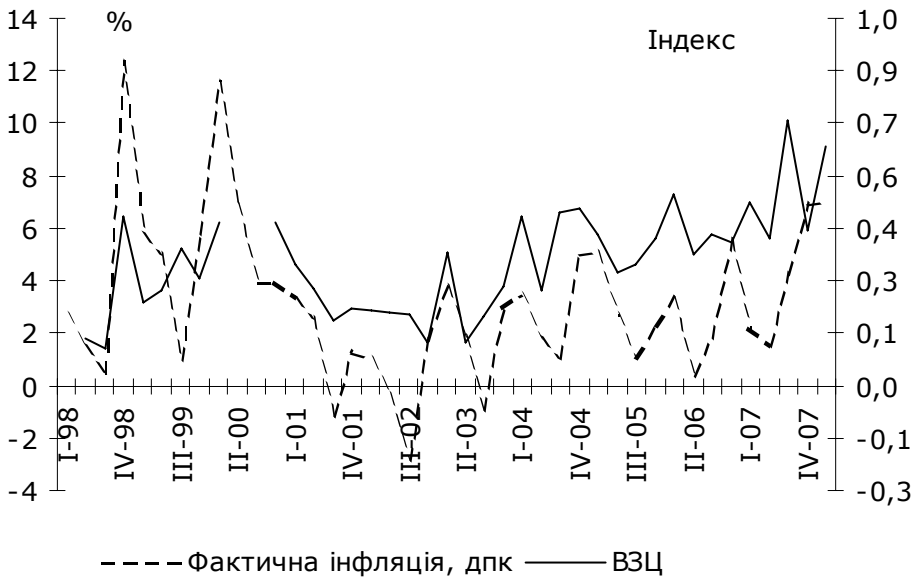
13 European Commission, "Joint Harmonised EU Program of Business and Consumer Surveys" in European Economy, No. 6, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Brussels, 1997.

14 Дані про інфляційні очікування в 1996-1997 проводилися з різною частотою та на основі питань, які важко порівняти.

15 На графіку очікувана інфляція вказана для періоду, в якому проводиться опитування, тобто, якщо людей опитують в першому кварталі 2007 року, відповідне значення очікуваної інфляції на графіку показане в другому кварталі 2007 року і порівнюється з фактичною інфляцією в цьому періоді.

Рисунок 3

Очікування[16] зростання внутрішніх закупівельних цін (ВЗЦ) та фактична інфляція (ІСЦ)



Джерело: власні розрахунки, Державний комітет статистики України

Примітка: Розриви в другому та третьому кварталах 2000 року присутні через те, що не проводилися опитування.

З точки зору респондентів, інфляційні очікування та світова інфляція є головними факторами, що впливатимуть на інфляцію в Україні протягом наступних 12 місяців (63,1% і 61,9% відповідно). Податковий тягар та політична ситуація всередині країни також знаходяться на чолі списку (48,8% та 43,8% відповідно). За цими факторами йдуть витрати виробництва (33,8%), урожай (22,5%), доходи населення (20,6%) та обмінний курс (20,0%). Дії НБУ знаходяться на останньому місці списку факторів, які впливають на інфляцію в країні (2,5%).

Оцінка взаємозв'язку між фактичною споживчою інфляцією та очікуваннями підприємств щодо динаміки цін показала, що очікування зміни в закупівельних та відпускних цінах на початку кварталу досить сильно корелюють зі змінами ІСЦ протягом того ж кварталу (0,68 та 0,49 відповідно). Це означає, що оцінки ІЕД можуть бути використані як основні показники майбутньої інфляції. З іншого боку, кореляція очікуваних змін внутрішніх та відпускних цін зі змінами ІСЦ протягом минулого кварталу (тобто з історичною інфляцією) є значно нижчою: 0,44 та 0,26 відповідно.

