

Вестник Евразийской науки / The Eurasian Scientific Journal <https://esj.today>

2018, №2, Том 10 / 2018, No 2, Vol 10 <https://esj.today/issue-2-2018.html>

URL статьи: <https://esj.today/PDF/63ECVN218.pdf>

Статья поступила в редакцию 03.04.2018; опубликована 28.05.2018

Ссылка для цитирования этой статьи:

Панина А.О. Формирование волатильности на рынках развивающихся стран в условиях глобальных потрясений и стабильной экономики // Вестник Евразийской науки, 2018 №2, <https://esj.today/PDF/63ECVN218.pdf> (доступ свободный). Загл. с экрана. Яз. рус., англ.

For citation:

Panina A.O. (2018). Formation of volatility in the emerging markets in conditions of global shocks and stable economy. *The Eurasian Scientific Journal*, [online] 2(10). Available at: <https://esj.today/PDF/63ECVN218.pdf> (in Russian)

УДК 336.051

ГРНТИ 06.73.35

Панина Анастасия Олеговна

ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», Москва, Россия

Аспирант

E-mail: paaanina5@gmail.com

Формирование волатильности на рынках развивающихся стран в условиях глобальных потрясений и стабильной экономики

Аннотация. В статье рассматриваются основные тенденции, складывающиеся на развивающихся фондовых рынках. Одним из основных индикаторов, характеризующих динамику финансового рынка, является волатильность.

Основным результатом исследования является установление связи между волатильностью на развивающихся фондовых рынках и условиями, в которых функционируют указанные рынки: стабильная экономика формирует предпосылки для роста инвестиций, характеризующихся более высоким уровнем риска, что в свою очередь дает возможности дестабилизации рыночной ситуации и, как результат, формирования высокого уровня волатильности.

Автором представлен исторический график динамики волатильности развитых и развивающихся рынков. Автор обращает внимание, что основные «скачки» волатильности отмечены в периоды глобальных мировых потрясений (военные годы, годы «холодной войны», период распада СССР, ипотечный кризис США 2008-го года).

Автором сформулированы основные концепции развития рынков развивающихся и развитых стран. Автор отдельно обращает внимание, что волатильность фондовых рынков является цикличной – абстрагируясь от влияния факторов внешней среды (глобальных кризисных явлений), стабилизация экономических условий в краткосрочной перспективе приведет к формированию волатильности за счет принятия инвесторами риск-ориентированных стратегий финансирования, избираемых инвесторами на фоне общего снижения уровня доходности безрисковых ценных бумаг. В подтверждение указанной мысли автор отмечает, что тенденция ускоряющегося роста экономик развивающихся рынков привлекает инвесторов, в то время как увеличивается объем эмиссии облигации

развивающихся экономик со спекулятивным рейтингом, что увеличивает абсолютное значение риска осуществляемых инвестиций.

По результатам проведенного анализа автор пришел к выводу о том, что текущая стабилизация уровней волатильности рынков развивающихся стран со значительной долей уверенности может быть интерпретирована как фактор, свидетельствующих о скором возможном приросте волатильности на мировых фондовых рынках в целом и развивающихся рынках в частности.

Ключевые слова: волатильность; фондовые рынки; кризис; развивающиеся финансовые рынки; акции; облигации; доходность

В экономической теории под волатильностью понимается диапазон цены конкретного актива в определенном промежутке времени [1]. Правильный расчет и последующий анализ этого показателя предоставляет возможность делать прогнозы с учётом предыдущих колебаний стоимости. Волатильность является мерой изменчивости базового актива и является в настоящее время одним из наиболее важных способов оценки рисков рыночного финансового инструмента. Высокий уровень волатильности означает, что доходность варьируется в широком диапазоне. Низкий уровень волатильности говорит о том, что доходность фондового актива не подвержена серьезным изменениям [2]. В сегодняшней мировой экономике анализ этого показателя является едва ли не основным способом оценки риска.

