

X Международный симпозиум по эволюционной экономике

В.Маевский, К.Зорин

Дихотомия денежной массы
как основа функционирования мегарегулятора

Пушино, 12-14 сентября 2013 г.

Преамбула

Мегарегуляторы в мире: Норвегия (1986), Канада (1987), Дания (1988), ЮАР (1990), Швеция (1991), Венгрия (1996), Великобритания (1997), Япония (1998), Корея (1998), Австралия (1998), Исландия (1999).

Но:

Регулирование финансовых рынков во всем мире имеет **серьёзные недостатки** (см. мировой финансовый кризис 2008-2009 гг.).

1 сентября 2013 г. Банк России стал мегарегулятором. (01.09.2013 – 01.01.2015 **самостоятельная служба** внутри Банка России; затем – **единая структура**).

Фондовый рынок и реальный сектор

1. Фондовый рынок перераспределяет права собственности на активы.
2. Фондовый рынок демпфирует реальный сектор:
 - принимает «избыточные» деньги => рост спроса на ценные бумаги => рост котировок => сдерживание инфляции в реальном секторе;
 - предоставляет дефицитную ликвидность => снижение спроса на ценные бумаги => снижение котировок => сдерживание дефляции в реальном секторе.
3. Фондовый рынок не имеет собственного механизма демпфирования. Колебания количества денег – вне целенаправленного регулирования => спонтанные шоки => непредсказуемые последствия.

Как регулировать?

Трактовка уравнения Фишера

Представим уравнение обмена:

$$M \cdot V = M_1 \cdot V_1 + M_2 \cdot V_2$$

где

- 1.** $M_1 \cdot V_1 = P_y \cdot Y$, при условии, что производство номинального ВВП обслуживается лишь **частью** денежного предложения $M_1 < M$, а V_1 – скорость её обращения;
- 2.** $M_2 \cdot V_2$ – сумма сделок, **не учтённых в ВВП** (сделки с корпоративными и государственными ценными бумагами);
- 3.** V, V_1, V_2 подчиняются условию: $V_1 < V < V_2$.
 V_2 – на несколько порядков выше, чем V_1 .

Некоторые характеристики секторов экономики США

№	Показатель	1990	2008
1	Номинальный ВВП (трлн. долл.)	5,8	14,3
2	Объем торгов на бирже (трлн. долл.)	1,3	33,6
3	Сумма сделок (1) + (2)	7,1	47,9
4	Коэффициент пропорциональности (1)/(3)	0,82	0,30

*Источники: Bureau of Economic Analysis of US Department of Commerce,
The World Federation of Exchanges; расчеты авторов.*

Принцип денежного акселератора

Если предположить, что V_2 выше V_1 в 10 – 10 000 раз, тогда доля M_2 в M составит **ничтожно малую** величину – порядка 1%.

Следовательно, **слабые колебания** темпов роста M_1 относительно темпов роста M повлекут за собой **сильные колебания** темпов роста M_2 .

Назовём это «**принципом денежного акселератора**».

Как посчитать эффект денежного акселератора?