Ці результати підтверджують інтуїцію та економічну логіку, висвітлену в частині 2, так як динаміка внутрішніх цін включає в себе зміни в цінових надбавках підприємств. Хоч подальше дослідження є безумовно необхідним, очікувані зміни внутрішніх цін можуть бути використані на першому кроці як показник інфляційних очікувань в Україні. На наступному етапі, варто застосувати стандартні економетричні методи трансформації якісних даних в кількісні[17], щоб отримати більш точні кількісні оцінки інфляційних очікувань, та використовувати більш формальні регресивні моделі для аналізу цих даних та їх взаємозв'язку з фактичною інфляцією.

[16] На графіку очікувана інфляція вказана для періоду, в якому проводиться опитування, тобто, якщо людей опитують в першому кварталі 2007 року, відповідне значення очікуваної інфляції на графіку показане в другому кварталі 2007 року і порівнюється з фактичною інфляцією в цьому періоді.

[17] Див. Ryszard Kokoszczynski, Tomasz Lyziak, Ewa Stanislawska. Consumer inflation expectations. Usefuleness of survey-based measures – a cross-country study. Conference on Price Measurement for Monetary Policy May 24–25, 2007. Federal Reserve Bank of Dallas.

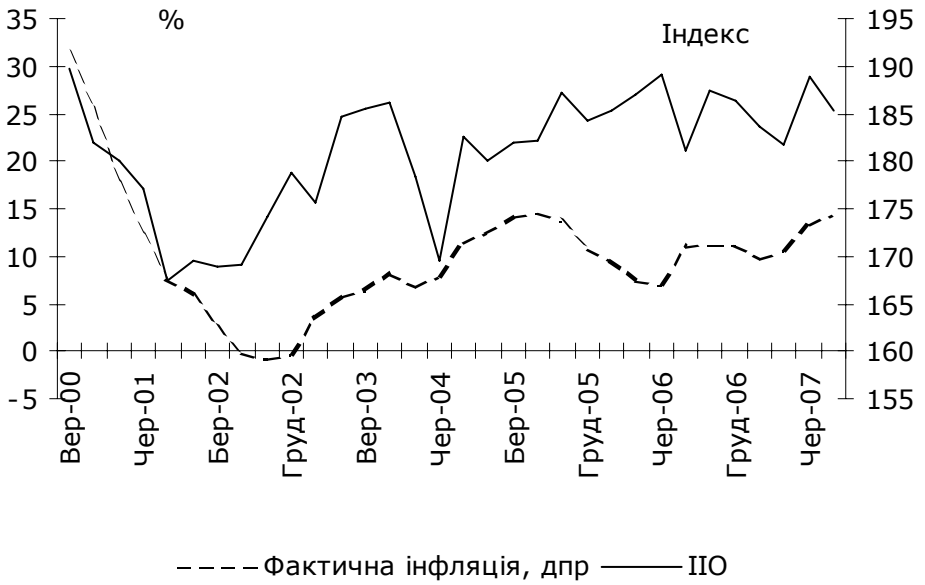
"Спільне опитування споживчих настроїв" МЦПД-GfK Україна

"Індекс інфляційних очікувань" (ІІО) визначається в рамках "Спільного опитування споживчих настроїв" в Україні, що проводиться МЦПД та GfK Україна. Поряд із "Індексом споживчих настроїв" (ІСН), "Індексом поточної становища" (ІПС), "Індексом економічних очікувань" (ІЕО) та "Сподіваними змінами безробіття" (СЗБ) ІІО обчислюється із результатів вибіркового опитування українських домогосподарств, яке охоплює 1000 людей віком від 15 до 59 років, на яких припадає основна частка споживчих витрат в Україні. Респонденти у вибірці відрізняються не тільки за віком, але й за статтю і типом населеного пункту (село, невелике місто, місто середнього розміру та метрополія). Гранична помилка дослідження – 3,2%[18].

