Пост-кризисное развитие: не слишком ли много финансов?

Солнцев Олег
Панкова Вера
Ахметов Ренат

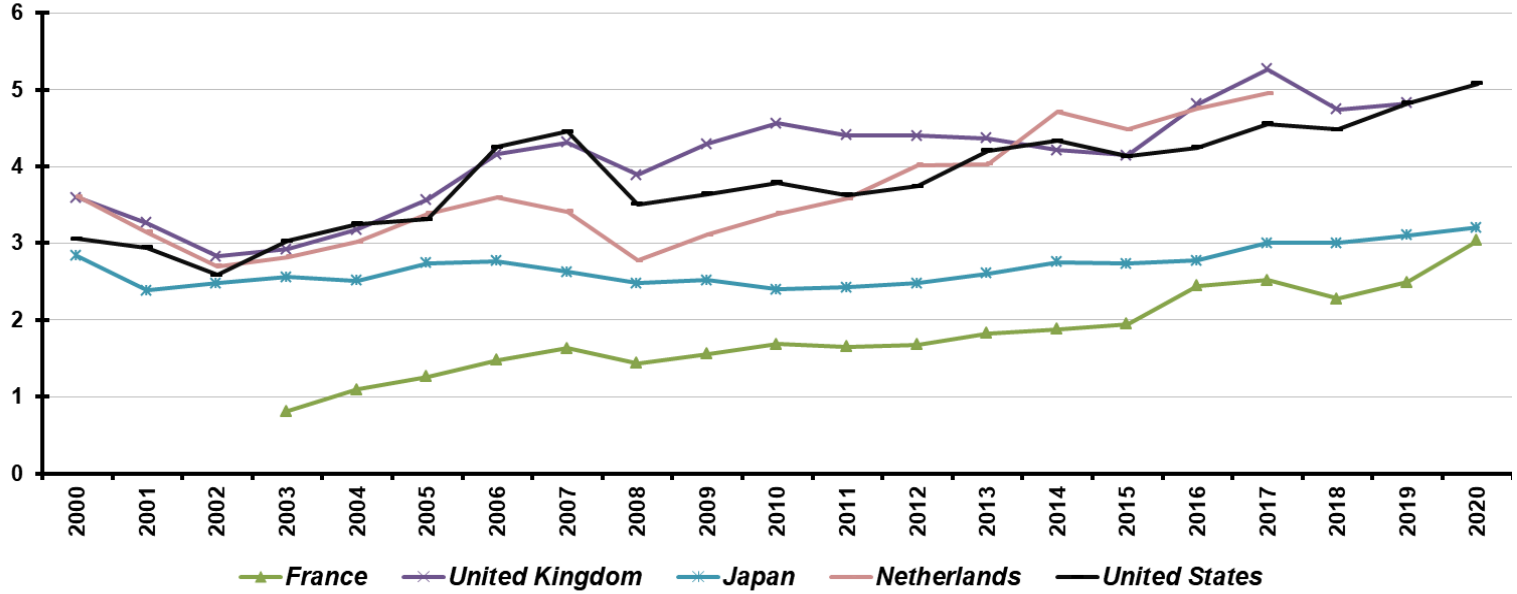
Центр макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования (ЦМАКП)

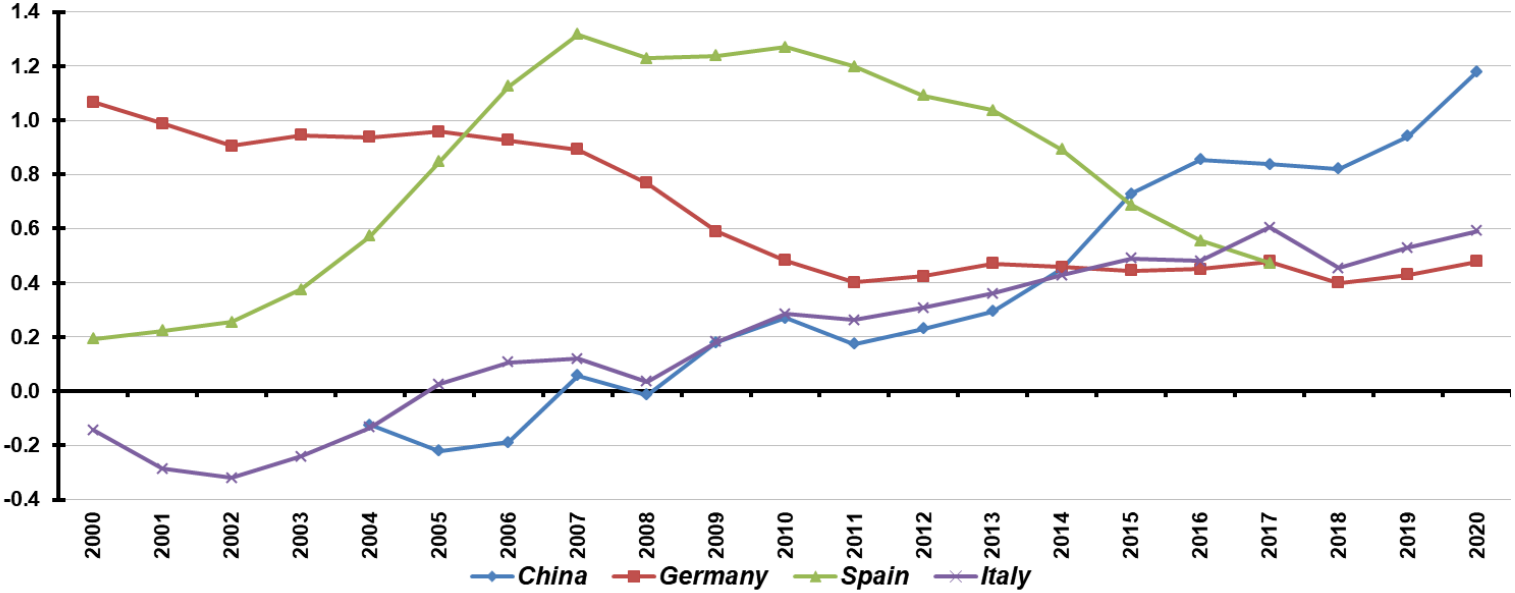
Пост-ковидная эпоха мировой экономики: переосмысление и реконструирование
Международный симпозиум, Санкт-Петербург, 2021

Секция: Будущее международной финансовой архитектуры после пандемии Covid-19

Исследование осуществлено с использованием результатов, полученных авторским коллективом в рамках НИР «Долгосрочные целевые ориентиры развития финансового сектора» по заказу Банка России. Авторы признательны М. Мамонову и А. Пестовой (МГИМО, CERGE-EI, ранее - ЦМАКП) за результаты предшествующих совместных работ, оказавших сильное влияние на данное исследование, а также А. Синякову (Банк России) – за критику и содержательные комментарии.