Текущая тенденция на усиление экономик развивающихся стран в последние годы существенно повысила важность и нужность анализа волатильности рынков развивающихся стран. Однако, прежде чем вести речь о текущей волатильности на развивающихся рынках, важно понять исторические предпосылки и тенденции поведения рынков развивающихся стран на базе ретроспективных данных об уровнях волатильности, в том числе на фоне глобальных экономических кризисов и на фоне волатильности развитых экономик.

В январе 2018-го года группой ученых было проведено исследование на тему волатильности, которые провели оценку влияния показателя волатильности на вероятность наступления финансовых кризисов за последние 211 лет [3]. По результатам проведенного анализа ученые пришли к выводу, что сама по себе волатильность не всегда является предвестником глобальных экономических потрясений, однако чрезвычайно высокий или низкий уровень данного показателя все-таки предвещает кризис, так как данные предельные значения являются показателем растущей неопределенности, независимо от природы этой неопределенности – политической, экономической или финансовой. В частности, исследования С.Р. Бэйкера (в соавторстве) [4] и Х. Гюлена (в соавторстве) [5] посвящены влиянию политической неопределенности на высокую волатильность акций, что в результате приводит к сокращению инвестиций, спаду уровня производства, росту безработицы.

Кроме этого, был сделан вывод о том, что низкий уровень волатильности может стать причиной кризиса в банковской системе. При этом результаты проведенного анализа свидетельствовали о том, что связь между волатильностью и валютными кризисами фактически отсутствует (за исключением периодов войн).

Так, имеющиеся данные (рис. 1) позволяют сделать вывод о гораздо большем уровне воздействия внешних потрясений на состояние и перспективы роста волатильности развивающихся экономик по сравнению с развитыми экономиками.

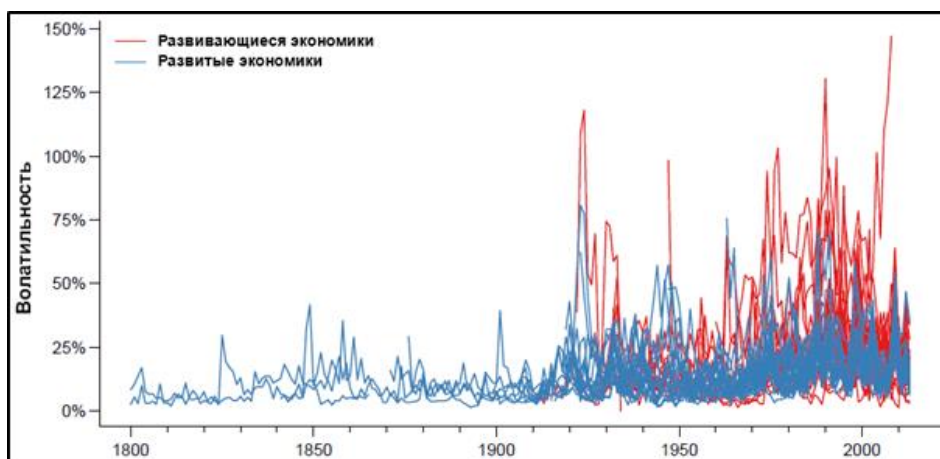


Рисунок 1. Волатильность рынков развивающихся и развитых стран в 1800-2017 гг. (источник: Даниэльсон Дж., Валензуэла М., Зэр И. (2018). Извлекая уроки из истории: волатильность и финансовые кризисы)

В частности, на графике отчетливо видно, что отдельные пики волатильности развивающихся рынков последних лет приходятся на время распада Советского Союза (начальная стадия развития рыночных экономик восточноевропейских стран) и на годы кризиса ипотечного кредитования. Развивающиеся рынки менее стабильны, однако в то же время мировая экономика становится всё более взаимозависимой с каждым годом, что и объясняет схожее движение исследуемого показателя в различных условиях.