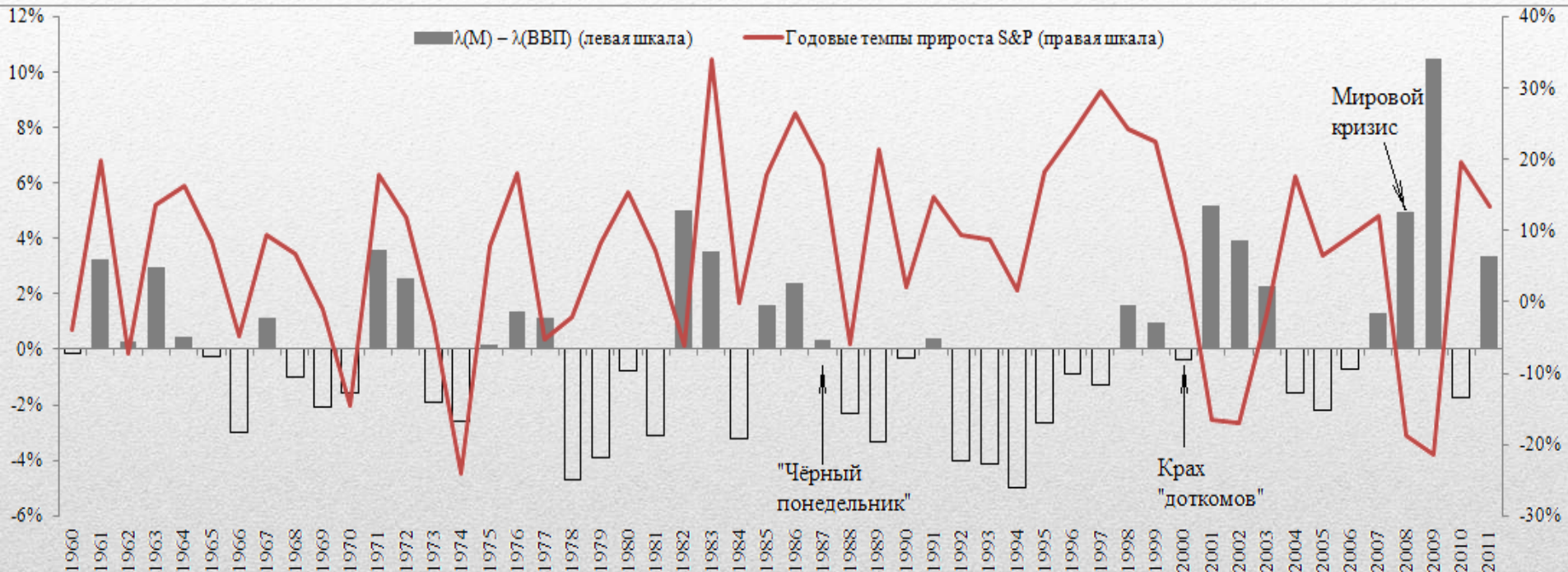
Заменяем $\lambda(M)-\lambda(M_1)$ на $\lambda(M)-\lambda(VВП)$.

По данным статистики США за 1960-2011 гг.:

$$-5,0 \text{ п.п.} \leq \lambda(M)-\lambda(VВП) \leq +10,5 \text{ п.п.}$$

Доля M_2 в M снижалась в 5 раз при (-5,0) п.п. и
вырастала в 10 раз при +10,5 п.п.

Поведение $\lambda(M)-\lambda(BBП)$ и потрясения фондового рынка США



Случаи, когда $\lambda(M) - \lambda(BBП) > 0$, крайне опасны.

