

Научная статья

УДК 336.748.12:330.43

JEL E31, D84, C22, E52, G12

DOI 10.25205/2542-0429-2026-26-1-5-22

Факторы, влиявшие на динамику инфляционных ожиданий в России в период 2015–2024 годов

Ирина Александровна Сомова¹, Артем Леонидович Мартынов¹
Константин Борисович Кайгородцев²

¹ Новосибирский государственный университет
Новосибирск, Россия

² Санкт-Петербургский государственный университет
Санкт-Петербург, Россия

i.somova@g.nsu.ru, <https://orcid.org/0000-0001-9353-9336>
a.martynov1@alumni.nsu.ru, <https://orcid.org/0009-0004-8881-3504>
st121661@student.spbu.ru, <https://orcid.org/0009-0002-9462-9506>

Аннотация

Российская экономика в период с 2015 по 2024 г. столкнулась с небывалым количеством различных по своей природе шоков, среди которых в первую очередь необходимо выделить беспрецедентное санкционное давление со стороны западных стран и введенные ограничения в связи с пандемией COVID-19. Перманентные нестабильность и неопределенность общеэкономической конъюнктуры в последнее десятилетие привели к формированию устойчиво высоких инфляционных ожиданий у экономических агентов, превышающих уровень фактической инфляции в полтора-два раза, о чем свидетельствуют данные Центрального банка, основанные на результатах социологических опросов фонда «Общественное мнение». Несмотря на усилия, прикладываемые Центральным банком в сфере информационной политики, до настоящего времени сохраняется качественный разрыв между объективной экономической динамикой и ее субъективным восприятием экономическими агентами, что, безусловно, создает дополнительные проблемы для регулятора, целью которого является поддержание инфляции на стабильном уровне вблизи четырех процентов. Так, неоправданно пессимистичные настроения потребителей приводят к резкому повышению спроса на товары первой необходимости каждый раз, когда появляется возможность поддаться панике, будь то введение первых ковидных ограничений или введение первых пакетов санкций после начала специальной военной операции. Возникшее ускорение темпов роста потребительских цен на отдельные категории товаров в условиях их дефицита выступает как дополнительный проинфляционный фактор при продолжающемся воздействии вызвавших его шоков на инфляционную динамику, ввиду чего Центральный банк вынужден прибегать к экстраординарным мерам для возвращения контроля над ситуацией, где в качестве примера можно привести рекордное увеличение ключевой ставки на десять с половиной процентных пунктов в феврале

© Сомова И. А., Мартынов А. Л., Кайгородцев К. Б., 2026

2022 г. В этом контексте становится значимым изучение факторов формирования инфляционных ожиданий, определению которых и посвящена данная статья. При этом в качестве субъектов ожиданий рассматриваются не только среднестатистические домохозяйства, ожидания которых ежемесячно публикуются Центральным банком, но и экономисты по сфере своей деятельности, представленные участниками финансовых рынков. Ожидания последних авторы статьи оценили самостоятельно с помощью метода биржевых индикаторов, в своей основе предполагающего использование спреда доходности номинальной и индексируемой на инфляцию государственной облигации как прокси ожидаемой инфляции. Далее на основе обзора академической литературы, собранной статистической информации и непосредственно экономической логики, были выбраны отдельные экономические показатели, гипотеза о влиянии которых на инфляционные ожидания рассматриваемых групп экономических агентов проверялась посредством проведения регрессионного анализа с использованием данных в помесечном и поквартальном выражении для периода с 2015 по 2024 г. Результаты представленного исследования могут быть полезны Центральному банку при проведении информационной политики, а также найдут применение в моделях прогнозирования инфляции.

Ключевые слова

инфляционные ожидания, инфляция, волатильность, потребительский спрос, ключевая ставка, курс доллара, фондовый рынок

Для цитирования

Сомова И. А., Мартынов А. Л., Кайгородцев К. Б. Факторы, влиявшие на динамику инфляционных ожиданий в России в период 2015–2024 годов // Мир экономики и управления. 2026. Т. 26, № 1. С. 5–22. DOI 10.25205/2542-0429-2026-26-1-5-22

Factors Influencing the Dynamics of Inflation Expectations in Russia during the Period 2015–2024

Irina A. Somova¹, Artyom L. Martynov¹,
Konstantin B. Kaygorodtsev²

¹ Novosibirsk State University
Novosibirsk, Russian Federation

² Saint-Petersburg State University
Saint-Petersburg, Russian Federation

i.somova@g.nsu.ru, <https://orcid.org/0000-0001-9353-9336>
a.martynov1@alumni.nsu.ru, <https://orcid.org/0009-0004-8881-3504>
st121661@student.spbu.ru, <https://orcid.org/0009-0002-9462-9506>

