

ИНФЛЯЦИОННЫЕ ОЖИДАНИЯ КАК ФАКТОР ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ ФИНАНСОВЫХ АКТИВОВ В РОССИИ

*Гуров Илья Николаевич¹
МГУ имени М.В. Ломоносова
Экономический факультет
Аспирант кафедры «Финансы и Кредит»
(г. Москва, Россия)*

Аннотация

В статье рассматривается влияние инфляционных ожиданий на инвестиционную привлекательность различных классов финансовых активов, а также даются рекомендации по повышению инвестиционной привлекательности путем управления инфляционными ожиданиями. Инвестиционная привлекательность всех классов финансовых активов (акций, облигаций, облигаций с привязкой доходности к инфляции, банковских депозитов, инструментов инвестиций в недвижимость) негативно зависит от непредвиденной инфляции. Высокие значения инфляции могут существенно снизить реальную доходность инвесторов, а неопределенность относительно будущей инфляции – повысить воспринимаемые систематические риски, что приведет к увеличению премий за риск в структуре процентных ставок. В статье показано, что для повышения инвестиционной привлекательности финансовых активов в России важно применять методы управления инфляционными ожиданиями, в том числе, обеспечивать согласованность целевых значений и прогнозов инфляции, повышать горизонты установления целевых значений инфляции, публиковать детализированные доверительные интервалы отклонений инфляции от целевых значений.

Ключевые слова: инфляционные ожидания, финансовые активы, инвестиционная привлекательность.

JEL коды: В 260, Е 310, Е 430, Е 400, Е 520.

¹ Гуров И.Н., ingurov@mail.ru

1. Введение

В современной экономической литературе акцент часто делается на долгосрочных последствиях проводимой денежно-кредитной политики. Факт благотворного влияния стабильных и низких инфляционных ожиданий на экономический рост признается большинством экономистов. При этом в последние десятилетия был разработан широкий спектр мер по воздействию на инфляцию и управлению инфляционными ожиданиями. Настоящая работа посвящена исследованию одного из каналов влияния инфляционных ожиданий на экономическое развитие, который заключается в том, что стабилизация инфляционных ожиданий может повысить инвестиционную привлекательность финансовых активов, что увеличит спрос на них.

2. Влияние инфляционных ожиданий на инвестиционную привлекательность финансовых активов

Еще Милтон Фридман (Friedman, 1976, с. 272) отмечал, что на поведение экономических агентов оказывают влияние именно инфляционные ожидания, а не сама инфляция, а Джеймс Тобин (Tobin, 1978) рассматривал доверие к денежным властям как один из факторов инфляционных ожиданий в рамках действия трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики. Одним из каналов воздействия инфляционных ожиданий на макроэкономическую конъюнктуру является влияние ожидаемой инфляции на инвестиционные характеристики финансовых активов, такие как ожидаемые риски и ожидаемая реальная доходность. Возможное негативное влияние непредвиденной инфляции на реальную доходность по финансовым активам отражается в риске непредвиденной инфляции. Далее рассматривается зависимость инвестиционной привлекательности различных классов финансовых активов от инфляции и инфляционных ожиданий.

В экономической литературе выделяются следующие традиционные классы финансовых активов: акции, облигации, облигации с привязкой доходности к инфляции, банковские депозиты, инструменты инвестиций в недвижимость. Критерием для выделения класса активов является однородность показателей доходности и подверженности рискам. В связи с этим, доходности различных классов финансовых активов не коррелируют между собой (Capital Market Expectations, 2012). Однако, как будет показано далее, реальная доходность всех основных классов финансовых активов негативно зависит от непредвиденной инфляции.