Сводный индекс финансового развития* *(безразмерный)*

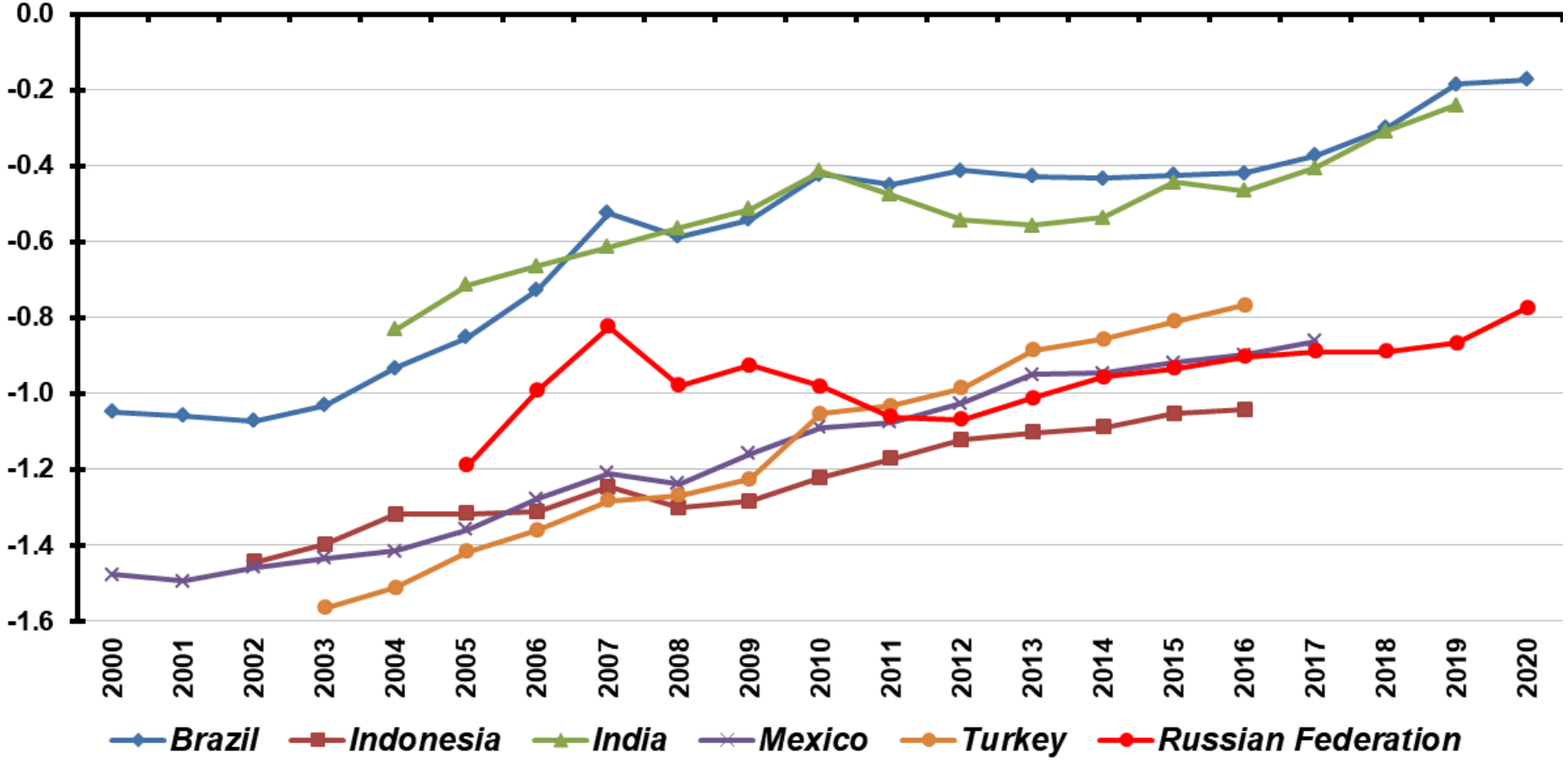




Сверхмягкая денежно-кредитная политика и бюджетное стимулирование в ключевых странах в период до и - особенно - во время коронавирусного шока способствовали быстрому увеличению глубины национальных финансовых секторов

** построен на основе данных о банковском кредите частному сектору, капитализации рынка акций, активах страховых компаний, активах пенсионных фондов (в % к ВВП). См. далее*

Сводный индекс финансового развития* *(безразмерный)*



** построен на основе данных о банковском кредите частному сектору, капитализации рынка акций, активах страховых компаний, активах пенсионных фондов (в % к ВВП). См. далее*

Построение сводного индекса финансового развития посредством метода главных компонент по панели стран

Сегмент финансового сектора	Первая главная компонента	Вторая главная компонента	Третья главная компонента	Четвертая главная компонента
Кредиты частному сектору	**0.506**	-0.367	-0.633	0.457
Капитализация рынка акций	**0.555**	-0.056	-0.117	-0.822
Рынок частных пенсионных накоплений	**0.496**	-0.328	0.765	0.248
Активы страхового сектора	**0.437**	0.869	0.014	0.233

«Разбухание» финансовых секторов смягчило воздействие шоков на национальные экономики и поддержало экономический рост. Но это был ситуационный эффект. А каковы будут долгосрочные последствия?

- Не приведет ли это к финансовой и ценовой нестабильности в будущем?
- Будет ли дальнейшее наращивание глубины финансовых секторов способствовать пост-кризисному восстановлению экономик, ускорению экономического роста?
- Не окажет ли коррекция (уменьшение) размеров финансовых секторов долгосрочное угнетающее воздействие на национальные экономики?

Ряд исследований говорит о нелинейном воздействии финансового развития на экономический рост

Воздействие развития финансового сектора на экономику		Ссылки на источники
позитивное	развитый финансовый сектор позволяет: • эффективнее трансформировать сбережения в инвестиции; • обеспечивать обмен экономической информацией; • отсеивать неперспективные бизнес-проекты; • перераспределять риски между экономическими агентами	Goldsmith, 1969; King, Levine, 1993; Levine, Zervos, 1998; Rajan, Zingales, 1998; Beck et al., 2000; Levine et al., 2000; Rioja, Valev, 2004; Arcand et al., 2015
негативное	«темная сторона» развития финансового сектора: • образование финансовых «пузырей» • рост хрупкости финансовой системы и её уязвимости к шокам	Bernanke, 1983; Kaminsky, Reinhart, 1999; Schularick, Taylor, 2012; Dell'Ariccia, 2001; Rajan, 2005
нелинейное	существует оптимальный уровень развития финансового сектора	Arcand et al., 2015; Rioja, Valev, 2004; Law, Singh, 2014; Cecchetti, Kharroubi, 2012; Sahay et al., 2015