Методологія оцінки ІІО достатньо проста і базується виключно на одному запитанні: як ви думаєте, чи зміняться ціни на основні споживчі товари та послуги у наступні 1-2 місяці? Різниця часток відповідей, що вказують на зростання і зниження інфляції, і є індексом інфляційних очікувань (потім додається 100 пунктів з метою уникнення від'ємних значень). Тому значення ІІО коливається в межах від 0 до 200, де 0 означає, що всі респонденти очікують зниження інфляції, тоді як 200 пунктів свідчать про те, що всі респонденти очікують підвищення інфляції.

Рисунок 4

ІІО[19] та фактична інфляція



Джерело: МЦПД

З вищесказаного видно, що ряди МЦПД є єдиними рядами інфляційних очікувань, що зібрані на основі опитування споживачів. Тому вони є дуже важливими для оцінки розвитку інфляційних очікувань в Україні. Попередні оцінки показують, що кореляція між ІО та майбутньою фактичною інфляцією[20] дорівнює 0,55, що перевищує кореляцію між ІО та майбутньою фактичною інфляцією, що дорівнює 0.31[21]. втім, важко зробити висновки

[18] www.icps.com.ua

[19] На графіку очікувана інфляція вказана для періоду, в якому проводиться опитування, тобто, якщо людей опитують в січні 2007 року, відповідне значення очікуваної інфляції на графіку показане в березні 2007 року і порівнюється з фактичною інфляцією в цьому періоді.

[20] В ролі фактичної інфляції ми взяли фактичну річну інфляцію в наступному місяці, за яким слідувало опитування. Наприклад, індекс отриманий в січні 2007 року корелював з інфляцією за період березень 2006 року-березень 2007 року.

[21] В ролі фактичної інфляції ми взяли інфляцію місяця, в якому було проведене опитування. Наприклад, індекс отриманий в січні 2007 року корелював з фактичною інфляцією за період січень 2006 року-січень 2007 року.

про природу очікувань, спираючись тільки на кореляційний аналіз. Знову таки, квантифікація якісних даних, як це показано в літературі, та глибше вивчення взаємозв'язків між різними інфляційними індексами та очікуваною інфляцією має допомогти виявити передбачу вальну здатність індексу, який збирають МЦПД та Gfk Ukraine.

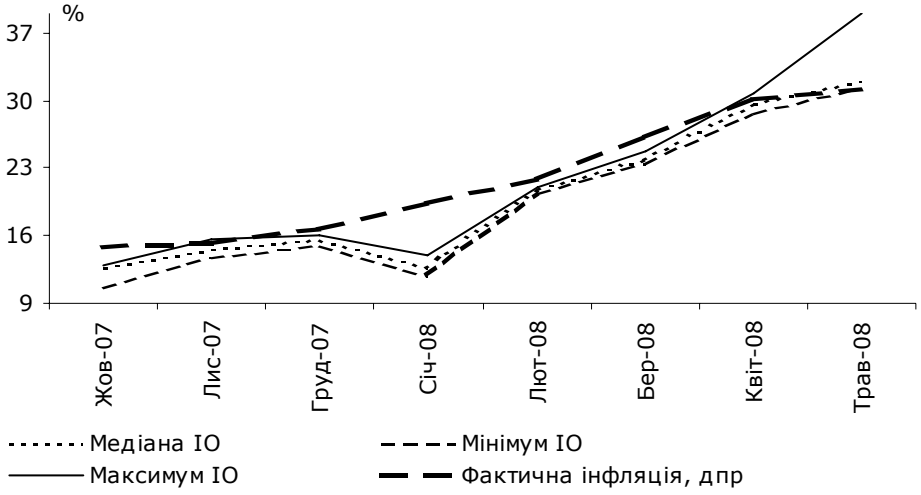
В той же час слід було б і надалі вдосконалювати методологію опитування для забезпечення стабільної періодичності та переходу до панельних даних, що є однією з ключових передумов для проведення опитувань про інфляційні очікування.