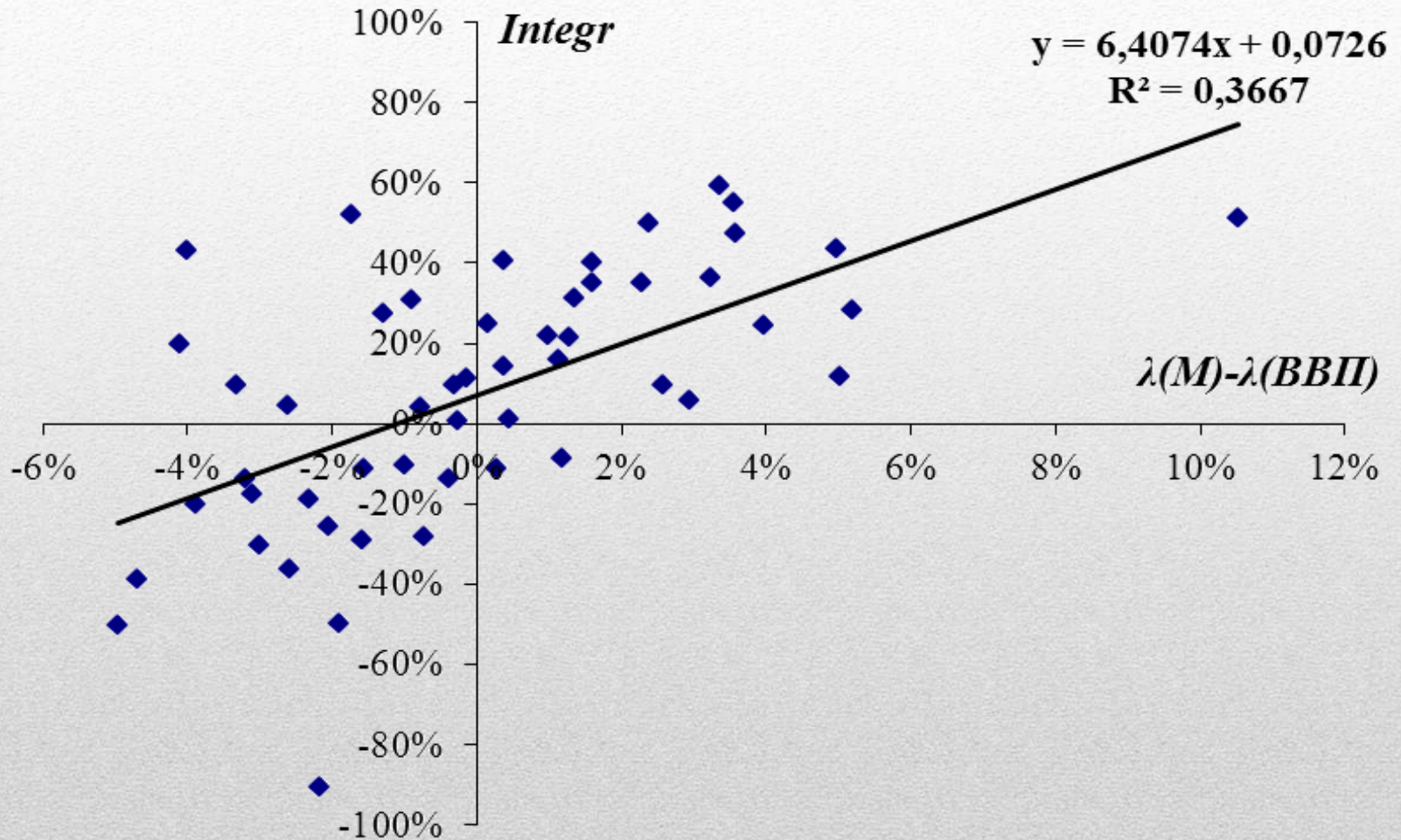
Интегрированный показатель фондового рынка