Инвестиции в акции не предоставляют своим владельцам совершенной защиты как от ожидаемой, так и от непредвиденной инфляции (Ang et al., 2012, с. 3), в частности, по причине, налоговых эффектов, издержек меню на уровне экономики в целом и невозможности компаний своевременно изменять цены. Так, Ф.С. Картаев (2012) отмечает, что в условиях высокой инфляции на финансовый результат компаний существенное влияние оказывают издержки меню. Корреляция доходности индекса SP500 и инфляции в США является отрицательной и составляет -0,52 (Ang et al., 2012, с. 8). Таким образом, номинальная доходность по инвестициям в акции, в среднем, не только не компенсирует даже части роста цен, но и отрицательно зависит от инфляции. При повышении субъективных прогнозов участников рынка по инфляции, потери в стоимости акций увеличиваются, что отражает негативное влияние роста инфляционных ожиданий на доходность акций. При этом в ряде статей отмечается, что на сравнительно более длительных промежутках времени акции дают своим владельцам сравнительно более

хорошую защиту от непредвиденной инфляции (Wilcox, 2012). Однако в целом можно резюмировать, что инвестиции в акции подвержены негативному влиянию роста инфляционных ожиданий и увеличению неопределенности относительно будущей инфляции.

На облигации непредвиденная инфляция может оказывать еще более негативное влияние. Денежные потоки по обыкновенным облигациям (купоны и основной долг) номинированы в величинах, не привязанных к инфляции, поэтому непредвиденная инфляция может существенно снизить реальную доходность. Так, в США в 1970-е гг. владельцы облигаций понесли большие убытки из-за непредвиденной инфляции. По имеющимся оценкам, даже при снизившейся инфляции в 1980-е гг. инвесторы также требовали высокие премии за риск инфляции, которые уменьшились в США только в 1990-е гг. (Capital Market Expectations, 2012, с. 94).

В таблице ниже представлены расчеты потери покупательной способности бескупонных облигаций в зависимости от величины непредвиденной инфляции.

Таблица 1.

Непредвиденные потери покупательной способности бескупонных облигаций (в процентах от номинала) при превышении фактической инфляции над ожидаемой²

Среднегеометрическое отклонение фактической инфляции от ожидаемой	1 п.п.	2 п.п.	3 п.п.	5 п.п.	10 п.п.
Облигация сроком погашения 3 года	2,97 %	5,88 %	8,73 %	14,26 %	27,10 %
Облигация сроком погашения 5 лет	4,90 %	9,61 %	14,13 %	22,62 %	40,95 %
Облигация сроком погашения 10 лет	9,56 %	18,29 %	26,26 %	40,13 %	65,13 %
Облигация сроком погашения 20 лет	18,21 %	33,24 %	45,62 %	64,15 %	87,84 %
Облигация сроком погашения 30 лет	26,03 %	45,45 %	59,90 %	78,54 %	95,76 %

Как видно из таблицы 1, непредвиденная инфляция может оказывать крайне негативное влияние на реальную покупательную способность облигаций. Так, если инвестор приобретает и держит до погашения 10-летнюю облигацию, а за указанный период инфляция превышает ожидаемую, в среднем, на 3 п.п., то непредвиденные потери покупательной способности составят более 26 % от номинальной стоимости облигации. Следует добавить, что риску непредвиденной инфляции подвержены облигации всех эмитентов, в том числе и государственные облигации, и облигации корпораций с высоким кредитным рейтингом. Фактически, суверенные облигации, традиционно воспринимаемые в качестве безрисковых, в условиях высокой неопределенности относительно будущей инфляции становятся высокорискованными.

Следует отметить, что облигации могут выпускаться с плавающими процентными ставками, а также со встроенными опционами (правом продажи или правом выкупа). Наличие дополнительных опций может несколько изменить степень влияния непредвиденной инфляции на реальную доходность облигаций. В частности, при росте

² Составлено автором на основании проведенных расчетов.

инфляции купонные выплаты по облигациям с плавающими ставками должны возрасти, если номинальные процентные ставки и инфляция положительно коррелируют. Однако, во-первых, рост купонных выплат может не полностью компенсировать величину инфляции, а, во-вторых, номинал облигации не изменяется при росте инфляции, вследствие чего непредвиденная инфляция может существенно снизить покупательную способность номинала облигации. Таким образом, в частности, облигации с плавающими процентными ставками не могут предоставлять совершенную защиту от непредвиденной инфляции.

Обобщая вышеотмеченное, можно сделать вывод, что инвестиции в облигации сильно, в большей мере, чем акции, подвержены риску непредвиденной инфляции, а рост инфляционных ожиданий или увеличение неопределенности ситуации относительно будущей инфляции негативно скажется на инвестиционной привлекательности облигаций.

