

Фондовый рынок и денежно- кредитная политика

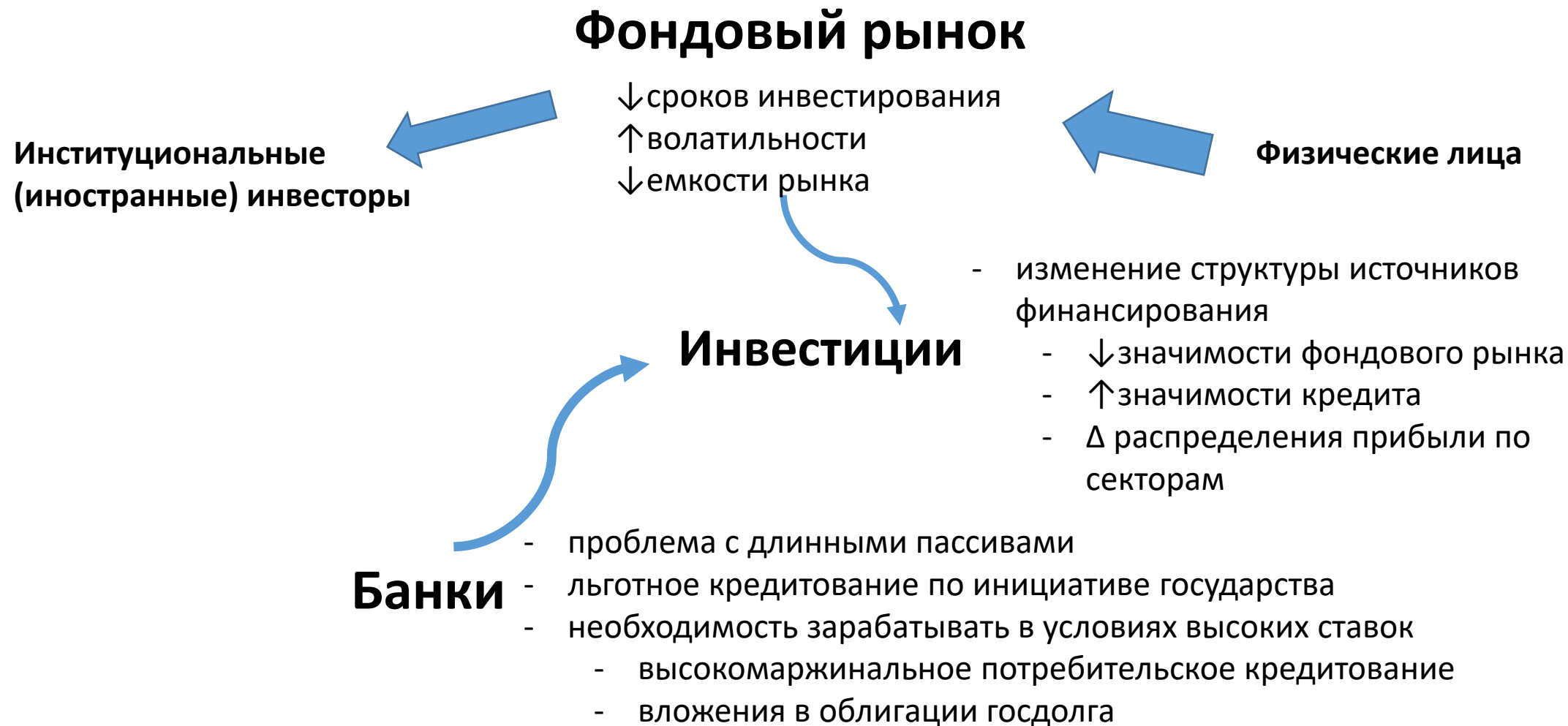
III Национальная научно-практическая конференция «ФИНСАЙДЕР»

16 мая 2024

Юлия Вымятина

Европейский университет в Санкт-Петербурге

Финансовая система и экономика – структурная перестройка



Проблемы роста вложений в госдолг банками

- Снижение диверсификации банковских активов
- Потенциальные проблемы для устойчивости финансовой системы
- Fueko et al. (2024)
 - Нулевой риск-вес госдолга =>
 - Неоптимальное накопление капитала в экономике (на 20% меньше оптимального значения)
 - Снижение благосостояния домохозяйств
 - ***Рост нестабильности финансовой системы***
 - Повышение риск-веса госдолга => рост накопление капитала, благосостояния и устойчивости финансовой системы
 - Важный момент: госдолг предполагается непроизводительным
 - При значительных госинвестициях – вопрос эффективности