$$Integr = \alpha * S\&P - (1 - \alpha) * TSec$$

где

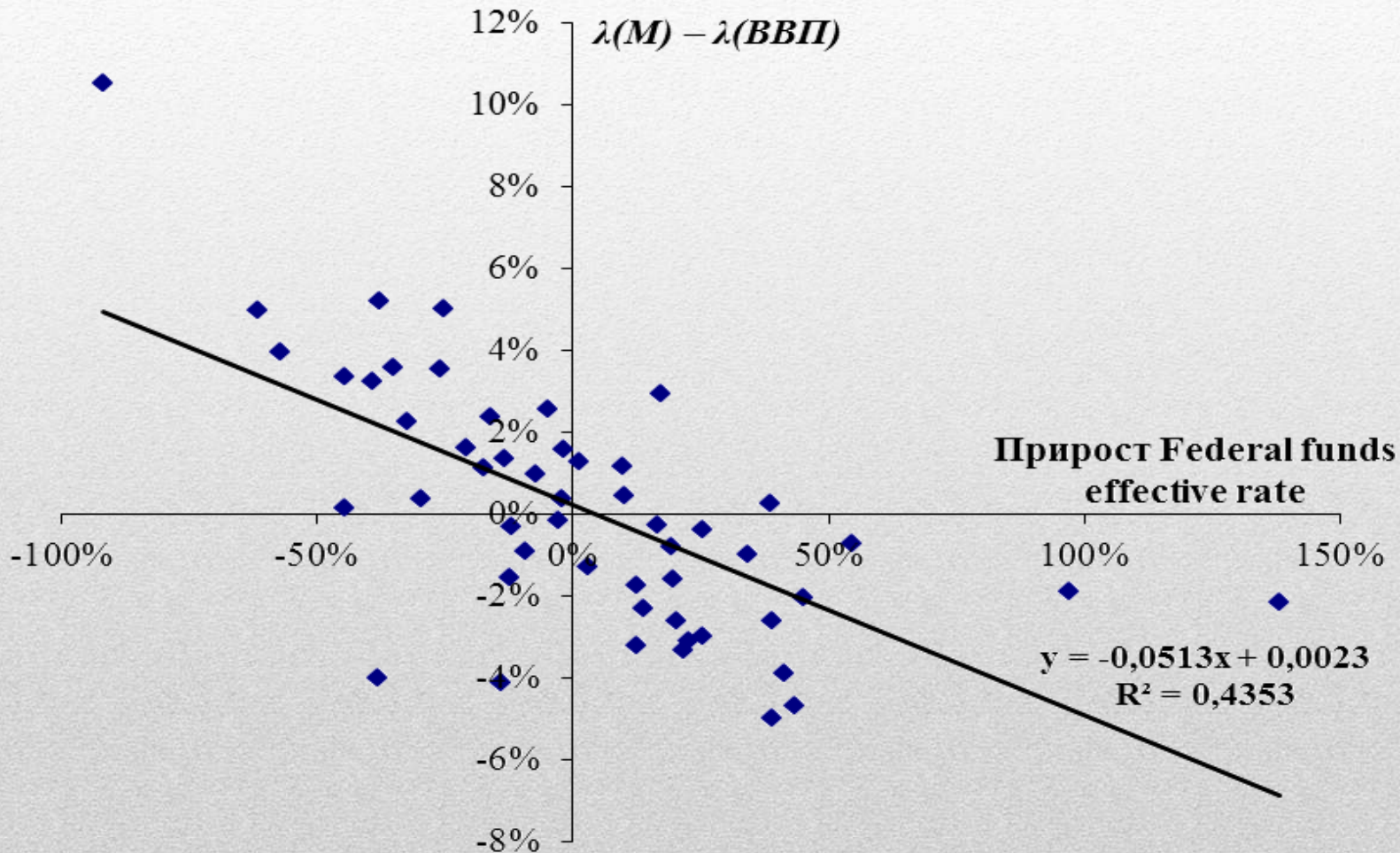
1. **S&P** – темпы прироста значений S&P 500;
2. **TSec** – темпы прироста среднегодовой рыночной доходности ценных бумаг, эмитированных Казначейством США, со сроком погашения 1 год;
3. $0 \leq \alpha \leq 1$ – доля **S&P** в показателе **Integr**. В наших расчётах $\alpha = 0,5$.