На практике принимались попытки разработки финансовых инструментов, защищающих инвесторов от непредвиденной инфляции. В частности, в настоящее время в ряде стран выпускаются облигации с привязкой доходности к инфляции. Заметим, что объем эмиссии подобных казначейских облигаций в США³ был существенно увеличен в последние годы (Fleckenstein et al., 2010).

Облигации с привязкой к инфляции являются отдельным от облигаций классом финансовых активов в силу особых профилей рисков и доходностей. Отмечается также (Capital Market Expectations, 2012, с. 242), что доходности подобных облигаций слабо коррелируют с доходностями других классов финансовых активов, что в соответствии с выделенным выше критерием позволяет отнести их к отдельному классу активов.

Облигации с привязкой доходности к инфляции представляют собой долговые ценные бумаги, номинал которых каждый период индексируется на фактическую инфляцию, а купонные выплаты определяются исходя из фиксированных купонных ставок и индексированного номинала. Гипотетически данные облигации могут выступать совершенной защитой от инфляции, так как в соответствии с их структурой и номинал, и купонные выплаты будут увеличиваться в точности пропорционально инфляции. Однако на практике облигации с привязкой доходности к инфляции не всегда обеспечивают защиту от непредвиденной инфляции. Многие экономисты исследовали вопросы несовершенного ценообразования подобных облигаций. Отмечалось, что в условиях небольшого объема рынка подобных облигаций, на их ценообразование существенно влияет спрос со стороны крупных финансовых институтов (Capital Market Expectations, 2012, с. 95). В ряде исследований было показано, что в структуре доходности облигаций с привязкой к инфляции довольно существенным является компонент премии за ликвидность (Ang et al., 2012, с. 3). Следует добавить, что официальная инфляция, на которую индексируются доходы по подобным облигациям, может не соответствовать инфляции продуктового набора конкретного инвестора, что также может помешать обеспечению защиты покупательной способности вложенных средств от непредвиденной инфляции.

В России долговые инструменты со структурой, строго соответствующей облигациям с привязкой доходности к инфляции, еще не выпускались, однако опыт США показывает, что использование подобных облигаций не позволяет на практике минимизировать подверженность риску инфляции (Fleckenstein et al., 2010). Таким образом, имеются основания полагать, что только при создании в России ликвидных рынков облигаций с

³ В США выпускаются Казначейские облигации с защитой от инфляции, Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS).

привязкой доходности к инфляции, данные инструменты могут эффективно защищать от инфляции.

В России у домохозяйств популярным средством инвестирования сбережений является их размещение на банковских депозитах. С точки зрения риска инфляции инвестиционные характеристики банковских депозитов во многом являются подобными инвестиционным характеристикам обыкновенных облигаций, которыми владеют до погашения. В связи с этим подверженность банковских депозитов риску инфляции может рассматриваться аналогично облигациям. Непредвиденная инфляция негативно отражается на покупательной способности самого вклада и процентов по нему, вследствие чего размещение средств на банковских депозитах не предоставляет защиту от непредвиденной инфляции.

Рассмотрим далее подверженность рискам инфляции различных инструментов инвестиций в недвижимость. В развитых странах широко распространены формы прямых и непрямых инвестиций в недвижимость, однако, в целом, влияние инфляции во многом является схожим для всех форм инвестиций. В ряде статей отмечается, что инвестиции в недвижимость лучше защищают от инфляции по сравнению с облигациями и банковскими вкладами, но несколько уступают по степени защиты от непредвиденной инфляции акциям (Hoesli, MacGregor, 1997), (Bond, Seiler, 1998). Отмечается также, что в долгосрочном периоде инвестиции в недвижимость дают более высокую защиту от непредвиденной инфляции, чем в краткосрочном (Chatrath, Liang, 1998). Однако, в целом, можно сделать вывод, что инвестиции в недвижимость подвержены риску непредвиденной инфляции. При росте инфляционных ожиданий или неопределенности относительно будущей инфляции инвестиционная привлекательность инструментов инвестиций в недвижимость существенно снизится.