Опитування інформаційними агентствами (Reuters, Bloomberg, Consensus Economics)

В ході цих регулярних опитувань професійних економістів в банках та дослідницьких установах ставлять питання про їх інфляційні очікування. Результати цих опитувань потім надсилають передплатникам цих інформаційних агентств. Опитування Reuters проводиться наприкінці кожного місяця (перед виходом наступного прогнозу) і респондентів просять спрогнозувати місячну та річну інфляцію, а також інфляцію за весь рік. Наприклад, в червні 2008 року Reuters просить прогноз інфляції в червні 2008 року та інфляції до кінця року. Рисунок 5 показує прогноз Reuters (медіану, мінімум та максимум) та фактичну інфляцію:

Рисунок 5

Інфляційні очікування[22] (ІО) та фактична інфляція



Джерело: Державний комітет статистики України

Опитування Bloomberg [23] щомісяця випускає "Український економічний прогноз". Методологія дуже подібна до методології Reuters. Це опитування також включає прогноз місячної та річної інфляції з розбивкою на медіану, середню, найнижчі та найвищі значення. Оскільки учасники опитувань майже ті самі, а методології ідентичні, потреби розглядати методології Reuters та Bloomberg окремо немає.

Окрім того, ми намагалися виявити кореляцію між ІО та фактичною інфляцією, що буде через два місяці, але вона виявилася нижчою. Це означає, що споживачі краще передбачають інфляцію на рік вперед, ніж інфляцію на два місяці вперед, що пояснюється волатильністю короткострокової інфляції.

[22] На графіку очікувана інфляція вказана для періоду, в якому проводиться опитування, тобто, якщо людей опитують в січні 2007 року, відповідне значення очікуваної інфляції на графіку показане в лютому 2007 року на графіку.

[23] Результати опитування спираються на оцінки аналітиків Альфа Банк Україна, Конкорд Капітал, Драгон Капітал (Київ), Dresdner Bank, Фойл Сек'юрітіз, ING, Merrill Lynch, Міленіум Капітал, Ренесанс Капітал та Тройка Діалог Україна.

Consensus Economics наразі проводить опитування в більш ніж 25 країнах Східної Європи ("Східноєвропейський консенсус-прогноз"), в якому більш ніж 150 професійних економістів просять спрогнозувати ключові економічні змінні. У випадку України, зараз близько 11 організацій надають прогнози річної споживчої інфляції на поточний календарний рік та наступний, а також відповідні квартальні прогнози. Компанія публікує як індивідуальні, так і усереднені прогнози.

Опитування прогнозистів є важливим інструментом для оцінки інфляційних очікувань в країні, що доведено в третій частині на прикладі міжнародного досвіду. На жаль, доступні дані опитувань є надто короткими для оцінки передбачувальної здатності опитувань. Необхідні будуть подальші дослідження, щоб була доступною більша кількість спостережень.

4.2 Ринкові методи

На цей момент не існує прив'язаних до інфляції (реструктуризованих) облігацій, випущених українським урядом (чи іншим органом). Тому через нестачу доступних інструментів не можна отримати ринкові інфляційні очікування.

В 2000 році український уряд випустив прив'язані до інфляції (реструктуризовані) облігації (так звані ПОВД). Втім, цих інструментів не було в обігу, їх зберігали в НБУ. Більше того, лише купон був прив'язаний до інфляції, а не відсотки. Хоч спочатку купон був прив'язаний до офіційних прогнозів інфляції, в 2005 році була зроблена прив'язка до фактичної історичної інфляції. Все це зробило отримання інфляційних очікувань описаним в попередній частині методом неможливим.

5. Висновки та рекомендації

Очікування майбутньої інфляції впливає на поточну поведінку економічних агентів багатьма способами – контракти про зарплату є важливим прикладом в цьому плані. В цьому напрямку економічна теорія встановлює важливий зв'язок між такими очікуваннями та утворенням фактичних цін. Тому утримання інфляційних очікувань на низькому рівні є передумовою успішного подолання інфляції.