Определение оптимального уровня глубины финансового сектора: методология исследования

- Использование в качестве основы подходов работ Sahay et al. (2015), Sviridzenka et al. (2016)
- ЦМАКП – исследования на погодовых данных по панели стран (63 страны, 35 лет), с акцентом на качество моделей по России
- Особенность - оптимальная глубина финансового сектора определяется с точки зрения 4 целей макроэкономической политики: повышения долгосрочных темпов экономического роста, минимизации их волатильности, максимизации ценовой и финансовой стабильности (в более ранних исследованиях – меньше целей)
- Особенность - учитываются эффекты взаимного влияния развития различных финансовых рынков

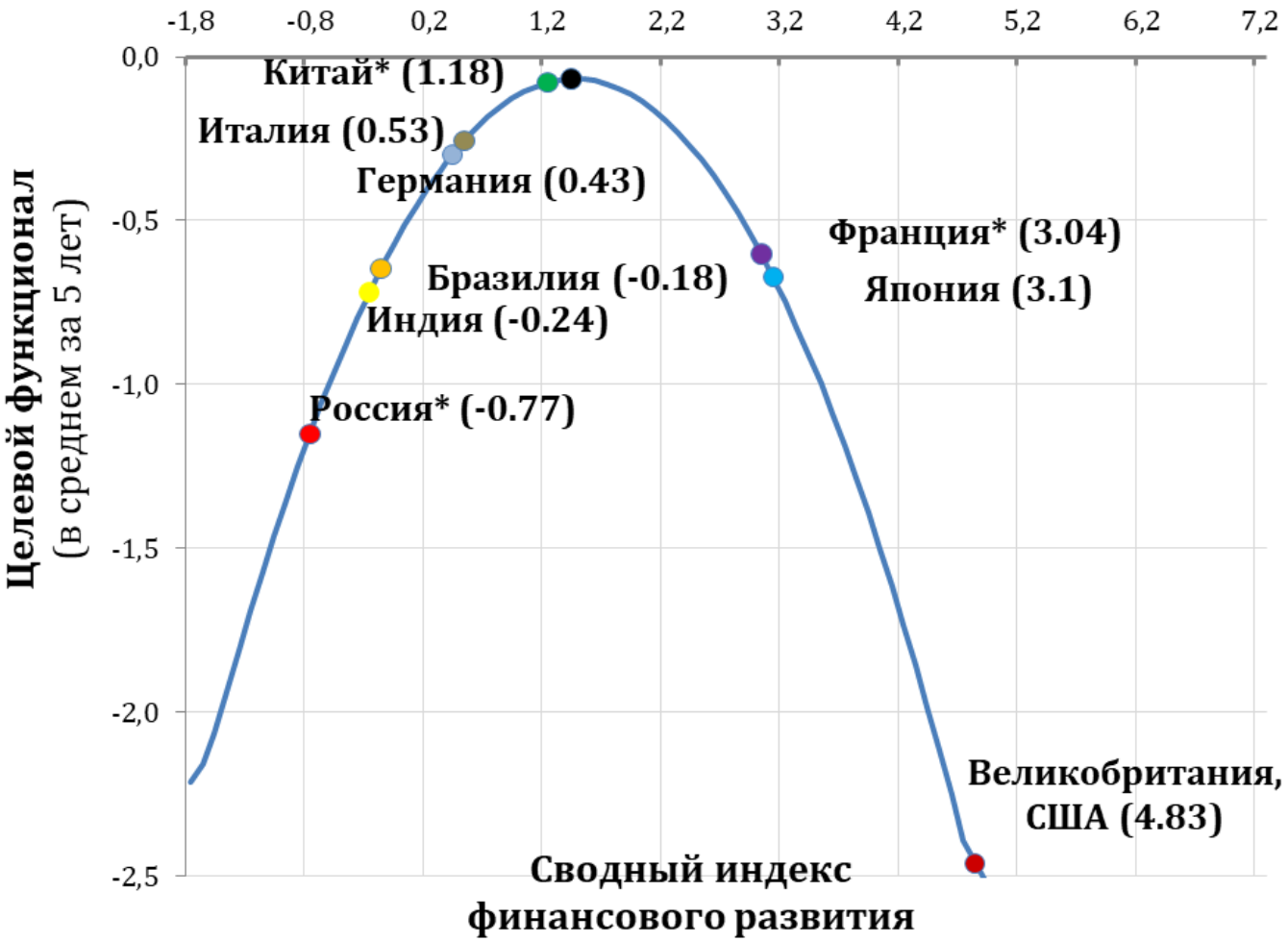
Определение оптимального значения сводного индекса финансового развития

- Расчет точек оптимума производился, если коэффициенты перед линейной и квадратичной компонентами показателя финансового развития *(FDI)* оказывались значимыми и со знаками, соответствующими ожиданиям. Формула для расчета точек оптимума стандартна и имеет вид: $-0.5\beta_{j,2}/\beta_{j,1}$ $(j = 1, \dots, 4)$.
- Формально процедура оптимизации может быть записана следующим образом:

$$L\left(FDI_{j,it}\right) = \mu_1 \frac{\hat{Y}_{1,it}}{\sigma_1} + \mu_2 \frac{\hat{Y}_{2,it}}{\sigma_2} + \mu_3 \frac{\hat{Y}_{3,it}}{\sigma_3} + \mu_4 \frac{\hat{Y}_{4,it}}{\sigma_4} \to max_{FDI_{j,it}} \Rightarrow FDI^*_{j,it}$$,где