Таким образом, инвестиционная привлекательность всех рассмотренных классов финансовых активов подвержена существенному негативному влиянию непредвиденной инфляции, росту инфляционных ожиданий и увеличению неопределенности относительно будущей инфляции.

3. Особенности формирования инфляционных ожиданий в России

В России в последние два десятилетия имела место высокая и нестабильная инфляция, а систематическое превышение целевых значений инфляции негативно отразилось на доверии экономических агентов к денежным властям. Касательно формирования инфляционных ожиданий в России целесообразно отметить следующие особенности.

Во-первых, динамика инфляции в России на 71,6–91,8 % объясняется динамикой инфляции прошлого года, что создает адаптивное давление на ожидания (Таблица 2). Такой высокой зависимости от инфляции прошлого периода не выявлено не только в развитых странах, но и в других странах группы БРИК (в Бразилии, Индии, Китае). Заметим, что в целях проведения статистически значимых оценок была проведена проверка рядов инфляции на стационарность с использованием теста Дики–Фуллера. Ряды годовой инфляции за период 1999–2002 гг. в США, зоне Евро и России являются стационарными на 1 % уровне значимости, в Китае ряды инфляции стационарны на 5 % уровне значимости, а в Бразилии и Индии стационарность рядов инфляции на 5 % уровне значимости выявить не удалось.

Таким образом, выявленная зависимость инфляции от значений прошлого года в Бразилии может быть признана статистически не значимой.

Таблица 2.

Объясняющая способность⁴ зависимости текущей инфляции от значений инфляции прошлого года (за период 1999–2012 гг.)

Объясняющая способность зависимости:	США	Зона Евро	Бразилия	Россия	Индия	Китай
инфляции от значений прошлого года	– ⁵	–	27,7 %	91,8 %	–	19,5 %
инфляции от значений прошлого года для первых разностей	33,8 %	–	–	71,6 %	25,7 %	–

Помимо вышеотмеченного, на высокую адаптивную составляющую инфляционных ожиданий оказывает влияние индексация заработных плат в государственных компаниях и ведомствах, а также пенсий на уровень инфляции, в результате чего у существенной части населения увеличиваются доходы по причинам, не связанным с ростом производительности, что приводит к последующему росту цен. Помимо этого в России до 2013 г. традиционно увеличивались тарифы пропорционально инфляции, что также создавало адаптивное давление на ожидания.

Даже прогнозы потенциально склонных к формированию рациональных ожиданий экономических агентов⁶ на 85 % объясняются инфляцией прошлого периода, то есть де-факто являются статическими. К подобным экономическим агентам можно отнести крупные финансовые институты и нефинансовые компании, а также домохозяйства с высоким запасом капитала или домохозяйства, обладающие достаточным уровнем экономической грамотности. Данные группы экономических агентов могут получать и анализировать большой объем информации в целях построения собственных прогнозов инфляции, либо быть заинтересованными в приобретении соответствующих прогнозов (Loleit, Gurov, 2011). Однако, как показывают приведенные выше оценки, в России данные группы экономических агентов при формировании инфляционных ожиданий ориентируются, в основном, только на значения инфляции прошлого периода.

Во-вторых, инфляция в России была не только более высокой, чем в развитых странах и других странах группы БРИК, но и менее стабильной (Таблица 3).

Таблица 3.

Сравнительные показатели инфляции (π – среднегодовая инфляция, в процентах; σ – среднегодовое стандартное отклонение инфляции, в процентных пунктах)⁷

Период	США	Зона Евро	Бразилия	Россия	Индия	Китай
1999–2012 гг.	$\pi = 2,31\%$ $\sigma = 1,04$ п.п.	$\pi = 2,12\%$ $\sigma = 0,53$ п.п.	$\pi = 6,67\%$ $\sigma = 2,39$ п.п.	$\pi = 13,30\%$ $\sigma = 7,77$ п.п.	$\pi = 6,84\%$ $\sigma = 2,59$ п.п.	$\pi = 2,04\%$ $\sigma = 2,30$ п.п.