Для НБУ, який як центральний банк несе основну відповідальність в боротьбі з інфляцією, такі очікування є ключовою інформативною змінною в його далекоглядній грошово-кредитній політиці. Хоч заходи НБУ автоматично не пов'язані з такою інформацією, вони роблять вагомий вклад у процес прийняття рішень. При цьому інші гілки державної влади також можуть впливати на інфляційну динаміку. Щоб знизити інфляційні очікування та утримувати їх на постійно низькому рівні, необхідними є чіткі та послідовні заяви та проведення зваженої політики (соціальної, в сфері оплати праці). Такі заяви, якщо вони користуються довірою, можуть мати прямий вплив на поведінку економічних агентів та допомогти в підтримці боротьби НБУ з інфляцією. З іншого боку, якщо такі заяви не відповідають загальній меті протистояння інфляції або не мають довіри, тоді може виникнути спіраль інфляційних очікувань, що призведе до ще більшої інфляції. Тут варто згадати про вплив офіційних урядових прогнозів на інфляційні очікування. Нереалістично низькі оцінки інфляції – які не спираються ні на поточну динаміку, ні на оцінки інших організацій – не викликають довіри та не допоможуть управляти очікуваннями агентів. Скоріше за все, уряд втратить довіру, а його потенційний вплив на інфляційні очікування послабне.

Рекомендація 1: Зниження та утримання інфляційних очікувань на низькому рівні повинно стати спільним завданням для всіх гілок влади, оскільки це є передумовою боротьби з інфляцією. Заходи для боротьби з інфляцією повинні бути оголошені заздалегідь, щоб вони мали вплив на очікування.

Оскільки очікування не можна спостерігати на пряму, їх треба виміряти. Один спосіб – це отримати їх опосередковано з ринкових даних про прив'язані до інфляції облігації. Втім, ці інструменти є недоступними в Україні, що робить цей спосіб неможливим для

використання[24]. Другий спосіб виміряти очікування – це прямий метод опитування. В цьому плані порівняння діючих в Україні опитувань з міжнародними вказує на деякі шляхи для вдосконалення. Хоч опитування про короткострокові очікування на 1-2 місяці наперед проводяться (МЦПД-GfK Україна) в Україні, їх найдовший часовий горизонт для очікувань складає всього 12 місяців (НБУ). Щоб краще стежити за довгостроковими очікуваннями, питання про довгострокові інфляційні очікування (тобто на 2 роки вперед або принаймні на поточний та наступний календарний роки) мають бути включені до опитування. Ця практика є широко поширеною в дослідженнях в розвинених країн і може бути запроваджена в майбутньому в Україні (наприклад на 5 років).

Причина включення до опитувань питань про довгострокові очікування не пов'язана з їх передбачу вальною здатність, оскільки вона є природно нижчою, ніж у короткострокових очікувань. Перевага вимірювання очікувань на різні часові перспективи полягає в тому, що вони мають різний інформаційний зміст. В той час, як короткострокові очікування є показником безпосереднього цінового тиску, довгострокові очікування є більш інформативними в плані довіри до відповідних органів влади, особливо до центрального банку. Низька довіра до НБУ (тобто низький рівень довіри населення до його дій), що відображається в таких високих довгострокових очікуваннях, свідчить про значну неефективність заходів монетарної політики. Ці тривожні сигнали акцентують увагу на зміцнення основ проведення грошово-кредитної політики. Належне управління інфляційними очікуваннями є ключовим завданням, що задекларовано в основах середньострокової монетарної політики НБУ, особливо в умовах таргетування інфляції (ТІ).

Домогосподарства мають активніше залучатися до таких опитувань. На разі лише МЦПД проводить опитування домогосподарств, в той час як всі інші (НБУ, ІЕД) використовують дані підприємств. Покладання на інформацію підприємств видається дійсно важливим, оскільки процес ціноутворення в Україні значною мірою базується на рішеннях фірм в контексті утворення ними цінової надбавки. Втім, інформація від домогосподарств надасть подальше розуміння та доповнення існуючих даних. Цікаво зазначити, що підприємства не відіграють такої важливої ролі на розвинених ринках, як респонденти.