Проблема длинных пассивов

- Комплексное изменение стимулов
 - Инвесторов (физических лиц и компаний)
 - Уже обсуждаются и внедряются разного рода стимулы (в т. ч. налоговые для инвестиций на длительный срок)
 - Институтов финансовой системы
 - Пока не обсуждаются и мало задействованы
 - Основные институты заинтересованы в максимизации краткосрочной прибыли
 - Акцент на долговое, а не доленое финансирование
 - Экономике в целом не хватает
 - Здорового аппетита к риску
 - Терпеливости (и доверия)
 - => последовательная ДКП может быть важным источником повышения доверия (и терпеливости) экономических агентов

Достаточно ли ДКП? (Farhi and Werning, 2016)

- После Великой депрессии => важность ДКП
- После Великой рецессии => ДКП недостаточно для обеспечения макроэкономической и финансовой стабильности
- => макропруденциальная политика (МПП) в дополнение к ДКП
 - когда ДКП не обеспечивает оптимума
 - налоги или количественные ограничения

Необходимость макропруденциальной ПОЛИТИКИ

- Экстерналии, приводящие к необходимости МПП
 - Денежные
 - неполнота рынков в модели общего экономического равновесия + больше одного товара
 - => перераспределение активов приводит к изменению относительных цен на спотовых рынках в любом состоянии
 - => меняется возможность комбинаций активов переносить покупательную способность из одного состояния в другое (появляются возможности для улучшения страхования)
 - => можно улучшить ситуацию за счет вмешательства в работу финансовых рынков
 - Экстерналии совокупного спроса
 - Номинальная жесткость и ограничения на ДКП (нулевые процентные ставки или фиксированные обменные курсы)

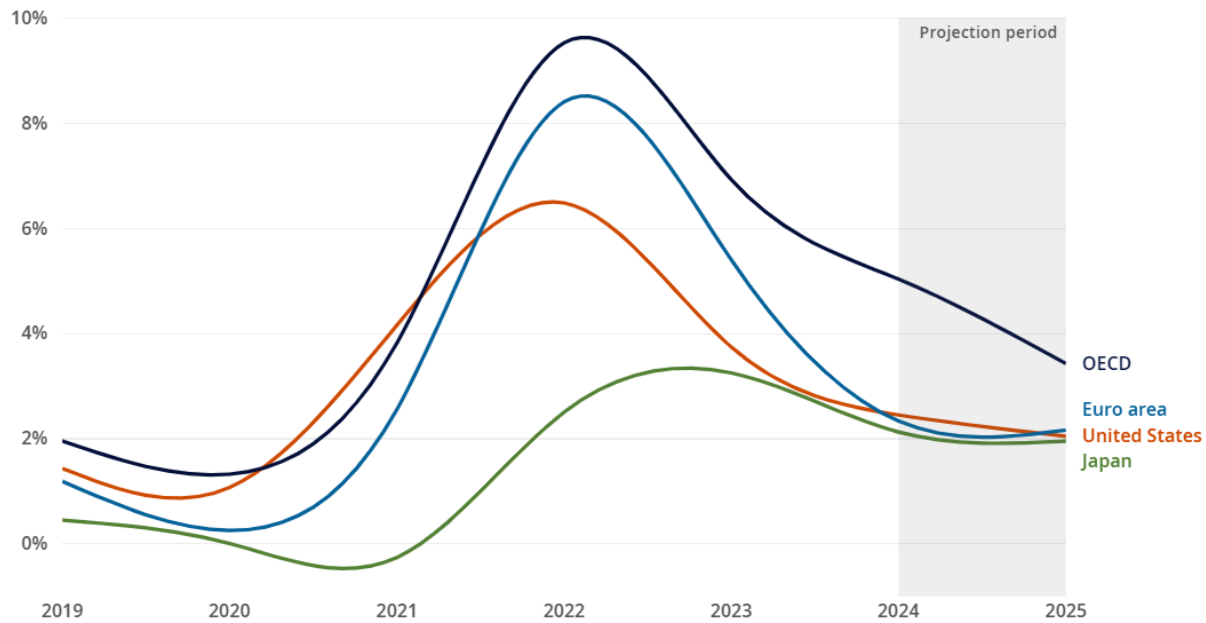
Некоторые выводы про МПП (Farhi and Werning, 2016)