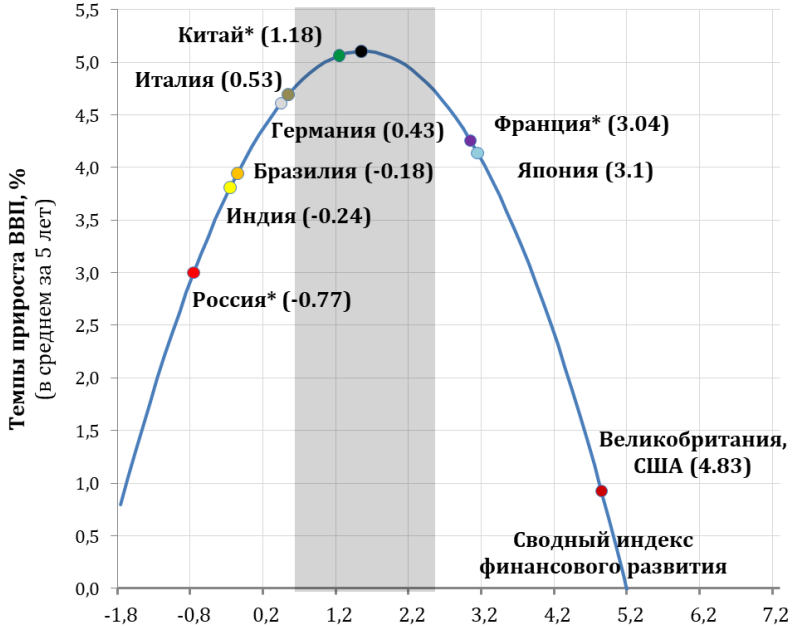
- *L()* — целевой функционал, определяющий функцию полезности регулятора от стимулирования развития финансового сектора;
- $\mu_1, \dots, \mu_4$ — веса, определяющие предпочтения относительно целей макроэкономической политики (1)–(4). В дальнейших расчетах предполагалось, что $\mu_1 = \dots = \mu_4 = 1/4$;
- $\sigma_1. \dots . \sigma_4$ — стандартные отклонения переменных $Y_1, \dots, Y_4$ на всем горизонте наблюдений (1980–2014 гг.). Нормирование переменных на их стандартные отклонения обеспечивает сопоставимость их измерений;
- $\hat{Y}_{1,it}, \dots, \hat{Y}_{4,it}$— эмпирические представления целей макроэкономической политики в виде нелинейных функций от показателей финансового развития $FD_{j,it}$;
- FDI^*_{it} — значение сводного индекса финансового развития, оптимизирующего все четыре цели макроэкономической политики

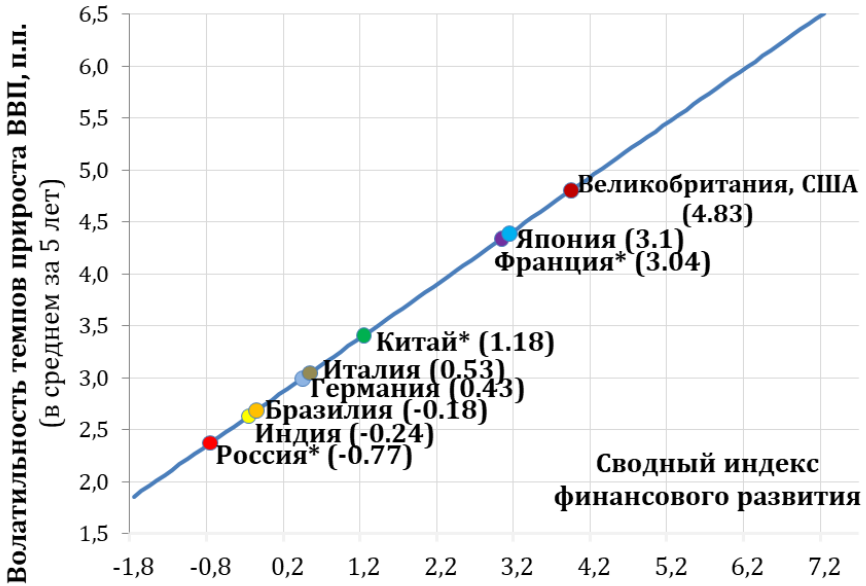
Позиционирование различных стран относительно оптимального уровня развития финансового сектора*

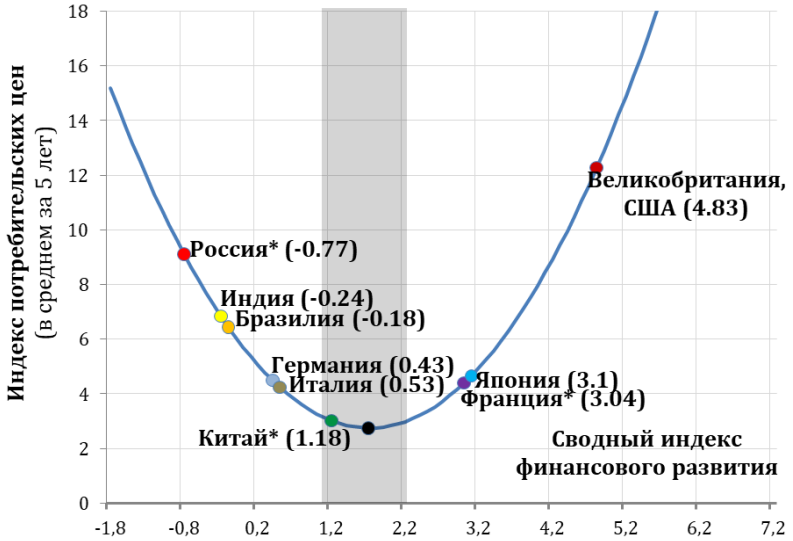


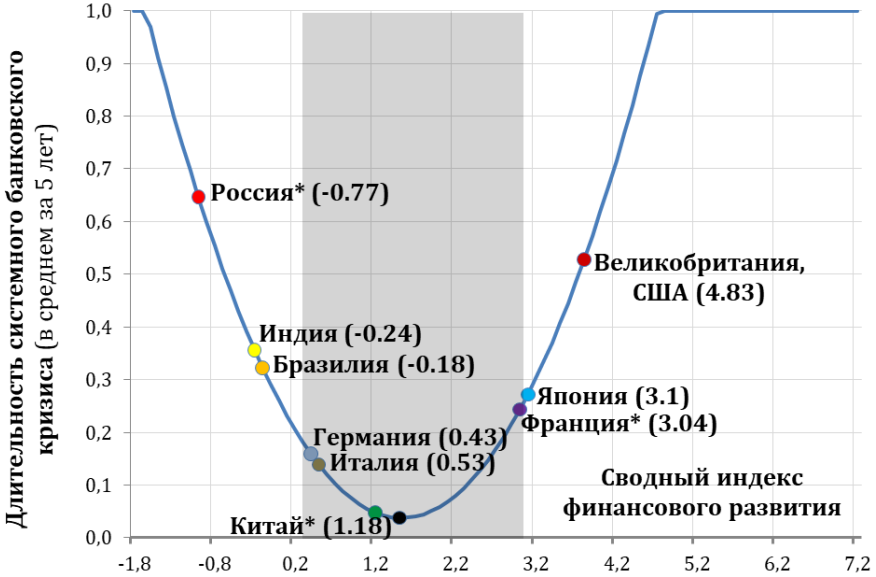
** Здесь и далее - для стран, отмеченных звездочкой (*) значения сводного индекса финансового развития приводится для 2020 г., для остальных – для 2019 г.*

Влияние сводного индекса финансового развития на достижение отдельных целей макроэкономической политики*









** Заштрихованная зона соответствует доверительному интервалу оптимального значения сводного индекса финансового развития*

Предварительные выводы

- Для ряда крупных развитых экономик (США, Великобритания, Япония, Франция) возник или усилился эффект «избыточных финансов» («too much finance»). Для этих стран дальнейшее наращивание глубины финансового сектора (или даже сохранение ее на нынешнем уровне) в долгосрочной перспективе чревато повышением рисков финансовой нестабильности, снижения темпов экономического роста и повышения уровня инфляции