⁴ Под объясняющей способностью зависимости в настоящем исследовании подразумевается коэффициент R^2 , равный доли объясненных с помощью построенной регрессии колебаний зависимой переменной (инфляции текущего периода или первой разности инфляции).

⁵ Здесь и далее: значимая зависимость не выявлена.

⁶ Расчет проводился на основании консенсус-прогнозов по инфляции, формируемых Центром Развития ВШЭ (www.dcentre.ru), и годовых данных по инфляции за 2000–2012 гг.

⁷ Составлено автором на основании проведенных расчетов.

Высокие колебания инфляции в России в прошлые периоды на фоне невыполнения целевых значений инфляции и невысокого уровня прозрачности денежно-кредитной политики создают неопределенность относительно будущей динамики инфляции. Таким образом, воспринимаемая экономическими агентами вероятность совпадения их ожиданий с фактической инфляцией является крайне низкой.

В-третьих, заявленные целевые значения и официальные прогнозы инфляции до 2010 г. включительно систематически не выполнялись. Среднее превышение за 2000–2010 гг. фактической инфляции над официальными прогнозами и целевыми значениями инфляции составляло 2,1–3,4 процентных пункта, в зависимости от источника прогнозов (в частности, в настоящем исследовании рассматривались прогнозы Министерства экономического развития и Министерства финансов). Следует отметить, что официальные прогнозы инфляции могут не являться обязательными для исполнения денежными властями, однако большинство экономических агентов не различают такие источники информационных сигналов, как целевые значения инфляции, публикуемые Банком России, и официальные прогнозы инфляции, публикуемые Министерством экономического развития, Министерством финансов и другими государственными ведомствами. В связи с этим, даже несоблюдение официальных прогнозов инфляции может оказывать негативное влияние на уровень доверия экономических агентов к денежным властям (Tobin, 1978).

В-четвертых, официальные прогнозы инфляции, объявляемые различными государственными ведомствами (в частности, Министерством Экономического Развития и Министерством Финансов), а также целевые значения инфляции, публикуемые Банком России, в последние годы были не согласованными между собой. Среднее отклонение между целевыми значениями инфляции и различными официальными прогнозами за 2001–2010 гг. составляло около 3,2 п.п. Большой разброс официальных прогнозов инфляции также создает высокую неопределенность относительно будущего уровня цен у экономических агентов.

Таким образом, инфляционные ожидания в России являются адаптивными или даже статическими в настоящее время. При этом неопределенность относительно будущей инфляции является очень высокой, а оцениваемая экономическими агентами вероятность выполнения целевых значений по инфляции, напротив, низкой. Однако в связи с этим высокую роль приобретают достигнутые в 2011–2013 гг. успехи в антиинфляционной политике в России, выражающиеся в снижении инфляции до 6,5 %, стабилизации темпов инфляции, попадания фактической инфляции в целевой интервал. А.С. Лолейт и И.Н. Гуров (2011) отмечали, что подобные успехи могут создавать благоприятные условия для повышения управляемости инфляционными ожиданиями. Таким образом, целесообразно проводить исследование возможных позитивных изменений в экономической конъюнктуре при снижении и стабилизации инфляционных ожиданий.

4. Управление активами в условиях неопределенности относительно будущей инфляции

Ранее в настоящем исследовании было рассмотрено влияние инфляционных ожиданий и неопределенности относительно будущей инфляции на инвестиционную привлекательность отдельных классов финансовых активов. Однако часто инвесторы формируют портфели ценных бумаг, состоящие из ряда классов финансовых активов. В целях защиты от непредвиденной инфляции в долгосрочном периоде можно выбирать в

бóльших объемах сравнительно менее подверженные риску инфляции классы активов (акции и недвижимость), и в меньших объемах более подверженные риску инфляции классы активов (облигации и банковские вклады). Однако подобные методы не позволяют учесть подверженность финансовых активов большому числу различных систематических рисков (кредитных, процентных, рисков ликвидности), в связи с чем построение портфелей с защитой от непредвиденной инфляции является нетривиальной задачей. Многие экономисты пытались построить портфели, защищающие от непредвиденной инфляции, однако полученные результаты, как правило, не давали хороших результатов (Ang et al., 2012, с. 8). В развитых странах существуют производные финансовые инструменты, позволяющие минимизировать риски инфляции. В частности, в США выпускаются свопы на инфляцию, однако их низкая ликвидность и присущие их эмитентам кредитные риски не всегда дают возможность должным образом защищать инвесторов от рисков непредвиденной инфляции (Fleckenstein et al., 2010, p. 5).