- Фиксированный обменный курс и ограничения на движение капитала
 - Оптимальная политика – налог на приток капитала (субсидия на отток капитала)
 - => снижение трат на неторгуемые товары в период бума и рост этих трат в периоды рецессии
- Плавающий обменный курс и ограничения на движение капитала
 - Оптимально – МПП в период бума (налог на приток капитала)
- Ограничения на движение капитала при плавающем обменном курсе и разной деноминации долга
 - Налог на займы в иностранной валюте должен быть выше, чем на займы в национальной валюте
 - Ограничения на движение капитала должны быть разными применительно к долгу в национальной и иностранной валюте
 - Следует снижать (до наступления периода рецессий) долю иностранных держателей долга

МПП на практике

- Отход от Вашингтонского консенсуса
 - Неполнота и несовершенство финансовых рынков
 - Нерациональность («близорукость») инвесторов
- Внутренние ограничения на движение капитала (по модели Китая)
- Внешние ограничения – санкции
 - Могут хуже работать из-за сходства ДКП и проблем с инфляцией

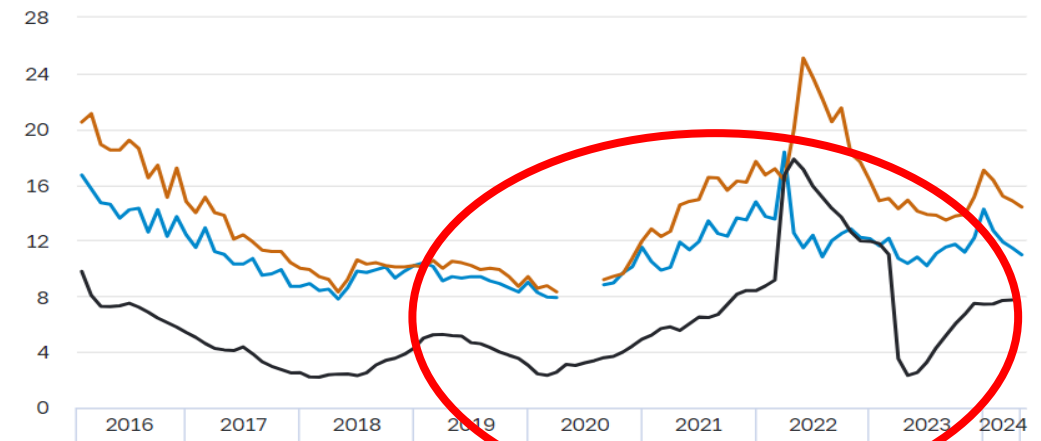
Инфляция в отдельных странах ОЭСР и России



Source: OECD Economic Outlook, May 2024.



Годовая инфляция; инфляция, наблюдаемая и ожидаемая населением (медианная оценка), %