Имевший место ипотечный кризис США 2008-го года позволил сформулировать следующие важные базовые концепции развития рынков развивающихся и развитых стран:

1. Развитые и развивающиеся фондовые рынки по-разному реагируют на кризисную ситуацию в экономике – в кризисный год развивающиеся рынки показывают более высокий уровень волатильности (69 %), чем американский фондовый рынок и развитые фондовые рынки (61,2 %) в целом.
2. Происходит усиление финансовой интеграции фондовых рынков в период финансового кризиса. Кросс-корреляция увеличивается с 0,506 до 0,685, однако при этом финансовая интеграция развивающихся рынков имеет более высокую степень, чем для развитых (корреляция для развивающихся рынков в этот же период составила 0,793, для развитых – 0,597).
3. В посткризисный период происходит усиление финансовой интеграции развивающихся рынков.
4. Для кризисного периода характерно увеличение волатильности – она возросла с 13 % за 2007 года до 58 % в кризисный период для всех фондовых рынков.

В то же время отмечается, что стабилизация экономических условий, которая отмечается в последнее время, несет в себе существенные угрозы и может явиться, как бы ни парадоксально это звучало, причиной итоговой дестабилизации рынка – данный феномен принято называть «парадоксом волатильности», данный термин был интегрирован М. Брюннермейером и Ю. Санниковым в их труде [6]. В совокупности описанная ситуация является частным случаем гипотезы финансовой нестабильности Х. Мински [7], которая базируется на теории финансовой хрупкости Мински, а одним из факторов «хрупкости» в теории является недооценка рисков (высокая риск-ориентированность).

Текущая стабильность рынков, сопряженная с низкой волатильностью, вынуждает агрессивных инвесторов, заинтересованных в максимизации прибыли, идти на большие риски

на фоне оптимистичных ожиданий и совершать необдуманные вложения, в большинстве своем итогом которых является получение отрицательного экономического результата – данным тенденциям посвящена работа группы авторов [8]. В свою очередь, убытки отдельных инвесторов способствуют эскалации паники на рынке и дальнейшему кризису.

Отмеченная ранее взаимозависимость экономик и их синхронизация является весьма благоприятной для развивающихся рынков. Так, рост экономики США положительно сказывается на тенденциях развивающихся рынков [9], что в свою очередь предполагает, что страны с высокими реальными ставками без инфляционного давления – ЮАР и Россия – остаются самыми приоритетными для вложений.

Развивающиеся рынки очень устойчивы к всплескам волатильности: во втором десятилетии 21 века отмечено 14 случаев резкого роста волатильности, и в 13 случаях резкий рост волатильности результировал в динамике индекса MSCI Emerging Markets (EEM).

В то же время, тенденции настоящего времени сводятся к минимизации волатильности. Такая ситуация наблюдалась и в июне 2016-м году, после подведения итогов референдума в Великобритании о выходе из состава Европейского союза (Brexit) – нестабильность финансового рынка быстро сошла на нет, а в краткосрочной перспективе было отмечено снижение волатильности на финансовых рынках с установлением близких к историческому минимуму уровням. Одним из факторов снижения стал рост ожиданий относительно сохранения мягкой монетарной политики крупнейшими центральными банками на более долгий, чем ожидалось ранее, период. Ожидания мягкой монетарной политики и снижение волатильности привели к росту спроса на рискованные активы. В частности, выросли рынки акций как развитых, так и развивающихся стран¹.

Уже в июле 2016 года, через несколько недель после объявления итогов референдума о выходе Великобритании из состава ЕС, наблюдался сильный приток средств в фонды развивающихся стран, работающих как с акциями, так и с облигациями. Спрос на последние вырос из-за общего снижения доходностей безрисковых инструментов (рис. 2), что вынуждает инвесторов вкладывать средства в более рискованные инструменты с высокой доходностью.



Рисунок 2. Нисходящий тренд доходности 10-летней облигации США (безрисковой облигации) (источник: www.cnbc.com/quotes/?symbol=US10Y)

По итогам июля 2016 года доходности гособлигаций развивающихся стран в национальной валюте достигли минимальных исторических значений. Выход Великобритании из состава европейского интеграционного союза существенно ухудшил перспективы экономического роста всего валютного блока. На этом фоне крупные инвесторы приняли решение о реформации состава собственных инвестиционных портфелей в пользу регионов,

¹ Банк России. О чем говорят тренды. Макроэкономика и рынки. Июль 2016. Москва: Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования (№8), 2016. (www.cbr.ru/collection/collection/file/356/bulletin_16-08.pdf).