Abstract

The Russian economy faced an unprecedented number of diverse shocks between 2015 and 2024, among which the unprecedented sanctions pressure from Western countries and the restrictions imposed due to the COVID-19 pandemic must be highlighted first and foremost. The persistent instability and uncertainty in the overall economic environment over the last decade have led to the formation of consistently high inflation expectations among economic agents, exceeding the level of actual inflation by one and a half to two times, as evidenced by Central Bank of Russia data based on sociological surveys conducted by the Public Opinion Foundation (FOM). Despite the efforts undertaken by the Central Bank in the realm of communication policy, a qualitative gap persists to this day between objective economic dynamics and its subjective perception by economic agents. This undoubtedly creates additional challenges for the regulator, whose objective is to maintain inflation at a stable level close to four percent. For instance, unduly pessimistic consumer sentiment leads to sharp increases in demand for essential goods whenever an opportunity for panic arises, be it the introduction of the first COVID restrictions or the initial sanctions packages following the start of the Special Military Operation. The resulting acceleration in consumer price growth for specific categories of goods under conditions of scarcity acts as an additional

pro-inflationary factor, while the initial shocks continue to impact inflation dynamics. Consequently, the Central Bank is forced to resort to extraordinary measures to regain control over the situation. A notable example is the record key rate hike of ten and a half percentage points in February 2022. In this context, studying the factors shaping inflation expectations becomes significant, which is the focus of this article. The subjects of expectations considered include not only average households, whose expectations are published monthly by the Central Bank, but also professional economists represented by financial market participants. The authors independently assessed the expectations of the latter group using a market-based indicators approach, fundamentally relying on the spread between the yields of nominal and inflation-indexed government bonds as a proxy for expected inflation. Subsequently, based on a review of academic literature, collected statistical information, and direct economic logic, specific economic indicators were selected. Hypotheses regarding the influence of these indicators on the inflation expectations of the considered groups of economic agents were tested through regression analysis using monthly and quarterly data for the period from 2015 to 2024. The results of this study may prove useful for the Central Bank in conducting its communication policy and also have potential applications in inflation forecasting models.

Keywords

inflation expectations, inflation, volatility, consumer demand, key rate, US dollar exchange rate, stock market

For citation

Somova I. A., Martynov A. L., Kaygorodtsev K. B. Factors Influencing the Dynamics of Inflation Expectations in Russia during the Period 2015–2024. *World of Economics and Management*, 2026, vol. 26, no. 1, pp. 5–22. (in Russian) DOI 10.25205/2542-0429-2026-26-1-5-22

Подходы к изучению инфляционных ожиданий в современной науке

Прежде всего, в зависимости от контекста каждого конкретного исследования, предметная область которого необходимо затрагивает инфляционные ожидания, последние можно или оценивать, или моделировать, что составляет два принципиально разных фокуса рассмотрения инфляционных ожиданий. К моделированию инфляционных ожиданий чаще всего прибегают при оценивании различных модификаций кривой Филлипса, где проверяется гипотеза об их адаптивном или рациональном механизме формирования. В этом направлении классической можно считать работу (Gali, 1999), также следует упомянуть отечественные исследования (Соколова, 2014) и (Аверина, 2018). Во всех трех случаях в результате оценивания гибридной неокейнсианской кривой Филлипса подтвердилась значимость и адаптивной, и рациональной компоненты формирования инфляционных ожиданий, причем в России адаптивная компонента преобладает, в отличие от еврозоны и США. Следует отметить, что для моделирования инфляционных ожиданий могут быть предложены не только классические тривиальные модели адаптивного или рационального типа, но и их более сложные модификации, где в качестве примера можно привести исследование (Rondina, 2018).

Подходы к измерению инфляционных ожиданий в работах различных авторов более вариативны, но все же могут быть сведены к трем основным методам: методу социологических опросов, методу биржевых индикаторов и методу анализа больших данных. Метод социологических опросов предполагает измерение инфляционных ожиданий на основе информации, полученной непосредственно от субъектов. При этом большинство вопросов ориентированы не на количественные, а на качественные ответы; собранные качественные данные впоследствии преобразуются в оцененные инфляционные ожидания с помощью специальных методов квантификации, обеспечивающих значительную точность такого преоб-

разования. Метод социологических опросов использует Банк России; специфика его подхода излагается в статье (Хазанов, 2015). Ограничения применяемого Центральным банком метода вероятностной квантификации подробно рассматриваются в исследовании (Teraí, 2009). Необходимо упомянуть, что с помощью проведения социологических опросов можно измерять инфляционные ожидания не только совокупности экономических агентов, но и любой их конкретной выборки. Например, Интерфакс и Центр развития НИУ ВШЭ проводят опросы среди аналитиков. В целом, метод социологических опросов является наиболее надежным и разработанным методом, но также наиболее ресурсоемким и неоднозначным по своим результатам; первое обусловливается его масштабностью, а второе – влиянием разного рода случайных факторов, неизбежно возникающих в любых социологических исследованиях.