Связь между Integr и $\lambda(M)-\lambda(BBП)$ в США

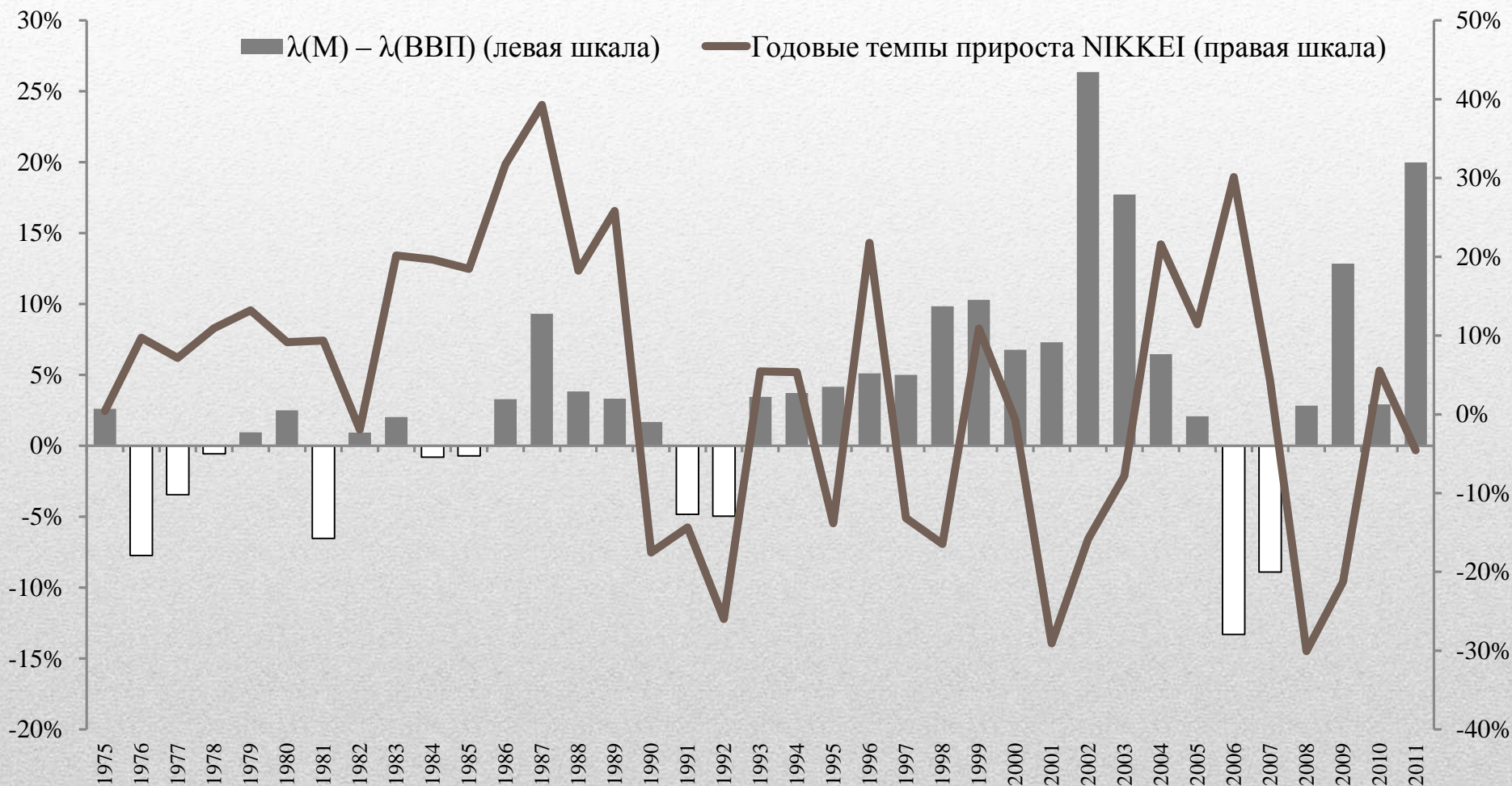


Можно ли управлять $\lambda(M)$ - $\lambda(BBП)$ в США?

