

Регулярные коммуникации Банка России и краткосрочные эффекты волатильности на финансовых рынках

Телегин Олег
НИУ ВШЭ

Научный руководитель:
Мерзляков Сергей Анатольевич
НИУ ВШЭ

Аннотация

Данная работа посвящена изучению взаимосвязи между волатильностью различных показателей финансовых рынков России и коммуникационной политикой Банка России, а именно, регулярными коммуникациями - пресс-релизами и пресс-конференциями по итогам заседаний совета директоров Банка России. Использование данных двух каналов регулярных вербальных интервенций ставит своей целью не только ознакомление участников рынка с решением по ключевой ставке, принятым в ходе заседания, но и описание причин принятия данного решения вместе с краткой характеристикой текущего положения экономики в том виде, в котором его наблюдает регулятор. Таким образом, эффективность регулярного канала коммуникаций является неотъемлемой частью эффективности всей информационной политики Банка России, изучение которой и составляет цель данной работы.

В конце 2014 года Банк России перешел в проведении собственной политики к режиму плавающего курса рубля, сфокусировавшись на таргетировании инфляции и установив цель по инфляции в долгосрочном периоде на уровне 4%. При значительных успехах в приведении фактической инфляции к целевому уровню, инфляционные ожидания оставались (и в некоторой мере остаются) закоренными на более высоком уровне, чем фактический уровень роста цен. Этим обуславливается тот факт, что Банк России в последние годы все больше внимания уделяет проведению коммуникационной политики как одному из основных инструментов воздействия на ожидания участников рынка. Способы, а самое главное, уровень прозрачности регулярных коммуникаций Банка России регулярно становится предметом обсуждения, что находит свое отражение как в научных работах, так и в ходе пресс-конференций председателя Банка России.

Данное обсуждение также не является исключительно теоретическим, так как Банк России в настоящий момент пользуется возможностью менять способы и каналы коммуникаций, в частности, в 2020 году председатель Банка России начала проводить пресс-конференции по текущей ситуации и вопросам стабилизационных мер, периодичность которых увеличивалась по мере выхода экономики Российской Федерации из острой фазы кризиса, вызванного коронавирусом (от еженедельных до ежемесячных). Помимо этого, необходимо отметить и еще одно изменение коммуникационной политики Банка России в последнее время - изменение частоты проведения пресс-конференций по итогам заседаний

совета директоров Банка России, которые являются одним из объектов изучения в данной работе - с 2020 года они проводятся после каждого заседания. Таким образом, исследования, посвященные оптимальному дизайну коммуникационной политики Банка России могут иметь, помимо теоретического, и прикладное значение, основанное на возможных рекомендациях для регулятора относительно проведения информационной политики.

Актуальность данной проблемы также обуславливается отсутствием исследований высокочастотных эффектов коммуникационной политики на российском рынке - до настоящего времени исследование коммуникационной политики Банка России сосредотачивались на исследовании дневных эффектов вербальных интервенций регулятора. Таким образом, данная работа существенным образом расширяет уже полученные результаты, являясь первой попыткой исследовать высокочастотные эффекты информационной политики.

При этом базовым ограничением предыдущих работ по данной тематике являлась практически полная невозможность отделить ожидаемую информацию от неожиданной, так как зачастую не существует возможности измерить, например, оценку участниками ожидаемого поступающего вербального сигнала от регулятора. Таким образом, единственным способом изучения эффектов коммуникаций на большинство финансовых показателей остается исследование всей совокупности вербальных интервенций, в том числе и тех сигналов, которые экономические агенты не воспринимают как нуждающиеся в реакции на них. Для регулярных же интервенций данная проблема измерения ожидаемого содержания интервенции может быть решена при помощи консенсус-прогнозов участников рынка. Незадолго до, например, запланированной публикации экономической статистики участники рынка могут быть опрошены на предмет того, какими они ожидают увидеть публикуемые показатели. В данном исследовании используются результаты консенсус-прогноза экспертов, опрошенных агентством Bloomberg, как следующего наиболее неизменной методике и использующего наиболее широкую базу экспертов. В результате становится возможным не только изучить реакцию рынка на все сигналы регулятора, но и отделить именно неожиданные новости, поступающие от Банка России, что также составляет часть научной новизны данной работы.