Метод биржевых индикаторов, в отличие от метода социологических опросов, позволяет измерить инфляционные ожидания нетривиальным, объективно опосредованным образом, используя данные, полученные с фондового рынка. В основе такого подхода лежит уравнение Фишера, связывающее безрисковые номинальную и реальную ставки процента с инфляционными ожиданиями:

$$\pi_t^e = i_t - r_t,$$

где i_t и r_t могут быть выражены через доходности номинальной и индексируемой на инфляцию государственных облигаций с помощью их корректировки на величину соответствующих рисков – премии за неопределенность уровня инфляции и премии за разность в уровне ликвидности:

$$i_t = i_t^{nom} - p_t^\pi,$$

$$r_t = r_t^{real} - p_t^{liq},$$

$$\pi_t^e = (i_t^{nom} - p_t^\pi) - (r_t^{real} - p_t^{liq}) = i_t^{nom} - r_t^{real} + p_t^{liq} - p_t^\pi,$$

где i_t^{nom} – доходность номинальной государственной облигации; r_t^{real} – доходность индексируемой на инфляцию государственной облигации; p_t^π – премия за неопределенность уровня инфляции; p_t^{liq} – премия за разность в уровне ликвидности. p_t^π интерпретируется как надбавка к доходности, получаемая владельцем номинальной государственной облигации в качестве компенсации за будущие инфляционные риски, от которых данная облигация не застрахована. В свою очередь, p_t^{liq} интерпретируется как надбавка к доходности, получаемая владельцем индексируемой на инфляцию государственной облигации в качестве компенсации за ее меньшую ликвидность, связанную с относительно слабой развитостью рынка данных облигаций. Для спреда доходностей номинальной и индексируемой на инфляцию государственных облигаций в академической литературе часто используется следующее обозначение:

$$BEIR = i_t^{nom} - i_t^{real},$$

где *BEIR* – break-even inflation rate («безубыточный уровень инфляции»), или ожидаемый уровень инфляции, при котором доходности номинальной и индексируемой на инфляцию государственных облигаций будут сопоставимы на горизонте инвестирования. Таким образом, показатель *BEIR* уже является индикатором инфляционных ожиданий, но необходимость его корректировки на величину рассмотренных премий для получения более точных оценок инфляционных ожиданий подтверждается результатами исследований (Gürkaynak, 2010; Söderlind, 2011).

В качестве прокси премии за разность в уровне ликвидности, как правило, используют разность доходностей *off-the-run* и *on-the-run* облигаций, обозначаемую как *on-off-the-run premium* (Söderlind, 2011; Жемков, 2017). Данные облигации представляют собой два последовательно эмитированных выпуска со схожими характеристиками, где *on-the-run*-облигация выпущена позднее и, следовательно, более ликвидна, но обладает меньшей доходностью к погашению, чем *off-the-run*-облигация, что обусловлено распределением спроса со стороны инвесторов. Таким образом, *on-off-the-run premium* может быть интерпретирована как надбавка к доходности, компенсирующая меньшую ликвидность, т. е. как премия за разность в уровне ликвидности. Столь же однозначный подход для получения премии за неопределенность уровня инфляции еще не был найден; некоторые авторы в качестве ее прокси используют волатильность уровня инфляции (Kajuth, 2011; Azoulay, 2014), другие – волатильность инфляционных прогнозов аналитиков (Söderlind, 2011; Жемков, 2017). Последнее может представляться более точным, однако формирование однородной выборки с адекватным количеством наблюдений даже для небольшого временного промежутка на практике оказывается почти невыполнимой задачей, ввиду чего авторы статьи отдают предпочтение первому подходу.

Следует отметить, что объективность метода биржевых индикаторов одновременно является и его основным достоинством, и его основным недостатком; оторванность оцененных инфляционных ожиданий от их субъектов, с одной стороны, преодолевает зашумление разного рода случайными факторами, а с другой стороны, ставит под сомнение сам конечный результат – точно ли объективная конструкция может достоверно описывать динамику субъективного показателя? Однако относительная простота рассматриваемого метода, отсутствие затрат на проведение измерений и возможность получения инфляционных ожиданий участников финансовых рынков без проведения отдельных социологических опросов среди них обуславливает определенную популярность данного метода, во всяком случае, за рубежом. В России первые государственные облигации, индексируемые на инфляцию, были эмитированы сравнительно недавно – в июле 2015 г., и с тех пор в общей сумме было произведено лишь пять выпусков таких ценных бумаг, что говорит об относительно слабой развитости данного сегмента российского рынка облигаций. В связи с этим сравнительно немногие отечественные авторы прибегают к методу биржевых индикаторов для измерения инфляционных ожиданий; можно выделить статью (Жемков, 2017) как одно из первых

российских исследований в рамках данной тематики. Следует отметить, что результаты, полученные «на заре» формирования рынка индексируемых на инфляцию государственных облигаций, могут быть поставлены под сомнение ввиду отсутствия проверки временем, однако сейчас, спустя десять лет после его появления, открывается определенная ретроспектива, которая позволяет авторам данной статьи (и другим исследователям) использовать соответствующую методологию более уверенно, аккумулируя предыдущий академический и статистический опыт.