подверженных наименьшему негативному влиянию последствий Brexit, в т. ч. России, о чем, в частности, свидетельствует динамика ОФЗ, доходность которых продолжает снижаться.

Однако текущее положение России на мировой арене, основы которого были заложены в марте 2014 года (после присоединения республики Крым к составу Российской Федерации), позволило привлечь в страну не более 5-10 % объема средств «оттока» после Brexit, в то время как Латинская Америка получила около 30 % средств после Brexit. На этом фоне США и Европа сталкиваются с проблемой формирования инфляции и возникновения конкуренции за капитал со стороны развивающихся стран.

Тенденция же 2017 года такова, что активы на развивающихся рынках показали высокие темпы роста, которые дают возможность инвесторам с уверенностью смотреть в будущее – волатильность на рынках развивающихся стран низка. Однако низкая волатильность, как отмечалось выше, может играть и играет против стабильности экономики.

Нетто-приток капитала на развивающиеся рынки достиг максимума за последние два года. Ускоряющийся рост экономики этих стран привлекает инвесторов. По оценке Fitch, рост экономики развивающихся стран в 2017 году составит 4,7 %, а в 2018 году – 4,8 %². Акции и облигации развивающихся стран оказались одними из лучших активов по совокупной доходности.

На этом фоне негативными тенденциями могли обернуться планы Федеральной резервной системы США по прекращению программы денежного стимулирования, к которой в 2018 году могут присоединиться центральные банки ведущих мировых экономик. Указанные маневры в целом напоминали ситуацию 2013 года, которая, как отмечалось выше, в своем результате имела высокую (до 69 %) волатильность рынка развивающихся стран. Однако тенденции последнего времени, а конкретно рекордные темпы эмиссии облигаций развивающихся рынков, позволяют минимизировать риски, связанные с планами ФРС США.

Так, эмиссия облигаций развивающихся стран со сроком погашения 10 и более лет в 2017-м году превысила 500 млрд долларов США, чему способствовал спрос инвесторов на активы с высокой доходностью на фоне низкой волатильности развитых рынков.

В то же время, рекордные эмиссии не обошли стороной и развивающиеся экономики со спекулятивным рейтингом (рис. 3).

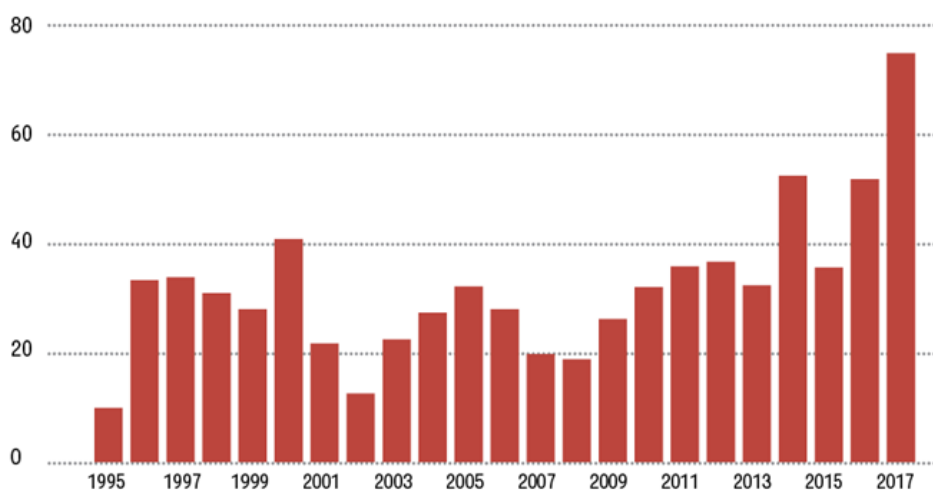


Рисунок 3. Эмиссия облигаций развивающихся стран со спекулятивным рейтингом (в млрд долларов США) (источник: Dealogic (www.dealogic.com))

² Fitch Ratings. Emerging Market Banking System Datawatch (www.fitchratings.com/site/re/10001410).