Таким образом, реальная доходность всех отдельных классов финансовых активов, а также сформированных на их основании портфелей, негативно зависит от непредвиденной инфляции. В связи с этим, неопределенность относительно будущего уровня цен является негативным фактором для покупателей финансовых активов. В частности, в соответствии с концепцией управления активами и пассивами⁸ для домохозяйств важна покупательная способность их активов, а не их номинальная стоимость (Downing et al., 2012). Поэтому неопределенность относительно будущей инфляции негативно влияет на инвестиционное поведение домохозяйств, поскольку наличие высоких рисков делает нецелесообразным формирование сбережений, поэтому в российской экономике имеет место дефицит финансовых ресурсов.

Следует добавить, что домохозяйства не всегда владеют финансовыми активами напрямую. Так, существенным объемом финансовых активов в экономике владеют финансовые институты. Более того, на первичном рынке ценных бумаг финансовые активы обычно приобретаются различными финансовыми институтами. Как было отмечено выше, и реальная, и номинальная доходность акций негативно зависят от инфляции. Таким образом, даже если финансовый институт заинтересован в получении номинальной, а не реальной доходности, то для него все равно будет существенным риск инфляции при инвестициях в акции. Однако номинальная доходность, в частности, облигаций, при прочих равных условиях, не зависит от инфляции. Поэтому для финансовых институтов, приобретающих облигации, риск инфляции будет существенным, только если их интересует именно реальная, а не номинальная доходность. В связи с этим важно определить значимость риска инфляции не только для домохозяйств, но и для финансовых институтов.

Конечными бенефициарами финансовых институтов являются, как правило, домохозяйства. Так, например, с точки зрения концепции управления активами и пассивами, управляющие пенсионных фондов и паевых инвестиционных фондов также должны быть заинтересованы в обеспечении реальной доходности, поскольку от результативности инвестиций пенсионных фондов зависят распределения домохозяйствам, которые заинтересованы в получении именно реальной доходности. Более того, с учетом проводимой пенсионной реформы, высокая инфляция может не просто ухудшить будущее финансовое положение домохозяйств, но и повысить риски потери капитала для домохозяйств,

⁸ Asset-Liability Management, ALM.

состоящих из пенсионеров и не имеющих доходов, кроме получаемых от финансовых активов.

Пассивы ряда финансовых институтов могут не зависеть от инфляции, либо изменяться в стоимости пропорционально активам при непредвиденной инфляции. В частности, если обязательства коммерческого банка по срокам погашения соответствуют активам, то банк будет в меньшей степени подвержен рискам непредвиденной инфляции. Однако, как показывает мировая практика, в общем объеме депозитов преобладают сравнительно краткосрочные, а, в целом, банки действуют с существенным гэпом ликвидности (Матовников, 2013, с. 11). По состоянию на конец 2013 г., в России доля рублевых депозитов сроком погашения более 3 лет составляет всего 7,8 % от общего объема рублевых депозитов, а средний срок до погашения рублевых депозитов составляет около 8 месяцев; доля рублевых кредитов сроком погашения более 3 лет составляет 40,1 %, а средний срок до погашения рублевых кредитов составляет около 14 месяцев⁹. На уровне экономики в целом данные несоответствия можно рассматривать как благоприятный фактор, поскольку долгосрочные кредиты нефинансовым компаниям позволяют реализовывать капиталоемкие проекты, обеспечивающие рост потенциального объема выпуска в экономике. Однако в условиях нестабильной инфляции в долгосрочном периоде данное несоответствие между активами и пассивами по срокам погашения может приводить к негативным последствиям, поскольку банки будут сталкиваться с реализацией процентного риска при отклонении инфляции от ожидаемой.