Метод анализа больших данных появился сравнительно недавно и, вероятно, обладает наибольшими перспективами среди всех рассмотренных ранее методов. Традиционно он предполагает измерение инфляционных ожиданий на основе анализа поисковых запросов в Google или другой поисковой системе, где примером может служить исследование (Guzman, 2011); теоретическое обоснование такого подхода представлено в статье (Bauer, 2014). Также для оценивания инфляционных ожиданий проводят анализ комментариев в новостных ресурсах; здесь можно выделить работы отечественных авторов (Голощапова, 2017; Матевосова, 2023). Необходимо отметить, что метод анализа больших данных позволяет оценить инфляционные ожидания на основе информации, полученной непосредственно у субъектов, что роднит его с методом социологических опросов; при этом сбор необходимой информации производится неявным образом, ввиду чего сам факт проведения исследования не искажает получаемые результаты, как и в случае метода биржевых индикаторов. Впрочем, неоднородность активности различных пользователей сети Интернет, в известной мере обусловленная разным уровнем их эмоциональной устойчивости, участие в дискуссиях компьютерных программ, маскирующихся под реальных людей, последствия разного рода информационных войн и других субъективных эффектов, а также отсутствие должной глубины проработки используемой методологии в настоящее время не позволяют методу анализа больших данных полностью заменить традиционные методы измерения инфляционных ожиданий.

Измерение инфляционных ожиданий участников финансовых рынков

В данном исследовании изучаются механизмы формирования инфляционных ожиданий двух категорий субъектов – домохозяйств и участников финансовых рынков. Если ожидания первых ежемесячно публикуются Центральным банком¹, то ожидания последних были оценены непосредственно в ходе проведения исследования с помощью метода биржевых индикаторов. В качестве резюме приведенного ранее обзора данного метода можно указать следующее соотношение:

$$\pi_t^e = BEIR + p_t^{liq} - p_t^\pi,$$

из которого инфляционные ожидания могут быть получены непосредственным образом. Предварительно следует отметить, что временной промежуток измерения инфляционных ожиданий в данной статье включает в себя период с июля 2015 г. по декабрь 2024 г., поскольку первый выпуск российских государственных

¹ Источником данных о динамике доходности облигаций здесь и далее выступает сайт ПАО «Московская биржа». URL: <https://www.moex.com> (дата обращения: 06.05.2025).

облигаций, индексируемых на инфляцию, был произведен именно в июле 2015 г., о чем уже говорилось ранее.

Для получения показателя *BEIR* авторы использовали две пары облигаций, что обусловлено изменением структуры российского рынка государственных облигаций в течение рассматриваемого периода; с 17.07.2015 г. по 15.09.2020 г. использовались выпуски ОФЗ-52001-ИН и ОФЗ-26215-ПД, а с 16.09.2020 г. по 31.12.2024 г. – выпуски ОФЗ-52003-ИН и ОФЗ-26228-ПД². Номинальная государственная облигация выбиралась в пару к индексируемой на инфляцию государственной облигации на основе соответствия их сроков погашения; поскольку используемая в качестве доходностей облигаций ставка *YIELDCLOSE* – доходность к погашению по цене последней сделки – рассчитывается как ставка в годовом выражении, то при равных сроках погашения номинальной и индексируемой на инфляцию государственных облигаций разность их доходностей является индикатором среднегодовых инфляционных ожиданий вплоть до срока погашения данных облигаций. Усреднением данных в ежедневном выражении была получена среднемесячная динамика показателя *BEIR*, представленная на рис. 1.



Источник: составлено авторами.

Рис. 1. Среднемесячная динамика показателя *BEIR* в 2015–2024 гг.

Fig. 1. Average monthly dynamics of the *BEIR* indicator in 2015–2024

В качестве премии за разность в уровне ликвидности авторы статьи рассматривают *on-off-the-run premium*, что соответствует общему академическому нарративу. Для вычисления данного показателя также использовались две пары облигаций: до 15.09.2020 г. использовались выпуски ОФЗ-26205-ПД и ОФЗ-26211-ПД, с 16.09.2020 г. – выпуски ОФЗ-26221-ПД и ОФЗ-26225-ПД. Логика построения конкретных пар облигаций основывалась на поиске ценных бумаг с незначитель-

² Источником данных о динамике доходности облигаций здесь и далее выступает сайт ПАО «Московская биржа». URL: <https://www.moex.com> (дата обращения: 06.05.2025).

ным временным разрывом между их выпусками при соответствии основных характеристик данных облигаций (прежде всего, сроков обращения); кроме того, подбирались облигации, эмитированные незадолго до начала рассматриваемых подпериодов (17.07.2015; 16.09.2020), поскольку on-off-the-run premium имеет содержательную интерпретацию лишь на первых этапах жизненного цикла off-the-run и on-the-run облигаций. Как и в случае с показателем *BEIR*, усреднением данных в ежедневном выражении была получена среднемесячная динамика on-off-the-run premium, или премии за разность в уровне ликвидности, представленная на рис. 2.



Источник: составлено авторами.

Рис. 2. Среднемесячная динамика премии за разность в уровне ликвидности в 2015–2024 гг.