Рекомендація 2: Має бути здійснено більше спроб для вдосконалення вимірювальної методології опитувань, що проводяться в Україні. По-перше, має бути розширений секторальний зріз та ширше представлені домогосподарства. В такий спосіб, можна отримати важливу інформацію про ціновий тиск на найближчий період. По-друге, часовий горизонт очікувань має бути розширений, оскільки довгострокові очікування дають додаткову цінну інформацію. В той час як індикативна функція таких довгострокових очікувань є другорядним питанням, вони віддзеркалюють довіру до центрального банку, а тому є дуже корисними.

Наявні дані опитувань є неоднаково доступними для населення. В той час як деякі опитування є доступними та отримують значну увагу в засобах масової інформації, інші опитування надсилаються лише передплатникам (як у випадку з інформаційними агентсвами, такими як Reuters, Bloomberg тощо). Водночас, це перешкоджає поріняльному вивченню різних показників, аналізу інформації та визначенню відмінностей і спільних ознак. Центральні банки в розвинених країнах, такі як ЄЦБ, відстежують та публікують такі порівняльні огляди інфляційних очікувань в своїх зверненнях до населення. НБУ може взяти лідерство в забезпеченні порівняльного аналізу різних опитувань в Україні. В умовах відсутності показників в режимі реального часу, отриманих за допомогою прив'язаних до інфляції облігацій, такий регулярний моніторинг доступних показників може збільшити інформацію, доступну населенню.

Рекомендація 3: Необхідним є регулярний моніторинг та порівняльний аналіз всіх доступних даних опитувань. Наслідуючи приклад інших центральних банків, таких як ЄЦБ, НБУ може взяти лідерство в цій сфері.

Коли стануть доступними детальніші та довші часові ряди, більше досліджень має бути присвячено їх детальному порівняльному аналізу. В цьому дослідженні ми провели

[24] Ця робота не має на меті обґрунтовувати випуск таких прив'язаних до інфляції облігації з економічної точки зору. Змога виміряти інфляційні очікування є одним фактором аналізу витрати-доходи, але не єдиним.

попередній аналіз, використовуючи відносно прості статистичні концепції (кореляційний аналіз). У випадках, коли було доступно достатньо даних (опитування ІЕД та МЦПД-Gfk Ukraine), результати показали деякий успіх у передбаченні майбутньої фактичної інфляції на основі даних очікувань (особливо у випадку опитування ІЕД). Втім, ці попередні результати мають бути підкріплені використанням більш формальних методів, які б спиралися на перетворення якісних даних в кількісні. Основне занепокоєння викликає якість опитувань в плані прогнозу фактичної інфляції, тобто чи демонструють люди раціональні очікування. Це включає перш за все аналіз прогнозів на незміщеність оцінок, тобто чи люди в середньому систематично не відхиляються від фактичної інфляції. Подальші кроки повинні намагатися визначити, чи є прогнози ефективними, тобто чи використовують вони всю наявну інформацію. Економетричні дослідження мають включати тут аналіз помилок прогнозування, її автокореляцію та того, чи включення інших змінних покращить якість прогнозу. Якщо гіпотезу про раціональність очікувань відкинуто, мають бути протестовані інші гіпотези, наприклад, про формування спрямованих на минуле очікувань чи змішаних (гібридних) моделей. В цьому випадку можна отримати більше інформації про сутність механізму формування очікувань, особливо якщо прогнози розділено на короткострокові та довгострокові.

В той час, як вплив очікувань на фактичну інфляцію теоретично є усіма визнаним фактом, їх дійсна суть залишається предметом дискусій. Знову-таки, дані опитувань можуть пролити світло на цю проблему шляхом кількісного аналізу теоретичних аспектів з використанням економетрики. Це може дати нове розуміння ролі очікувань в інфляційній динаміці.