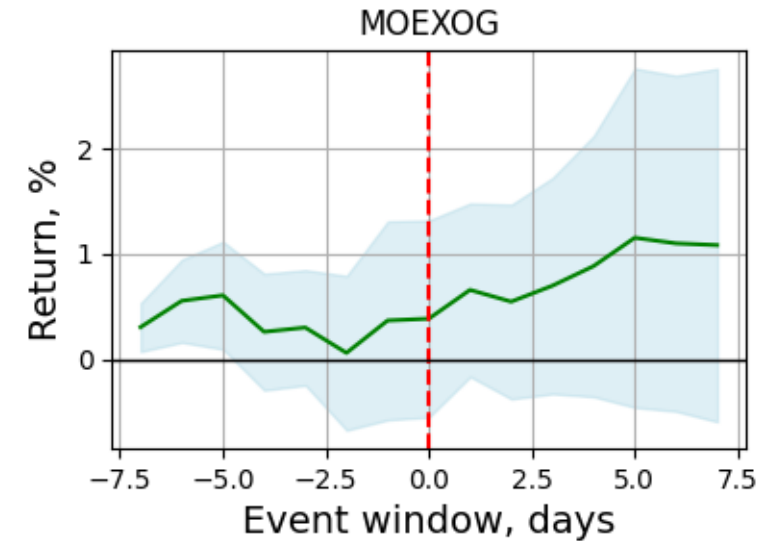
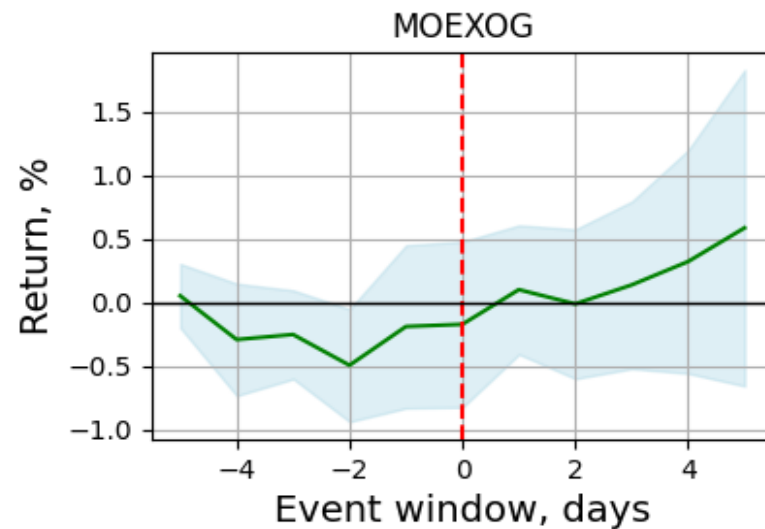
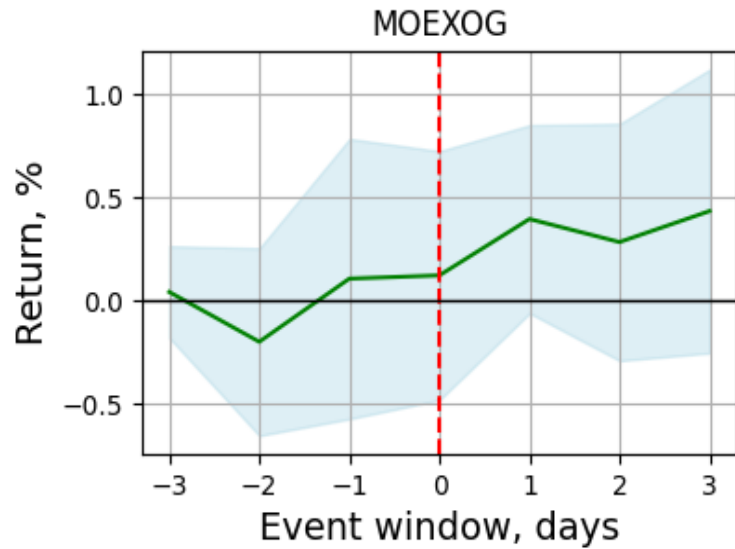
- Ожидаемая населением инфляция
- Наблюдаемая населением инфляция
- Годовая инфляция

Источники: ООО «инФОМ», Росстат.

Работают ли санкции как МПП для России?

- Тест на переток волатильности доходности с фондового рынка США на фондовый рынок России
 - Данные
 - 2016 – 2021 (базовая группа сравнения)
 - 2006 – 2021 (контрольная группа сравнения)
 - 2022 – 2024 (изменение внешних условий)
 - Метод – построение модели VAR(1)-GARCH(1,1) для недельной доходности индекса (неделя считалась со среды, чтобы сгладить эффект выходных)
 - Результаты: амплитуда шоков мгновенного перетока волатильности сократилась с 0.6% (соотносится с результатами предыдущих исследований – см., например, Syriopoulos et al., 2015) до 0%

Реакция российского фондового рынка на санкции в секторе нефтегаза – событийный анализ