Кроме того, кредитные рейтинги развивающихся стран при этом опустились до самого низкого уровня с 2010 года, о чем свидетельствует индекс, составляемый Институтом международных финансов (рис. 4).

Суверенные рейтинги были снижены, в частности, у Китая, ЮАР, Турции, в III квартале 2017 года снижение рейтингов произошло у 43-х компаний, в то время как повышение – лишь у 16-и, по данным Standard & Poor's. Эта тенденция свидетельствует, что рейтинговые агентства все больше беспокоятся относительно высокого уровня долга во многих развивающихся странах и их способности рефинансировать его, в то время как процентные ставки растут. При этом снижение суверенных рейтингов происходит на фоне роста фондового индекса развивающихся стран MSCI Emerging Markets (32,1 % в 2017 году)³ и роста индекса долларовых облигаций развивающихся стран EMBI Global (8,8 % в 2017 году).



Рисунок 4. Рост доли облигаций развивающихся стран на фоне падения кредитных рейтингов (источник: Институт международных финансов (www.iif.com))

Нельзя при этом не отметить, что рост доли облигаций, наблюдаемый с 2016 года, соответствует волновой теории Эллиота (рост-падение на базе «правильных» чисел Фибоначчи) [10]. Напомним, что волновая теория Эллиота предполагает пятиступенчатое движение вверх с последующим трехступенчатым спадом, а представленный график в настоящее время находится в конце пятой ступени роста. Разумеется, ожидаемый возможный спад на рынке развивающихся стран в соответствии с волновой теорией Эллиота не перекроет в полной мере зафиксированного уже роста, но совершенно точно приведет к стрессу рынка, колебаниям инвесторов, отмечавшейся выше эскалации кризиса, что в результате выльется в прирост волатильности.

Другие риски, прежде всего один из главных для развивающихся рынков – политический (отдельно отмечался по тексту выше), также могут затмить их радужные перспективы. На этот год намечены выборы в 18 странах, в том числе в ЮАР, Индонезии, Бразилии, Колумбии и т. д.

³ MSCI Emerging Markets Daily Performance (<https://www.msci.com/emerging-markets>).

Возможны и неожиданности даже в стабильных условиях. Например, денежная реформа и ряд других преобразований в Индии привели к гораздо более сильному замедлению экономического роста, чем предполагали инвесторы, да и сами руководители страны⁴.

Важным фактором состояния развивающихся рынков является Китай. Имевшие место в 2017-м году опасения относительно замедления темпов роста рынка Китая не реализовались, однако первопричиной «незамедления» экономики преимущественно выступало наращивание объемов кредитования (рис. 5).

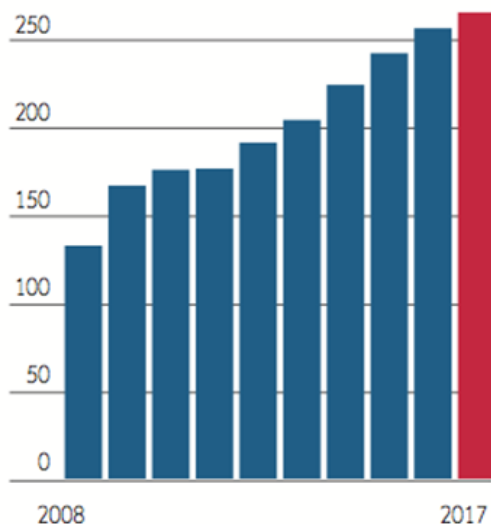


Рисунок 5. Динамика роста долга Китая в соотношении с ВВП (в %) (источник: BIS (Bank for International Settlements) Quarterly Review, март 2018 (https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1803.pdf))

В свою очередь, кризис в финансовой системе или на рынке недвижимости Китая может оказать пагубное воздействие на восприятие инвесторами развивающихся рынков в целом. Кроме того, в ближайшие три года заемщикам в этих странах предстоит погасить большие объемы задолженности, а процентные ставки, по-видимому, будут выше и осложнят рефинансирование за счет размещения облигаций на внешних рынках.