Fig. 2. Average monthly dynamics of premium for the level of liquidity difference in 2015–2024

В качестве премии за неопределенность уровня инфляции в данном исследовании по изложенным ранее причинам принимается волатильность индекса потребительских цен, отражающего инфляционную динамику; она рассчитывалась ежемесячно как стандартное отклонение значений индекса за предыдущие 12 месяцев³. Среднемесячная динамика премии за неопределенность уровня инфляции представлена на рис. 3.

Теперь можно оценить инфляционные ожидания, скорректировав показатель *BEIR* на величину рассчитанных премий. Результаты такой корректировки представлены на рис. 4.

³ Источником информации о динамике Индекса потребительских цен выступает сайт Федеральной службы государственной статистики РФ. URL: <https://rosstat.gov.ru/> (дата обращения: 06.05.2025).



Источник: составлено авторами.

Рис. 3. Среднемесячная динамика премии за неопределенность уровня инфляции в 2015–2024 гг.

Fig. 3. Average monthly dynamics of the inflation uncertainty premium in 2015–2024



Источник: составлено авторами.

Рис. 4. Показатель BEIR и инфляционные ожидания в 2015–2024 гг.

Fig. 4. BEIR indicator and inflation expectations in 2015–2024

Итак, мы измерили инфляционные ожидания участников финансовых рынков, используя метод биржевых индикаторов; при этом инфляционные ожидания населения на ежемесячной основе оценивает Центральный банк, данным которого авторы статьи склонны доверять. Наконец, можно перейти к основному этапу

текущего исследования – определению факторов формирования инфляционных ожиданий рассматриваемых категорий субъектов.

Регрессионный анализ факторов формирования инфляционных ожиданий

На основе обзора академической литературы, собранной статистической информации и непосредственно экономической логики, нами была выдвинута гипотеза о влиянии ряда факторов на динамику инфляционных ожиданий в России в период 2015–2024 гг.; для проверки этой гипотезы мы оценивали линейную многофакторную регрессионную модель с включением лагов независимых переменных, представленную ниже:

$$p\pi_t^e = b_0 + b_1 * pKurs_t + b_2 * pMIACR_t + b_3 * pIPCProd_t + b_4 * pWage_t + b_5 * pDenM2_t + b_6 * pICPProm_t + b_7 * pTarGruz_t + b_8 * pRVI_t + \varepsilon_t,$$

где $p\pi_t^e$ – темп прироста инфляционных ожиданий (по данным Центрального банка (социологические опросы ФОМ; по методу биржевых индикаторов); $pKurs_t$ – темп прироста курса доллара США к рублю; $pMIACR_t$ – темп прироста ставки MIACR (Moscow InterBank Actual Credit Rate, однодневная); $pIPCProd_t$ – темп прироста цен на продовольственные товары (на основе ИПЦ на продовольственные товары); $pWage_t$ – темп прироста среднемесячной номинальной начисленной заработной платы; $pDenM2_t$ – темп прироста денежной массы в национальном определении (денежного агрегата M2); $pICPProm_t$ – темп прироста издержек производителей промышленных товаров (на основе ИЦП по ВЭД «Промышленность»); $pTarGruz_t$ – темп прироста тарифов на грузовые перевозки (на основе индекса тарифов на грузовые перевозки); $pRVI_t$ – темп прироста индекса волатильности российского рынка (RVI); $b_0, b_1, \dots, b_8$ – коэффициенты модели; ε_t – ошибка уравнения регрессии.

На предварительном этапе были проведены корреляционный анализ и тестирование временных рядов на стационарность; конкретные спецификации модели тестировались на отсутствие автокорреляции, гетероскедастичности, мультиколлинеарности; лаги объясняющих переменных оценивались на основе их корреляций с объясняемой переменной с учетом сохранения содержательного смысла и статистической адекватности модели. Уровень значимости был установлен на отметке в 10 %, что обусловлено опосредованностью инфляционных ожиданий субъективными факторами и высокой волатильностью данных в рассматриваемый период. Результаты регрессионного анализа факторов формирования инфляционных ожиданий населения с использованием данных в помесечном выражении представлены в табл. 1.

Таким образом, значимыми факторами формирования инфляционных ожиданий населения оказались курс доллара США к рублю, ИПЦ на продовольственные товары, ставка MIACR, среднемесячная начисленная заработная плата. Полученный результат, в общем-то, был предсказуем – все перечисленные показатели или широко освещаются в средствах массовой информации (курс доллара США

Таблица 1

Факторы, влиявшие на динамику инфляционных ожиданий населения в 2015–2024 гг. (помесячные данные)

Table 1

Factors affecting the dynamics of inflation expectations of the population in 2015–2024 (monthly data)

Зависимая переменная	Независимая переменная	Коэффициент	t-статистика	Уровень значимости	Характеристики уравнения
Темп прироста инфляционных ожиданий по данным Центрального банка (социологические опросы ФОМ)	Темп прироста курса доллара США к рублю	0,451 (0,146)	3,095	0,003	$R^2 = 0,375$ $Adj. R^2 = 0,325$ $F\text{-statistic} (4,105) = 13,14$, $p\text{-value} = 0,000$
	Темп прироста цен на прод. товары	2,521 (0,968)	2,603	0,011	
	Темп прироста однодневной ставки МІАСR (лаг 3 мес.)	0,139 (0,055)	2,498	0,014	
	Темп прироста номинальной заработной платы	0,128 (0,048)	2,685	0,008	
	Константа	−0,005 (0,007)	−0,701	0,485	

Примечание: расчеты авторов.