- Для Китая, Германии и Италии дальнейшее наращивание глубины финансового сектора не даст заметных позитивных макроэкономических эффектов

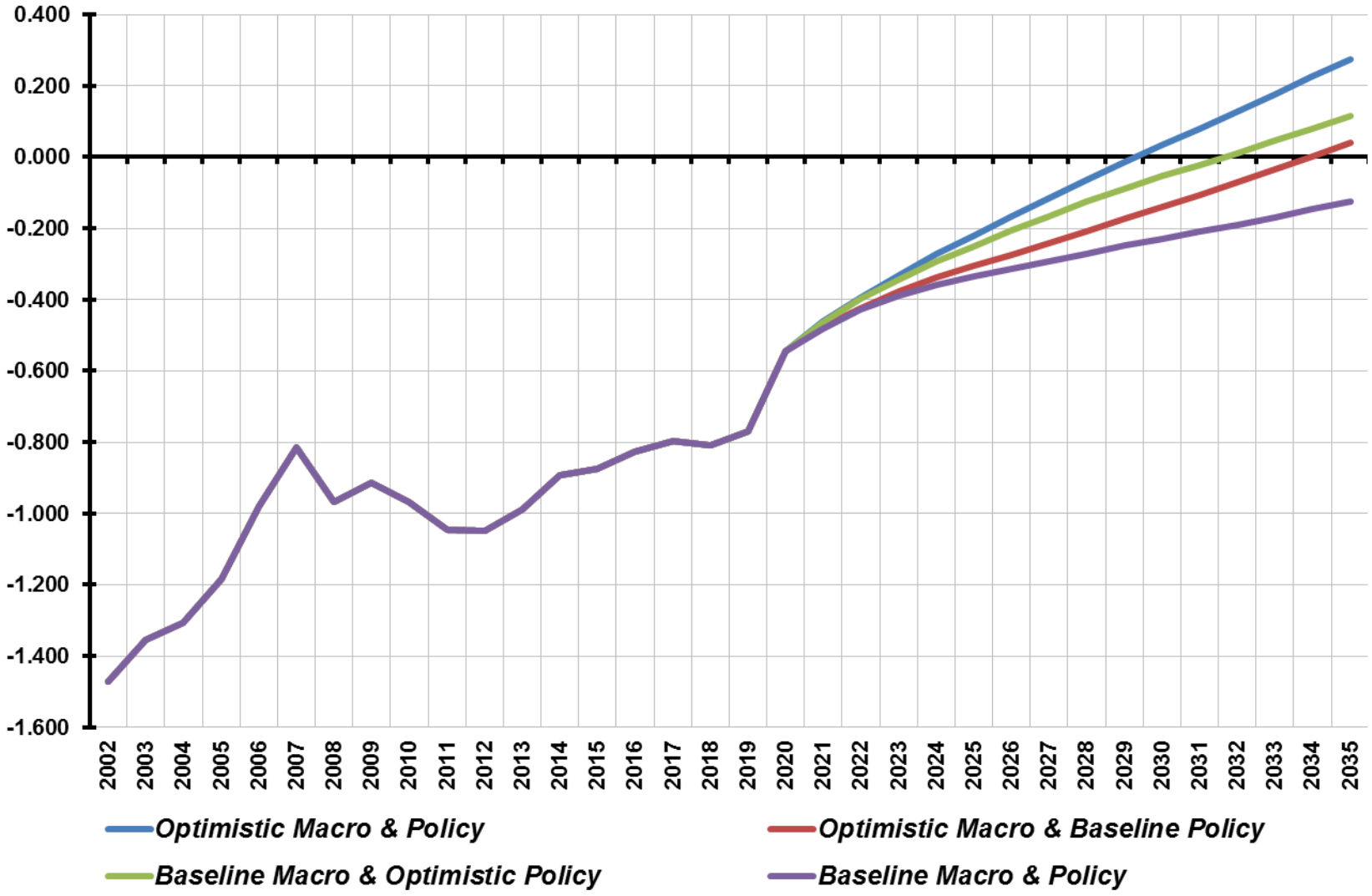
- Индии, Бразилии и России до перехода в состояние «избыточности финансов» («too much finance») ещё далеко. Дальнейшее наращивание общей глубины финансового сектора будет только способствовать повышению долгосрочных темпов экономического роста, финансовой и ценовой стабильности этих стран. Правда, при этом может повыситься волатильность экономического роста

- В долгосрочной перспективе группе стран с выраженным эффектом «избыточных финансов» («too much finance»), возможно, придется перейти от расширения финансовых секторов к их сжатию. Поскольку вес этих стран в мировой экономике высок, это может оказать значимое воздействие на глобальные финансовые рынки. Тем не менее, в совсем долгосрочной перспективе «нормализация» глубины финансового сектора в этих странах, при прочих равных условиях, будет способствовать восстановлению здорового экономического роста (эффект освобождения от «зомби-компаний» и хронических финансовых дисбалансов, снижения неопределенности)