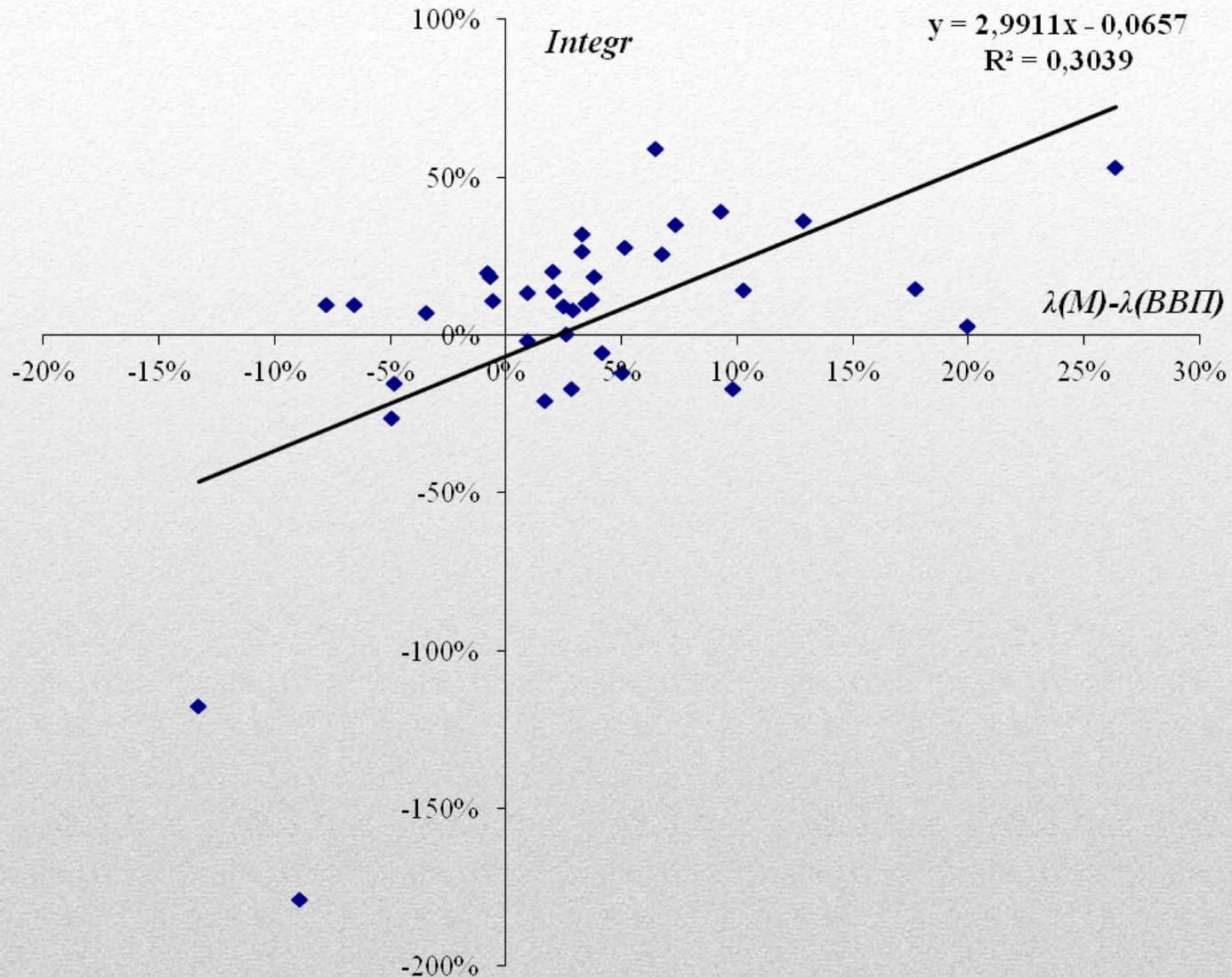
Ключевой инструмент монетарной политики ФРС США – изменение ставки по федеральным фондам (**federal funds rate**).