Рекомендація 4: Відносно простий кореляційний аналіз, що ми провели, виявив передбачу вальну здатність очікувань різних опитувань, показово, що одне з них проведене ІЕД. Втім, як тільки детальніші та триваліші часові ряди про очікування будуть доступними, більше зусиль має бути прикладено для їх аналізу. Цей аналіз включає якість очікувань в плані передбачення фактичної інфляції (об'єктивності та ефективності), альтернативні гіпотези утворення очікувань та проведення кількісного аналізу їх ролі в інфляційній динаміці.

Список останніх консультативних робіт

1. Вчимося «плавати»: рекомендації щодо валютної політики України в період переходу до таргетування інфляції, Рікардо Джуччі, Роберт Кірхнер, Віталій Кравчук, консультативна робота PP 01, Червень 2008
2. Державно - приватне партнерство у секторі автомобільних доріг України. Ключові принципи для досягнення успіху, Фердінанд павел, консультативна робота W16, Лютий 2008
3. Реформування поштового сектору в Україні: покращення поштових послуг але не поштамту, Ларс Хандріх, Свен Хейтзлер, консультативна робота W15, Лютий 2008
4. Як сплачуєте, так і отримуєте! Реформування принципів фінансування лікарень в Україні, Ларс Хандріх, Олександра Бетлій, консультативна робота W14, Лютий 2008
5. Міжнародна фінансова криза: Ризики і рекомендації для України, Рікардо Джуччі, Роберт кірхнер та Вероніка Мовчан, консультативна робота W13, Лютий 2008
6. Україна та ЕВРО-2012 Як гарантувати його економічний потенціал, Фердінанд Павел, Наталія Сисенко, консультативна робота W12, Грудень 2007
7. Чи слід мені залишитись, чи слід їхати? Українська міграція в економічному розрізі Олександр Данзер та Ларс Хандріх, консультативна робота W11, Грудень 2007
8. Висока інфляція в Україні: аналіз і рекомендації, Рікардо Джуччі, Роберт Кірхнер та Віталій Кравчук, консультативна робота W10, Грудень 2007
9. Зовнішні запозичення приватного сектору та зростання кредитів в Україні: Тенденції та рекомендації для економічної політики, Рікардо Джуччі Роберт Кірхнер та Юлія Полєтаєва, консультативна робота W9, Грудень 2007
10. Прорив у приватизації електроенергетичного сектора? Пропозиція Міністерства палива та енергетики, Фердінанд Павел, Олег Крикавський та Інна Юзефович, консультативна робота W8, Жовтень 2007
11. Криза німецької системи соціального медичного страхування - уроки для України, Ларс Хандріх, Олександра Бетлій, консультативна робота W7, Вересень 2007
12. Реструктуризація державного боргу перед НБУ: бюджетні витрати Рікардо Джуччі, Роберт Кірхнер та Віталій Кравчук, консультативна робота W6, Вересень 2007
13. Контракти з первинними дилерами державних цінних паперів. Міжнародне порівняння та висновки для України Крістоф Требеш, Рікардо Джуччі, консультативна робота W5, Серпень 2007
14. Ціни на житло в Україні: тенденції, аналіз та рекомендації для економічної політики, Рікардо Джуччі, Роберт Кірхнер, Інна Юзефович та Ярослава Сучок, консультативна робота W4, Серпень 2007
15. Цінові шоки і ринкові реформи: кількісна оцінка, Фердінанд Павел, консультативна робота W3, Травень 2007
16. Зміна статусу боргу Кабінету Міністрів перед НБУ: можливі варіанти, by Рікардо Джуччі, Роберт Кірхнер та Віталій Кравчук, консультативна робота W2, Червень 2007

Консультативні роботи та наукові матеріали у відкритому доступі: http://www.ier.kiev.ua/English/papers/papers_eng.phtml. За більш детальною інформацію з питань підписки на наші регулярні видання, звертайтесь до Аліни Долі: dolya@ier.kiev.ua.