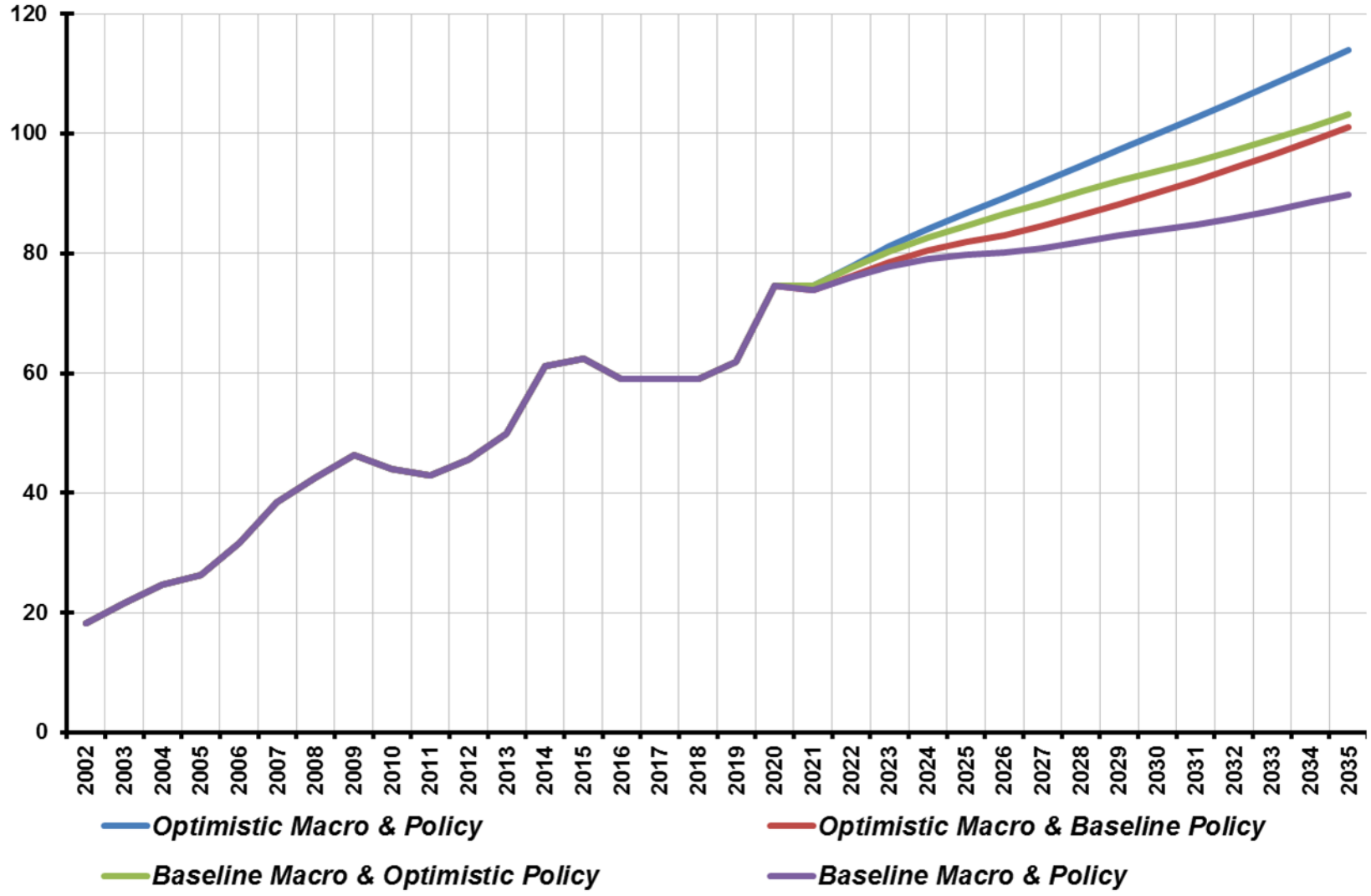
Предварительные выводы для России

- Ни при каком из возможных сценариев даже на горизонте 15 лет не удастся достичь оптимальной финансовой глубины, а затем столкнуться с эффектом «избыточных финансов» («too much finance») в целом. Однако это возможно по отельным сегментам рынка.
- Поскольку для России имеется значительное пространство для «безопасного» наращивания масштаба финансового сектора, не стоит останавливаться - даже если в будущем возникнет разворот глобальной тенденции
- Для стимулирования развития национального финансового сектора в России не обязательна сверхмягкая денежно-кредитная политика, налоговые стимулы или рост внешней открытости. Повышение уровня защиты прав собственности (в широком смысле) и поддержка конкуренции на финансовых рынках может дать более сильный эффект

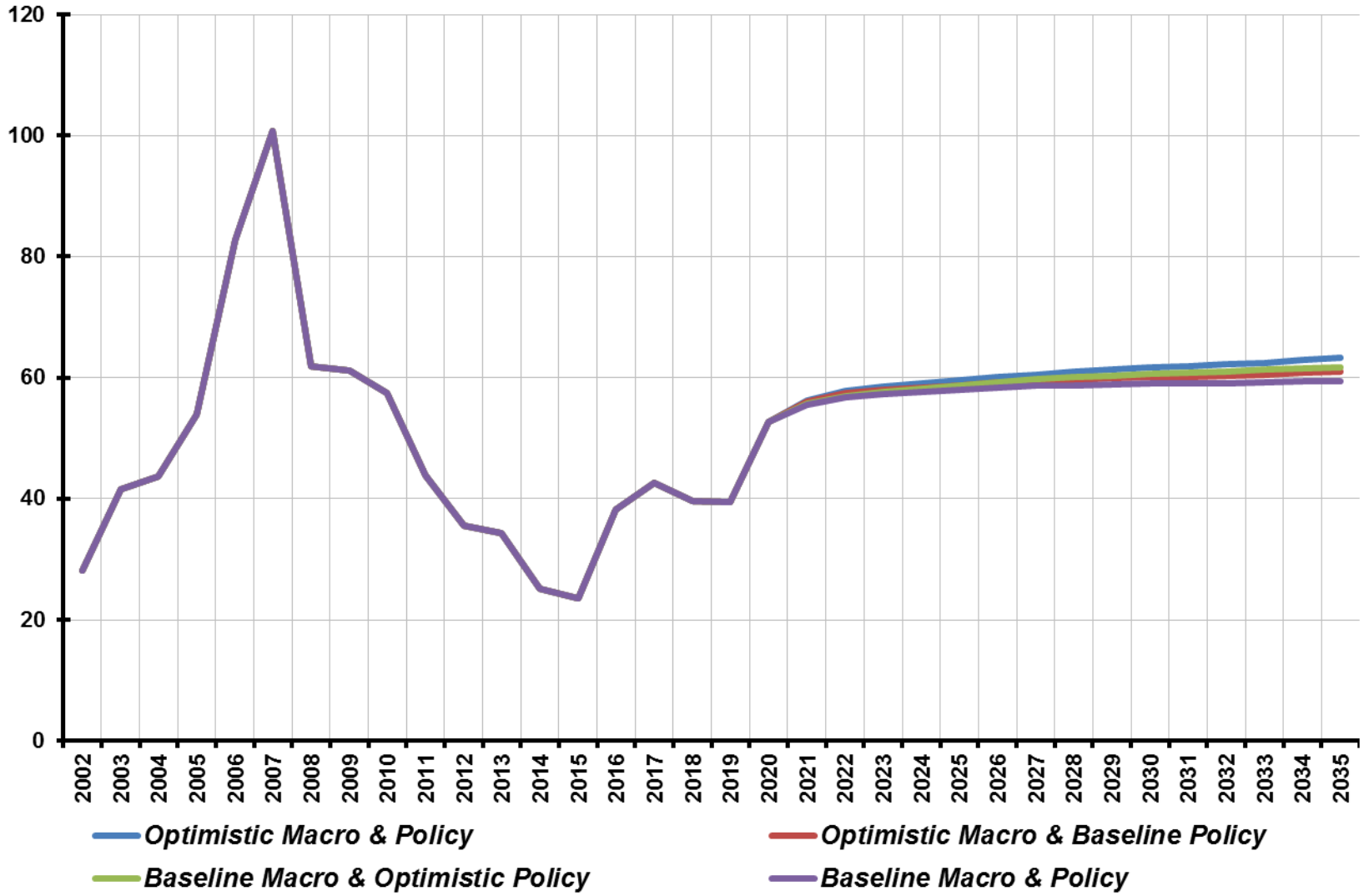
Сценарный прогноз сводного индекса финансового развития России
(безразмерный)