к рублю), или непосредственным образом воздействуют на хозяйственную жизнь субъектов (индексация заработной платы, изменение процентных ставок, динамика цен на продовольственные товары). Домохозяйства, в своем большинстве не обладающие должной экономической грамотностью, закономерно формируют свои ожидания на основе повседневно воспринимаемых признаков инфляции.

Результаты регрессионного анализа факторов формирования инфляционных ожиданий участников финансовых рынков с использованием данных в ежемесячном выражении представлены в табл. 2.

В свою очередь, значимыми факторами формирования инфляционных ожиданий участников финансовых рынков оказались не только «тривиальные», непосредственно наблюдаемые субъектами показатели (курс доллара США к рублю, ставка MIACR, коррелирующая с динамикой ключевой ставки), но и другие содержательные индикаторы будущего уровня инфляции (индекс тарифов на грузовые перевозки, денежная масса M2, индекс цен производителей по ВЭД «Промышленность», индекс волатильности RVI). Таким образом, инфляционные ожидания участников финансовых рынков основываются не на поверхностных эмпирических суждениях, а на рациональном анализе текущей экономической конъюнктуры. Этот результат также был ожидаем, поскольку для участников финансовых рынков ошибка в прогнозе может привести к потере желаемой прибыли, неэффективному управлению рисками и другим негативным последствиям, тогда как среднестатистический потребитель, как правило, ничем не рискует (во всяком случае, в сфере своей профессиональной деятельности).

Также в целях проводимого исследования было интересно проверить, не изменится ли полученный результат при переходе с ежемесячной динамики на поквартальную. Результаты регрессионного анализа факторов формирования инфляционных ожиданий населения и участников финансовых рынков с использованием данных в поквартальном выражении представлены в табл. 3 и табл. 4.

Итак, при переходе к данным в поквартальном выражении результаты регрессионного анализа претерпели определенные изменения: не удалось подтвердить значимость денежной массы M2 и индекса тарифов на грузовые перевозки для формирования инфляционных ожиданий участников финансовых рынков. Впрочем, произведенное усреднение данных привело к потере их внутриквартальной динамики, которая могла обуславливать определенные статистические зависимости. Что же касается содержательной интерпретации механизмов формирования инфляционных ожиданий населения и участников финансовых рынков, рассмотренной при анализе табл. 1 и табл. 2, то она находит свое доказательное подтверждение в обеих спецификациях проведения регрессионного анализа.

Выводы

Инфляционные ожидания субъектов имеют сложные механизмы формирования, обусловленные как объективными, так и субъективными факторами. По этой причине в экономической литературе нет единой модели, которая бы в достаточ-

Таблица 2
Факторы, влиявшие на динамику инфляционных ожиданий участников финансовых рынков в 2015–2024 гг. (помесячные данные)
Table 2
Factors influencing the dynamics of inflation expectations of financial market participants in 2015–2024 (monthly data)

Зависимая переменная	Независимая переменная	Коэффициент	t-статистика	Уровень значимости	Характеристики уравнения
Темп прироста инфляционных ожиданий по методу биржевых индикаторов	Темп прироста курса доллара США к рублю	0,476 (0,154)	3,089	0,003	$R^2 = 0,443$ $\text{Adj. } R^2 = 0,411$ $F\text{-statistic}$ $(6,102) = 13,53,$ $p\text{-value} = 0,000$
	Темп прироста тарифов на грузоперевозки (лаг 3 мес.)	0,316 (0,154)	2,053	0,043	
	Темп прироста однодневной ставки MIACR	0,244 (0,070)	3,469	0,001	
	Темп прироста денежной массы M2	0,676 (0,397)	1,704	0,091	
	Темп прироста издержек производителей (лаг 4 мес.)	0,530 (0,287)	1,846	0,068	
	Темп прироста индекса волатильности RVI	0,081 (0,028)	2,908	0,004	
Константа		−0,012 (0,008)	−1,421	0,158	

Примечание: расчеты авторов.