Поведение $\lambda(M)-\lambda(VВП)$ и корпоративный фондовый рынок Японии

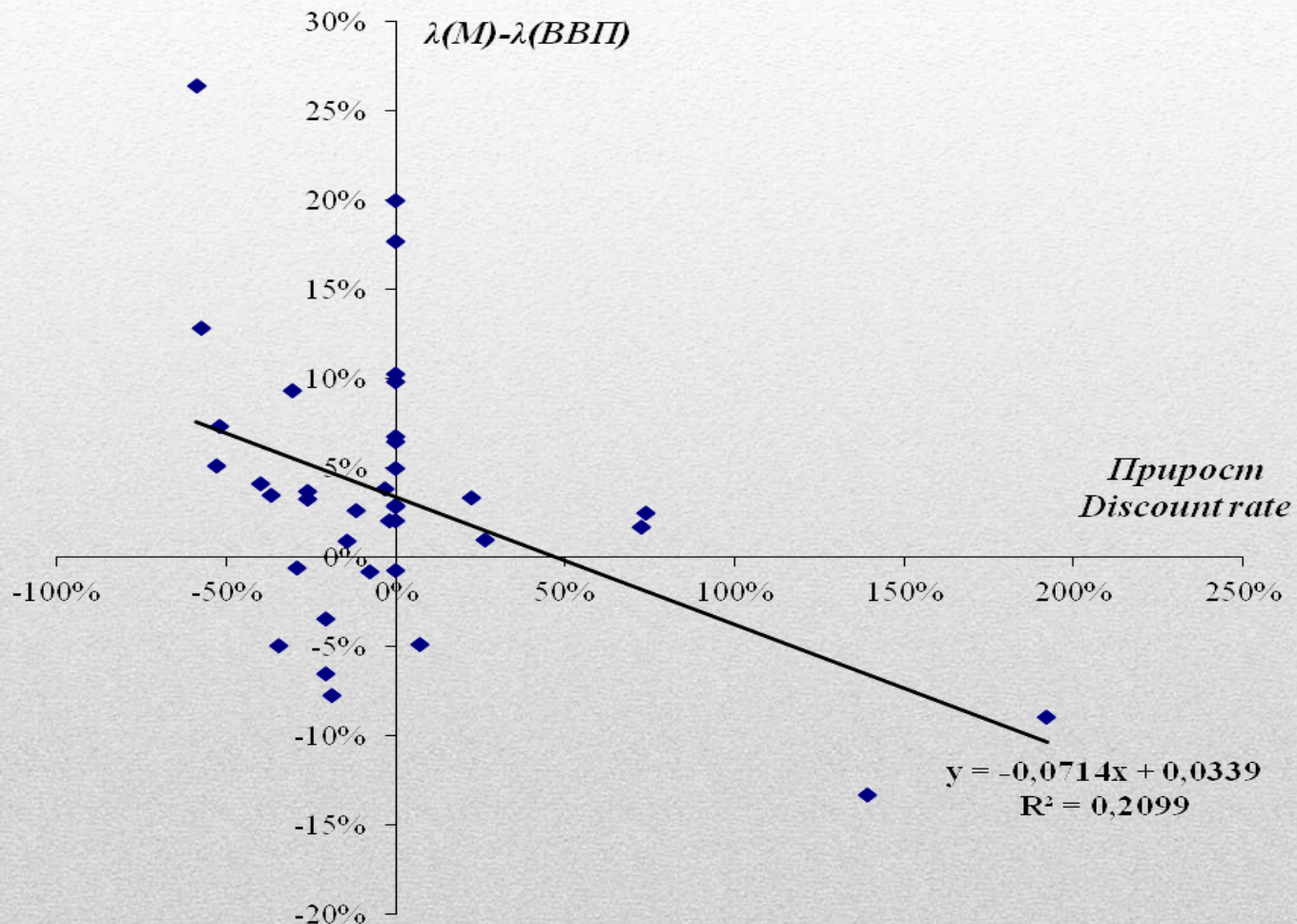


Связь между *Integr* и $\lambda(M)-\lambda(BВП)$ в Японии



Можно ли управлять $\lambda(M)$ - $\lambda(BBП)$ в Японии?

Ключевой инструмент монетарной политики Банка Японии – изменение учётной ставки (**discount rate**).



Выводы

1. Расчёт избыточного денежного предложения через разность темпов роста денежного агрегата М2 и номинального ВВП – это **содержательный приём**. Между его динамикой и динамикой фондового рынка существует **тесная положительная связь**.
2. Колебания $\lambda(M)-\lambda(VВП)$ не только **предсказуемы**, но и **управляемы** со стороны монетарных властей.
3. Минимизация $\lambda(M)-\lambda(VВП)$ может лечь в основу подхода к реализации денежно-кредитной политики **мегарегулятора**.

Дискуссия

1. Какой показатель использовать в качестве *Integr*?
 - главный критерий – соответствие состоянию фондового рынка и статистически значимая связь с $\lambda(M) - \lambda(BBП)$
2. Целевой уровень интегрального индекса?
 - ограничить «сверху» и «снизу».
 - связь с инструментом монетарной политики.
3. Шаги динамических рядов?
 - квартальные данные дают чуть более слабую связь.
4. Чередование положительных и отрицательных значений $\lambda(M) - \lambda(BBП)$.
 - устойчивая положительная динамика $\lambda(M) - \lambda(BBП)$, как правило, ведёт к надуванию "пузырей" на фондовом рынке.

Спасибо за внимание