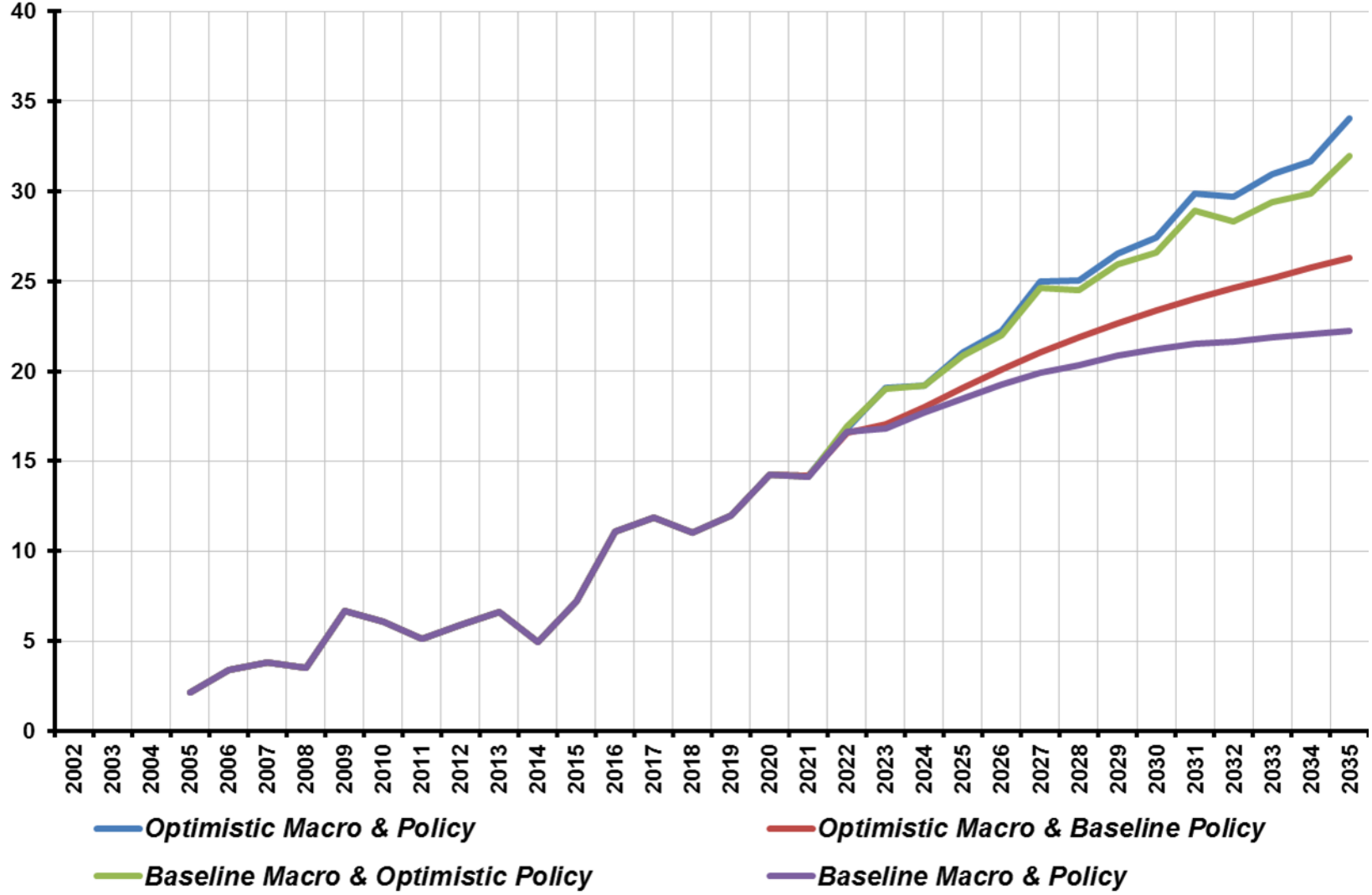
Сценарный прогноз отношения банковских кредитов частному сектору по России к ВВП *(%)*



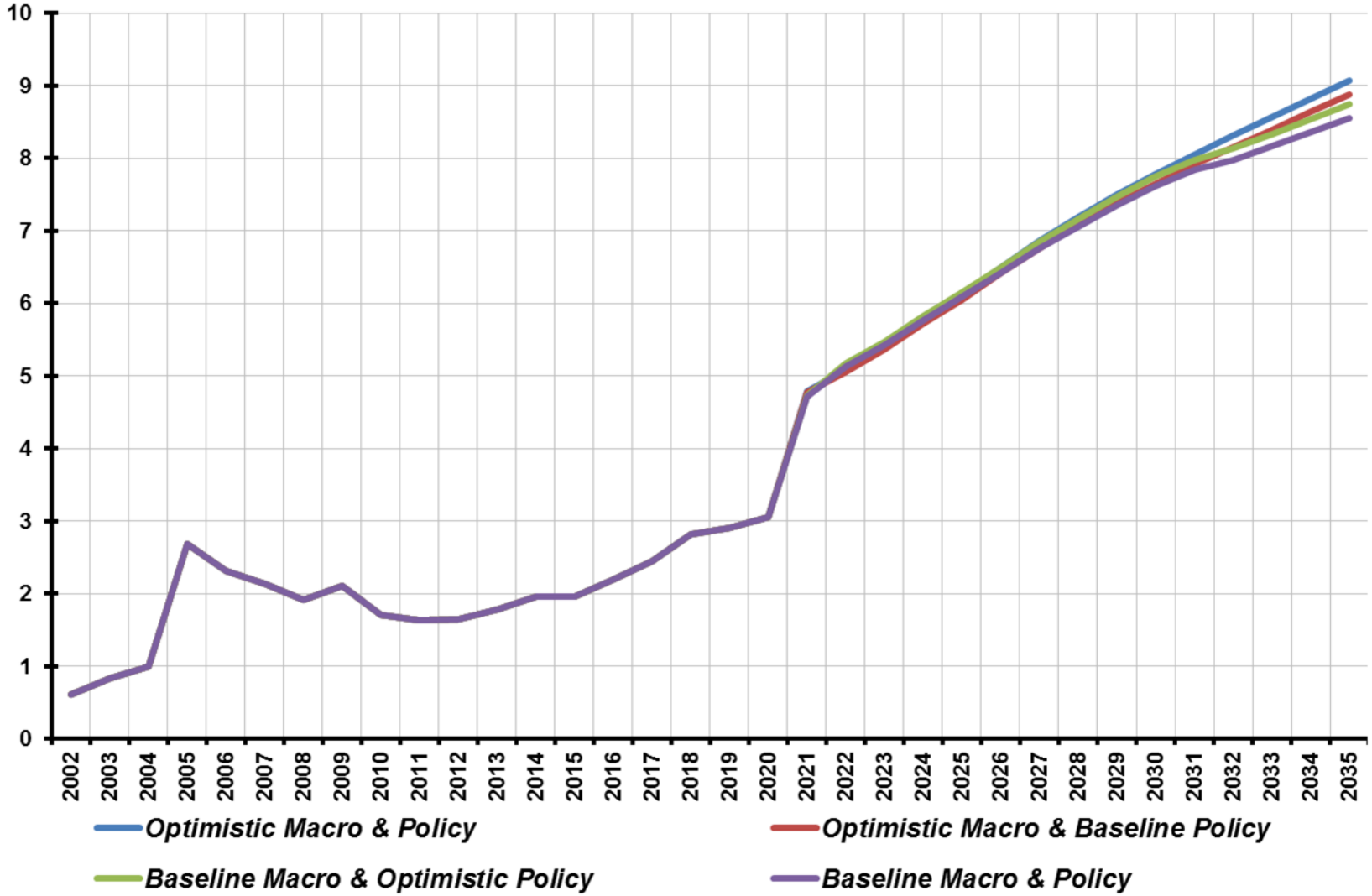
Сценарный прогноз отношения капитализации рынка акций России к ВВП *(%)*