Таблица 3

Факторы, влиявшие на динамику инфляционных ожиданий населения в 2015–2024 гг. (поквартальные данные)

Table 3

Factors influencing the dynamics of inflation expectations of the population in 2015–2024 (quarterly data)

Зависимая переменная	Независимая переменная	Коэффициент	t-статистика	Уровень значимости	Характеристики уравнения
Темп прироста инфляционных ожиданий по данным Центрального банка (социологические опросы ФОМ)	Темп прироста курса доллара США к рублю	0,445 (0,161)	2,765	0,010	$R^2 = 0,490$ Adj. $R^2 = 0,420$ F-statistic (4,29) = 6,975, p-value = 0,000
	Темп прироста цен на прод. товары	1,345 (0,382)	3,520	0,001	
	Темп прироста однодневной ставки МІАСR	0,123 (0,063)	1,960	0,060	
	Темп прироста номинальной заработной платы (лаг 3 кв.)	0,221 (0,127)	1,732	0,094	
	Константа	−0,018 (0,012)	−1,427	0,164	

Примечание: расчеты авторов.

Таблица 4

Факторы, влиявшие на динамику инфляционных ожиданий участников финансовых рынков в 2015–2024 гг. (поквартальные данные)

Table 4

Factors influencing the dynamics of inflation expectations of financial market participants in 2015–2024 (quarterly data)

Зависимая переменная	Независимая переменная	Коэффициент	t-статистика	Уровень значимости	Характеристики уравнения
Темп прироста инфляционных ожиданий по методу биржевых индикаторов	Темп прироста курса доллара США к рублю	1,254 (0,351)	3,570	0,001	$R^2 = 0,440$ $Adj, R^2 = 0,363$ $F\text{-statistic}$ $(4,29) = 5,694,$ $p\text{-value} = 0,002$
	Темп прироста однодневной ставки MIACR (лаг 1 кв.)	0,370 (0,154)	2,403	0,023	
	Темп прироста издержек производителей (лаг 1 кв.)	0,845 (0,427)	1,981	0,057	
	Темп прироста индекса волатильности RVI (лаг 3 кв.)	0,187 (0,066)	2,853	0,008	
	Константа	−0,022 (0,024)	−0,889	0,381	

Примечание: расчеты авторов.

но, полной мере описывала их динамику через другие показатели, и едва ли такая модель вообще может быть предложена. В приведенном исследовании рассматривалось влияние отдельных экономических показателей на инфляционные ожидания населения и участников финансовых рынков. По результатам регрессионного анализа с использованием данных в помесечном выражении для инфляционных ожиданий населения оказались значимы курс доллара США к рублю, ставка MIACR, цены на продовольственные товары, уровень заработной платы, а для инфляционных ожиданий участников финансовых рынков – первые два показателя, а также индекс тарифов на грузовые перевозки, издержки производителей промышленных товаров, денежная масса M2, волатильность российского рынка; при переходе от помесечной к поквартальной динамике данный результат в целом подтвердился. Таким образом, инфляционные ожидания населения формируются на основе показателей, непосредственно наблюдаемых субъектами. Некоторые из них широко освещаются в средствах массовой информации (курс доллара США к рублю), а другие напрямую воздействуют на хозяйственную жизнь субъектов (процентные ставки, цены на продовольственные товары, уровень заработной платы). В свою очередь, на инфляционные ожидания участников финансовых рынков оказывают влияние различные показатели, как неизбежно воспринимаемые в повседневной жизни, так и недоступные обывателю, но важные с точки зрения общей экономической динамики. При этом инфляционные ожидания субъектов в течение рассматриваемого периода с 2015 по 2024 г. лишь отчасти формировались на основе объективных показателей, искажаясь под влиянием субъективных факторов, о чем свидетельствует относительно невысокий коэффициент детерминации в полученных моделях. Это, однако, не умаляет значимости представленного исследования, результаты которого могут быть полезны Центральному банку при проведении информационной политики, а также имеют потенциальное приложение в моделях прогнозирования инфляции.

Список литературы

- Аверина Д. С. и др.** Построение кривой Филлипса на региональных данных // Экономический журнал ВШЭ. 2018. Т. 22, № 4. С. 609–630.
- Голощапова И. О., Андреев М. Л.** Оценка инфляционных ожиданий российского населения методами машинного обучения // Вопросы экономики. 2017. № 6. С. 71–93.
- Жемков М. И., Кузнецова О. С.** Измерение инфляционных ожиданий участников финансового рынка в России // Вопросы экономики. 2017. № 10. С. 111–122.
- Матевосова А. М.** Исследование инфляционных ожиданий российского населения в условиях санкций на основе больших данных // Вестник Института экономики Российской академии наук. 2023. № 5. С. 181–199.
- Соколова А. В.** Инфляционные ожидания и кривая Филлипса: оценка на российских данных // Деньги и кредит. 2014. Т. 11. С. 61–67.
- Хазанов А. А.** О квантификации инфляционных ожиданий Банком России // Деньги и кредит. 2015. С. 59–63.