Таким образом, текущие тенденции динамики волатильности рынков развивающихся стран свидетельствуют о том, что за текущим штилем последует непременный «шторм», который может вылиться в очередной глобальный финансовый кризис. Последствия этого кризиса вряд ли будут в полной мере идентичны последствиям ипотечного кризиса США 2008 года (инвесторы по меньшей мере научены горьким опытом прошлых лет), но формирующийся мыльный пузырь непременно лопнет, что приведет к абсолютной алогичности в поведении инвесторов, потерпевших убытки и желающих их по меньшей мере минимизировать.

⁴ Индийский бунт: как обмен денег привел экономику страны к коллапсу (<https://www.rbc.ru/business/29/11/2016/583d79469a794707b4f525ea>).

ЛИТЕРАТУРА

1. Кропачев С.В. Производные финансовые инструменты: учебно-методическое пособие для самостоятельной работы и практических занятий. Красноярск: СФУ, 2013.
2. Федорова Е.А., Назарова Ю.Н. Факторы, влияющие на изменение индекса РТС российского фондового рынка. Москва: «Аудит и финансовый анализ» (№1), 2010.
3. Danielson J., Valenzuela M., Zer I. Learning from History: Volatility and Financial Crises, 2018.
4. Baker S.R., Bloom N., Davis S.J. Measuring economic policy uncertainty. Quarterly Journal of Economics (№131), 2016.
5. Gulen H., Ion M. Policy uncertainty and corporate investment. Review of Financial Studies (№29), 2016.
6. Brunnermeier M.K., Sannikov Y. A Macroeconomic Model with a Financial Sector. American Economic Review (№104), 2014.
7. Minsky H. The financial instability hypothesis: An interpretation of Keynes and an alternative to “standard” theory. Nebraska Journal of Economics and Business (№16), 1977.
8. Bhattacharya S., Goodhart C., Tsomocos D., Vardoulakis A. A reconsideration of Minsky’s financial instability hypothesis. Journal Money Credit and Banking (№47), 2015.
9. Асатуров К.Г., Теплова Т.В. Эффекты перетекания волатильности и заражения на фондовых рынках: определение глобальных и локальных лидеров (часть 1). Вестник Московского университета. Серия 6. Экономика (№ 5), 2014.
10. Frost A.J., Prechter Jr. R.R. Elliott Wave Principle (10th edition). New Classics Library, 2005.

Panina Anastasia Olegovna

Financial university under the government of the Russian Federation, Moscow, Russia
E-mail: paaanina5@gmail.com

Formation of volatility in the emerging markets in conditions of global shocks and stable economy

Abstract. The article examines the main trends forming in emerging stock markets. One of the main indicators that characterize the dynamics of the financial market is volatility.

The main result of the study is the establishment of a link between volatility in emerging stock markets and the conditions in which these markets operate: a stable economy forms the preconditions for the growth of investments characterized by a higher level of risk, which in turn gives the possibility of destabilization of the market situation and, as a result, forms high level of volatility.

The author presents a historical graph of volatility dynamics of developed and emerging markets. The author draws attention to the fact that the main “leaps” of volatility were noted in times of global world shocks (the war years, the years of the “cold war”, the period of the USSR collapse, the US mortgage crisis of 2008).

The author formulated the basic concepts of developing of markets of emerging and developed countries. The author separately draws attention to the fact that the volatility of the stock markets is cyclical – abstracting from the influence of environmental factors (global crisis phenomena), stabilization of economic conditions in the short term will lead to the formation of volatility due to investor acceptance of risk-oriented financing strategies selected by investors against a general decline in the level of profitability of risk-free securities. In support of this idea, the author notes that the tendency of accelerating growth in emerging markets attracts investors, while the volume of issuing bonds of emerging economies with speculative ratings increases, which increases the absolute value of the risk of investments.

Based on the results of the analysis, the author concluded that the current stabilization of the volatility levels of the emerging markets with a significant degree of confidence can be interpreted as a factor that indicates possible increase in volatility in global stock markets in general and emerging markets in particular.

Keywords: volatility; stock markets; crisis; emerging markets; stocks; bonds; profitability