5. Выводы и рекомендации

Доходность всех рассмотренных в настоящей статье классов финансовых активов негативно зависит от непредвиденной инфляции. Рост инфляционных ожиданий и высокая неопределенность относительно будущей инфляции отрицательно влияют на спрос на финансовые активы в экономике.

Облигации и банковские депозиты в наибольшей степени подвержены рискам непредвиденной инфляции, росту инфляционных ожиданий и увеличению неопределенности относительно будущей инфляции. Структура облигаций с привязкой доходности к инфляции позволяет обеспечивать защиту от инфляции, но на практике данные инструменты оказываются несовершенным хеджем от инфляции, в частности, по причине низкой ликвидности рынка, на котором они обращаются. Инвестиции в акции и недвижимость также не предоставляют инвесторам совершенной защиты от непредвиденной инфляции.

Инфляционные ожидания в России являются преимущественно адаптивными или даже статическими, доверие к денежным властям находится на низком уровне, а неопределенность относительно будущей инфляции является высокой. Данные факторы являются негативными с точки зрения обеспечения инвестиционной привлекательности финансовых активов, поскольку домохозяйствам, а также ряду финансовых институтов, необходимо учитывать неопределенность относительно будущей инфляции при осуществлении инвестиций.

В период 2011–2013 гг. в России могут быть отмечены некоторые достижения в области проведения антиинфляционной политики, однако инфляция в России по-прежнему остается высокой и нестабильной по сравнению с развитыми странами. В связи с этим,

⁹ Рассчитано на основании данных официального сайта Центрального Банка РФ www.cbr.ru.

важной задачей при проведении денежно-кредитной политики является стабилизация инфляционных ожиданий, учитываемых экономическими агентами при оценке ожидаемой реальной доходности и ожидаемого риска инвестиций в финансовые активы, что позволит повысить их инвестиционную привлекательность в России. При этом на основе проведенного в настоящем исследовании анализа можно сформировать ряд предложений для денежных властей. В частности, для повышения инвестиционной привлекательности финансовых активов целесообразно:

1. Согласовывать между собой целевые значения инфляции и все официальные прогнозы, озвучиваемые различными органами государственной власти.
2. Устанавливать более долгосрочные целевые значения инфляции (в настоящее время целевые значения устанавливаются только на 3 года), так как на рынках капитала экономическим агентам необходимо формировать долгосрочные ожидания.
3. Публиковать более детализированные доверительные интервалы целевых значений по инфляции (в настоящее время указываются только интервалы $\pm 0,5$ п.п. и $\pm 1,5$ п.п.).

В дополнение следует отметить, что было бы полезным публиковать сценарный анализ возможной динамики инфляции в зависимости от ряда факторов. Целесообразность данной меры обусловлена тем, что инфляция в России зависит от ряда неподконтрольных денежным властям факторов, таких как цены на нефть и объем урожая. Публикация аналитики по подобным рискам позволит снизить неопределенность экономических агентов относительно будущей инфляции в случае подобных внешних шоков, что благоприятно отразится на инвестиционной привлекательности финансовых активов.

Тем не менее, важно и в дальнейшем обеспечивать достижение заявленных целей по инфляции. Стабильные успехи в антиинфляционной политике позволят повысить уровень доверия к денежным властям и сформировать якорь инфляционных ожиданий. В соответствии с концепцией квази-адаптивных ожиданий (Loleit, Gurov, 2011), в условиях информационной экономики экономические агенты в меньшей степени будут ориентироваться на адаптивные ожидания, и в большей степени будут формировать прогнозы инфляции в соответствии с целевыми значениями, устанавливаемыми Банком России. Неопределенность относительно будущей инфляции также будет снижена, что благотворно повлияет на инвестиционную привлекательность финансовых активов в России.

Следует добавить, что создание якоря и стабилизация инфляционных ожиданий также благотворно повлияет и на финансово-инвестиционную деятельность нефинансовых компаний. В частности, снижение воспринимаемых рисков инфляции приведет к удешевлению финансирования, вследствие чего все больше капиталоемких инвестиционных проектов будут удовлетворять требованию положительной приведенной стоимости. Дальнейшее исследование данных аспектов представляет особый интерес.

Список литературы

Виноградов Д.В., Дорошенко М.Е. Финансово-Денежная Экономика. Москва: Издательский дом ГУ-ВШЭ, 2009.