Сценарный прогноз отношения объема внутреннего рынка корпоративных облигаций России к ВВП *(%)*

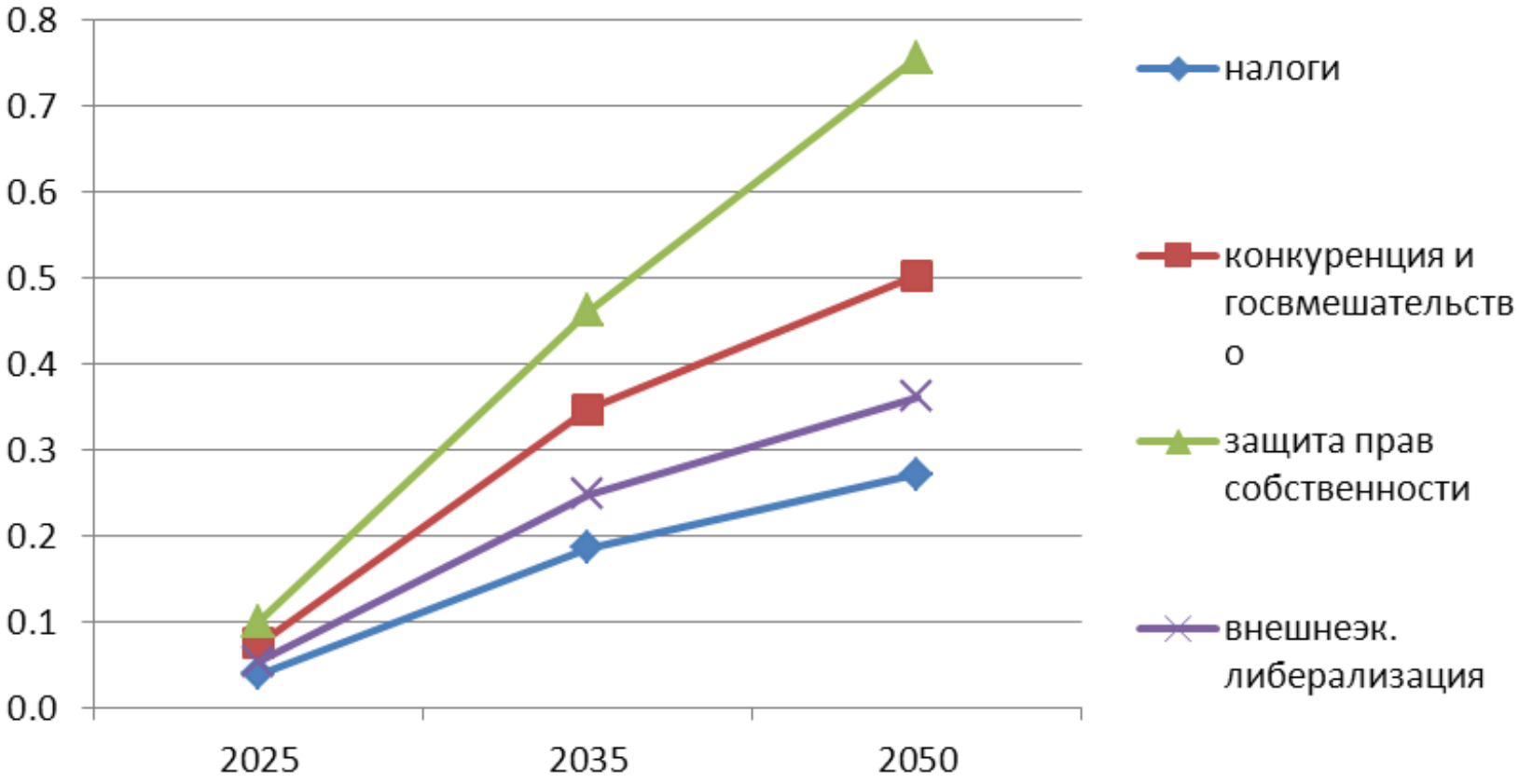


Динамика показателей финансового развития в рамочных сценариях (активы страхового сектора, % ВВП)



Потенциал воздействия различных направлений государственной политики на сводный индекс финансового развития России *

(кумулятивно с 2019 г.)



** в рамках инерционного макроэкономического сценария*

Ссылки:

1. Мамонов М. Е., Ахметов Р. Р., Панкова В. А., Солнцев О. Г., Пестова А. А., Дешко А. В. Поиск оптимальной глубины и структуры финансового сектора с точки зрения экономического роста, макроэкономической и финансовой стабильности // Деньги и кредит. 2018. Т. 77. № 3. С. 89-123. https://rjmf.econs.online/upload/iblock/c73/RJMF_77-03_RUS_Mamonov.pdf

2. Мамонов М. Е., Ахметов Р. Р., Панкова В. А., Пестова А. А., Солнцев О. Г., Дешко А. В. Поиск оптимальной глубины и структуры финансового сектора с точки зрения экономического роста, макроэкономической и финансовой стабильности // Банк России. Серия 31/2018 "Серия докладов об экономических исследованиях". 2018. № 31. http://www.cbr.ru/Content/Document/File/43939/wp31.pdf

3. 29 заседание научно-практического семинара ЦМАКП "Оптимальная структура финансового сектора России и политика финансового развития“, 5 марта 2019 г. http://www.forecast.ru/_ARCHIVE/Presentations/CMASF_SM/mar2019/TOTALFINAL29.pdf

Центр макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования (ЦМАКП)

Спасибо за внимание!

Центр макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования (ЦМАКП)