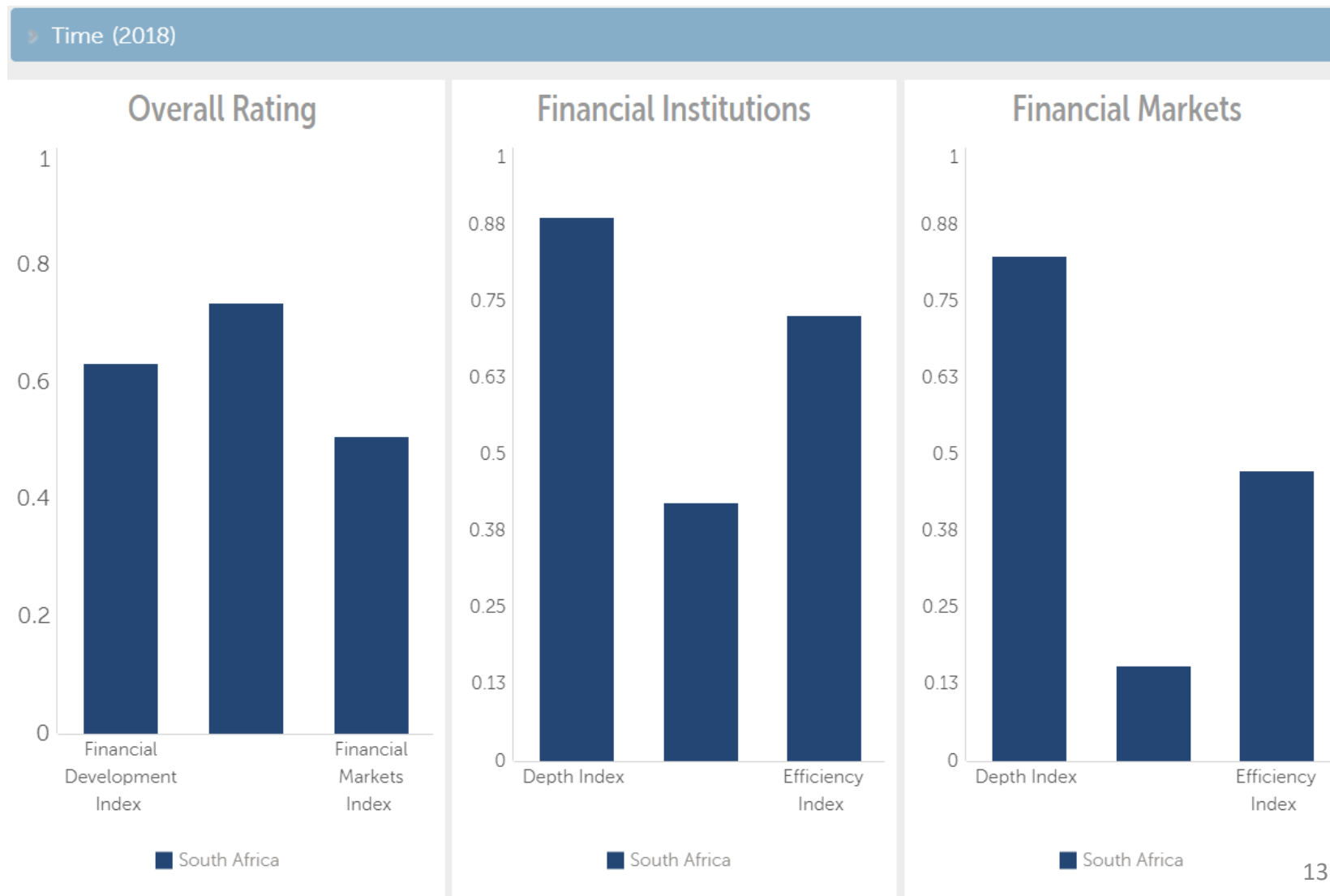


Банки и фондовый рынок – ЮАР, 1980



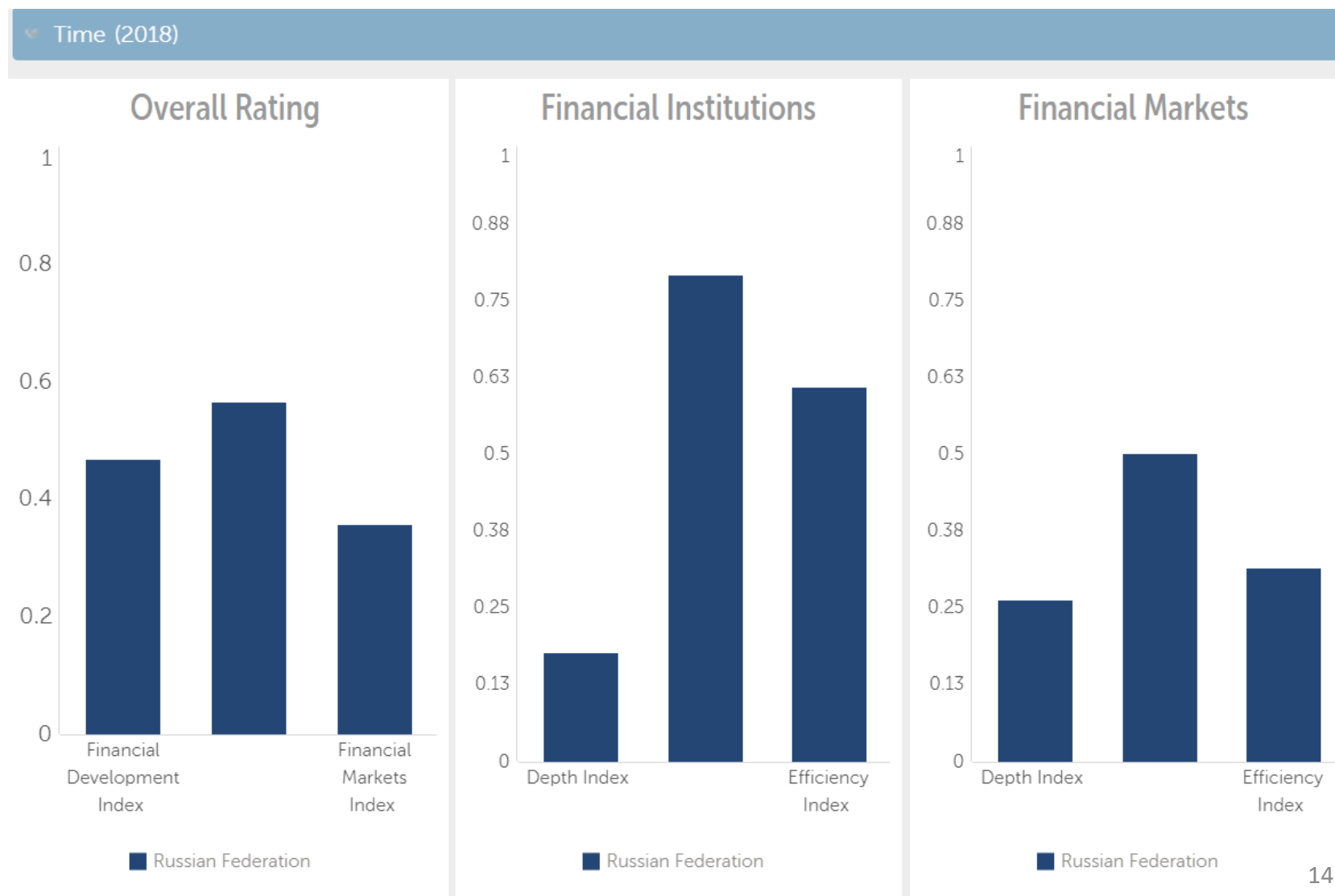
Источник: IMF Financial Development Database

Банки и фондовый рынок – ЮАР, 2018



Источник: IMF Financial Development Database

Банки и фондовый рынок – Россия, 2018



Источник: IMF Financial Development Database

Заключение

- Жесткая ДКП создает предпосылки для неоптимального в долгосрочном периоде состава активов банковской системы
- Последовательная ДКП (соответствие принципам инфляционного таргетирования) будет способствовать изменению системы стимулов экономических агентов
- ДКП не может обеспечить оптимальный результат без взаимодействия с другими направлениями макроэкономической политики
 - ДКП должна подкрепляться МПП
 - Положительный результат санкций – фактически внешняя МПП
- Российские инвесторы не выказывают чрезмерной реакции на санкции (рациональность ожиданий)
- Важно уделить больше внимания анализу курсообразования с сложившихся условиях (RUR-USD) и переходу на другие валюты в международных расчетах и котировках