- Картаев Ф.С. Издержки меню, монетарная политика и долгосрочный экономический рост: Научные исследования экономического факультета. Электронный журнал. Том 4. Выпуск 2. 2012. С. 37–48.
- Лолейт А.С., Гуров И.Н. Процесс формирования инфляционных ожиданий в условиях информационной экономики. Деньги и Кредит. Москва. № 1. 2011.
- Лолейт А.С., Гуров И.Н. Оценка влияния темпов роста денежной массы на инфляцию в России. Москва. 2008. Электронный журнал. www.fond-fir.ru
- Матовников М. Банковская система России и долгосрочные ресурсы // Деньги и кредит. 2013. № 5. С. 11–20.
- Alternative Investments, Risk Management and the Application of Derivatives. CFA Program Curriculum. Level 3. Vol. 5. CFA Institute. Pearson, 2012.
- Ang A., Briere M., Signori O. Inflation and Individual Equities. National Bureau of Economic Research. Working paper 17798. 2012.
- Bond M., Seiler M. Real Estate Returns and Inflation: An Added Variable Approach. The Journal of Real Estate Research, Vol. 15, № 3. 1998. P. 327–337.
- Capital Market Expectations, Market Valuation and Asset Allocation. CFA Program Curriculum. Level 3. Vol. 3. CFA Institute. Pearson, 2012.
- Chatrath A., Liang Y. REITs and Inflation: A Long-Run Perspective. Journal of Real Estate Research 16:3. 1998. P. 311–325.
- Demertzis M., Marcellimo M, Viegi N. Anchors for Inflation Expectations. EUI Working Papers. 2009.
- Downing C., Longstaff F., Rierson M. Inflation Tracking Portfolio. National Bureau of Economic Research. 2012.
- Fleckenstein M., Longstaff F., Lustig H.. Why Does the Treasury Issue TIPS? The TIPS-Treasury Bond Puzzle. UCLA Anderson School. 2010.
- Friedman M. Inflation and Unemployment. The University of Chicago. Illinois. USA. Nobel Memorial Lecture. 1976. P. 267–286.
- Geraats P. Trends in Monetary Policy Transparency. CESifo Economic Studies. Working Paper 2584. Category 7: Monetary Policy and International Finance. 2009.
- Hoesli M., MacGregor B. Inflation Hedging Versus Inflation Protection in the US and the UK. Papers 97.09, Ecole des Hautes Etudes Commerciales, Universite de Geneve. 1997.
- Loleit A., Gurov I. The Process of Formation of Inflation Expectations in an Information Economy. Basel. IFC Bulletin. № 34. 2011.
- Tobin J. Monetary Policy and the Economy: the Transmission Mechanism. Southern Economic. № 44. 1978.
- Wilcox S. Equity Valuation and Inflation: a Review (a summary). Research Foundation of CFA Institute. 2012. P. 35–38.

INFLATION EXPECTATIONS AS A FACTOR OF FINANCIAL ASSETS INVESTMENT ATTRACTIVENESS IN RUSSIA

Ilya Gurov¹⁰

The Lomonosov Moscow State University

Faculty of Economics

Post graduate student

(Moscow, Russia)

Abstract

The article considers the influence of inflation expectations on the investment attractiveness of different financial asset classes and provides recommendations on its investment attractiveness improvement by inflation expectations management. Investment attractiveness of all asset classes (equity, fixed income, inflation indexed bonds, bank deposits, real estate investment instruments) negatively depends on unexpected inflation. High inflation can significantly decrease real return for investors, and inflation uncertainty can increase perceived systematic risks that leads to risk premiums increase in the interest rates structure. It is shown in the article that in order to increase investment attractiveness of financial assets in Russia it is important to apply inflation expectations management methods, in particular, to provide consistency of inflation targets and official forecasts, to increase inflation target horizons, to publish detailed confidence intervals of deviations between inflation and its targets.

Key words: inflation expectations, financial assets, investment attractiveness.

JEL codes: B 260, E 310, E 430, E 400, E 520.

¹⁰ Gurov I. ingurov@mail.ru