В качестве вербальных интервенций в данной работе рассматриваются все регулярные коммуникации с 2015 по 2019 год включительно. Каждый год совет директоров Банка России проводит 8 заседаний, посвященных решению о будущей ключевой ставке, причем каждое второе заседание сопровождается пресс-конференцией председателя Центрального банка Эльвиры Набиуллиной. Таким образом, рассматриваемый промежуток включает в себя 40 заседаний и 20 конференций, а строгая периодичность пресс-конференций и пресс-релизов создает своего рода естественный эксперимент, дающий возможность сравнить эффективность данных двух инструментов коммуникационной политики. При проведении коммуникационной политики после заседания совета директоров Банк России сообщает рынку не только новое значение ключевой ставки, но также и объясняет свое решение, а также описывает свою точку зрения на происходящие в экономике процессы и кратко представляет прогноз относительно этих процессов. Как было неоднократно показано подобные новости, если информация в них является новой и заслуживающей доверия, могут вызывать увеличение волатильности на финансовых рынках, поэтому возможные изменения

волатильности сразу после вербальных интервенций Банка России могут рассматриваться как мера эффективности коммуникаций регулятора. В качестве исследуемых показателей волатильности использовались курс рубля к доллару США, а также индекс Московской Биржи, а в качестве значений высокочастотной волатильности использовались значения 5-минутной волатильности, полученные из 1-минутных данных *absolute realized volatility*.

В рамках эконометрического моделирования были использованы видеоизмененные аналоги HAR-моделей. Первоначальная спецификация модели HAR, предложенная Fulvio Corsi в 2009 году, предполагала зависимость дневной волатильности на рынке от волатильности 3 факторов: волатильностей предыдущего дня, недели и месяца. В рамках данной работы аналогичным образом использовались следующие показатели: волатильность предыдущего часа и прогноз волатильности текущего дня, полученный из модели для дневных волатильностей. Однако, так как при использовании HAR-моделей на высокочастотных данных необходимо также учесть возможные внутридневные паттерны волатильности, в модель добавляется паттерн волатильности, полученный при помощи метода *Kernel-weighted local polynomial smoothing*, а также произведения некоторых из регрессоров и несколько дамми-переменных, ответственных за различные шоки волатильности, такие как время открытия отдельных крупных рынков.

Выбранная функциональная форма модели достаточно хорошо представляет имеющиеся данные. Волатильности предыдущих периодов времени (предыдущего дня и часа) действительно влияют на текущую волатильность, равно как и внутридневной паттерн волатильности. При этом волатильность не повышается перед моментом публикации пресс-релиза, что является косвенным подтверждением того факта, что участники рынка достаточно быстро реагируют на поступающую информацию и, таким образом, все шоки, имевшие место быть до заседания совета директоров, уже учтены в динамике курса рубля и биржевого индекса и не должны оказывать влияния на волатильность на рынке сразу же после публикации пресс-релиза. Что касается воздействия новостей о ключевой ставке на динамику, например, курса рубля в течение 1,5 часов после публикации пресс-релиза, то можно заметить резкий всплеск волатильности в первые 5 минут. После этого значения волатильности постепенно спадают, однако, на протяжении первых 40 минут (8 наблюдений) данные новости все еще оказывают значимое влияние на волатильность курса рубля (на уровне значимости 5%). Качественные результаты исследования волатильности индекса Московской Биржи практически аналогичны, что также подтверждают гипотезу об эффективности политики Банка России. Однако, при исследовании эффектов пресс-конференций по итогам заседаний совета директоров Банка России результаты оказались ровно противоположными - участники рынка не наблюдают появления никакой новой или релевантной информации в ходе общения Эльвиры Набиуллиной с журналистами (впрочем, второе маловероятно, так как данный сигнал частично дублирует сигнал пресс-релиза, который участники рынка оценивают и как новый, и как релевантный).

Таким образом, результаты проведенного анализа показывают, что регулярные коммуникации Банка России (а именно пресс-релизы по итогам заседания совета директоров Банка России) действительно повышают волатильность на финансовых рынках, при этом участники рынка не могут мгновенно учесть поступление новой информации в цене, и дан-

ный процесс занимает чуть меньше часа. Однако, эффект повышения волатильности статистически незначим, когда речь идет о пресс-конференциях председателя Центрального банка РФ. Конечным результатом исследования также является формулирование рекомендаций для Банка России по изменению формата регулярных коммуникаций с учетом различной эффективности используемых в настоящее время инструментов.