- Azoulay E. et al.** Inflation risk premium implied by options // *Journal of Economics and Business*. 2014. Vol. 71. P. 90–102.
- Bauer M. D.** Inflation Expectations and the News // *International Journal of Central Banking*. 2015. Vol. 11. No. 2. P. 1–40.
- Gali J., Gertler M.** Inflation Dynamics: A structural Econometric Analysis // *Journal of Monetary Economics*. 1999. Vol. 44, No. 2. P. 195–222.
- Guzman G.** Internet Search Behavior as an Economic Forecasting Tool: The Case of Inflation Expectations // *The Journal of Economic and Social Measurement*/ 2011. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2004598 (accessed: 06.05.2025).
- Kajuth F., Watzka S.** Inflation expectations from index-linked bonds: Correcting for liquidity and inflation risk premia // *The Quarterly Review of Economics and Finance*/ 2011. Vol. 51. No. 3. P. 225–235.
- Rondina F.** Estimating unobservable inflation expectations in the New Keynesian Phillips Curve. *Econometrics*. 2018. URL: <https://www.mdpi.com/2225-1146/6/1/6> (accessed: 06.05.2025)
- Söderlind P.** Inflation risk premia and survey evidence on macroeconomic uncertainty // *International Journal of Central Banking*. 2011. Vol. 7. No. 2. P. 113–133.
- Terai A.** Measurement error in estimating inflation expectations from survey data: An evaluation by Monte Carlo simulations // *OECD Journal: Journal of Business Cycle Measurement and Analysis*. 2009. No. 2. P. 133–156.
- Gürkaynak R. S. et al.** The TIPS yield curve and inflation compensation // *American Economic Journal: Macroeconomics*. 2010. Vol. 2. No. 1. P. 70–92.

References

- Averina D. S. et al.** Building the Phillips Curve Using Regional Data. *Voprosy Ekonomiki*, 2018, vol. 22, no. 4, pp. 609–630. (In Russ.)
- Azoulay E. et al.** Inflation risk premium implied by options. *Journal of Economics and Business*, 2014, vol. 71, pp. 90–102.
- Bauer M. D.** Inflation Expectations and the News. *International Journal of Central Banking*, 2015, vol. 11, no. 2, pp. 1–40.
- Gali J., Gertler M.** Inflation Dynamics: A structural Econometric Analysis. *Journal of Monetary Economics*, 1999, vol. 44, no. 2, pp. 195–222.
- Goloshchapova I. O., Andreev M. L.** Estimating Inflation Expectations of the Russian Population Using Machine Learning Methods. *Voprosy Ekonomiki*, 2017, no. 6, pp. 71–93. (In Russ.)
- Gürkaynak R. S. et al.** The TIPS yield curve and inflation compensation. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 2010, vol. 2, no. 1, pp. 70–92.
- Guzman G.** Internet Search Behavior as an Economic Forecasting Tool: The Case of Inflation Expectations. *The Journal of Economic and Social Measurement*, 2011. URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2004598 (accessed: 06.05.2025).

- Kajuth F., Watzka S.** Inflation expectations from index-linked bonds: Correcting for liquidity and inflation risk premia. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 2011, vol. 51, no. 3, pp. 225–235.
- Khazanov A. A.** On the Quantification of Inflation Expectations by the Bank of Russia. *Den'gi i Kredit*, 2015, pp. 59–63. (In Russ.)
- Matevosova A. M.** Research on Inflation Expectations of the Russian Population Under Sanctions Based on Big Data. *Bulletin of the Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences*, 2023, no. 5, pp. 181–199. (In Russ.)
- Rondina F.** Estimating unobservable inflation expectations in the New Keynesian Phillips Curve. *Econometrics*, 2018. URL: <https://www.mdpi.com/2225-1146/6/1/6> (accessed: 06.05.2025)
- Söderlind P.** Inflation risk premia and survey evidence on macroeconomic uncertainty. *International Journal of Central Banking*, 2011, vol. 7, no. 2, pp. 113–133.
- Sokolova A. V.** Inflation Expectations and the Phillips Curve: Estimation Using Russian Data. *Den'gi i Kredit*, 2014, vol. 11, pp. 61–67. (In Russ.)
- Terai A.** Measurement error in estimating inflation expectations from survey data: An evaluation by Monte Carlo simulations. *OECD Journal: Journal of Business Cycle Measurement and Analysis*, 2009, No. 2, pp. 133–156.
- Zhemkov M. I., Kuznetsova O. S.** Measuring Inflation Expectations of Financial Market Participants in Russia. *Voprosy Ekonomiki*, 2017, no. 10, pp. 111–122. (In Russ.)

Информация об авторах

Сомова Ирина Александровна, кандидат экономических наук, доцент Новосибирского государственного университета

Мартынов Артем Леонидович, магистрант Новосибирского государственного университета

Кайгородцев Константин Борисович, аспирант Санкт-Петербургского государственного университета

Information about the Authors

Irina A. Somova, Candidate of Science (Economics), Associated Professor, Novosibirsk National Research State University

Artyom L. Martynov, Master's Student, Novosibirsk National Research State University

Konstantin B. Kaygorodtsev, Postgraduate Student, Saint-Petersburg State University

*Статья поступила в редакцию 05.10.2025;
одобрена после рецензирования 20.02.2026; принята к публикации 20.02.2026*

*The article was submitted 05.10.2026;
approved after reviewing 20.02.2026; accepted for publication 20.02.2026*