

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего образования
«Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

На правах рукописи

Лебедева Карина Максимовна

**МОДЕЛИ ПОВЕДЕНИЯ ИНВЕСТОРОВ НА
РАЗВИВАЮЩИХСЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ**

08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

ДИССЕРТАЦИЯ
на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель

Миркин Яков Моисеевич
доктор экономических наук, профессор

Москва - 2020

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ.....	4
ГЛАВА 1 МОДЕЛИ ПОВЕДЕНИЯ ИНВЕСТОРОВ: ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ	16
1.1 Содержание и структурные элементы моделей поведения инвесторов	16
1.2 Систематизация количественных методов исследования поведения инвесторов	35
1.3 Базовые характеристики поведения инвесторов на развитых и формирующихся рынках.....	43
ГЛАВА 2 ВЗАИМОСВЯЗЬ РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ КАК ИНДИКАТОР ОДНОРОДНОСТИ ПОВЕДЕНИЯ ИНВЕСТОРОВ.....	62
2.1 Анализ связанной динамики развивающихся рынков акций и товарных рынков.....	62
2.2 Исследование взаимосвязей валютных курсов развивающихся стран с товарными рынками.....	81
ГЛАВА 3 ПРИМЕНЕНИЕ ПОВЕДЕНЧЕСКИХ ПОДХОДОВ ДЛЯ ОПРЕДЕЛЕНИЯ НАПРАВЛЕНИЙ РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ РОССИИ И ЛАТИНСКОЙ АМЕРИКИ	93
3.1 Модели поведения инвесторов на финансовых рынках России и Латинской Америки.....	93
3.2 Применение поведенческих подходов для прогнозирования среднесрочной динамики российского финансового рынка.....	121
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	145
СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ.....	150
Список иллюстративного материала.....	195
ПРИЛОЖЕНИЕ А Диаграмма ценностей Инглхарта- Вельцеля.....	198
ПРИЛОЖЕНИЕ Б Уровень Индекса Человеческого Развития по регионам.....	199
ПРИЛОЖЕНИЕ В Исходные данные для моделей зависимости отношения рыночной капитализации местных компании к ВВП от ранга страны в Индексе политической стабильности – 2016 и 2018 годы	200

ПРИЛОЖЕНИЕ Г Исходные данные для графика зависимости отношения рыночной капитализации местных компаний к ВВП от продолжительности жизни и ВВП на душу населения	203
ПРИЛОЖЕНИЕ Д Показатели, характеризующие структуру экспорта и внешнеторгового оборота России, Бразилии, Чили, Аргентины, Мексики и Перу в 2016 году	205
ПРИЛОЖЕНИЕ Е Показатели экономического роста, безработицы, коррупции, государственного долга в России, Бразилии, Перу, Чили, Мексике, Аргентине в 2015-2016 гг.	206
ПРИЛОЖЕНИЕ Ж Источники прямых иностранных инвестиций в экономику развивающихся стран.....	207

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы исследования. В 2015 – 2019 гг. происходил чистый отток капитала из России, темпы экономического роста не превышали среднемировые. Это свидетельствует о стратегической необходимости формирования политики по долгосрочному привлечению внутренних и иностранных инвесторов на российский финансовый рынок и созданию благоприятных условий для вложения средств в него.

При этом нужно понимание портрета игроков рынка, причин прихода на рынок и ухода с него, комфортного соотношения «риск-доходность-ликвидность», предпочтительных финансовых инструментов, инвестиционных горизонтов. Сценарий развития российской экономики определяет группы инвесторов, преобладающие на финансовом рынке.

Действия мегарегулятора обуславливаются уровнем капитализации участников рынка, преобладанием внутренних или иностранных инвесторов, розничных или институциональных, спекулятивных или ориентированных на долгосрочный рост. Экономика России остро нуждается в доминировании стратегических инвесторов с долгосрочными горизонтами, так как это послужило бы сильным драйвером роста.

В постиндустриальном обществе скорость передачи информации и реакции глобальных рынков на неё быстра. Динамика развивающихся рынков при открытой экономике определяется внутренними и внешними факторами – ситуацией на развитых рынках, ценами на сырьё, изменениями мировой экономической и политической конъюнктуры и т.д.

Таким образом, с помощью сравнительного анализа моделей поведения инвесторов на развивающихся финансовых рынках и предпосылок их формирования в первой и третьей главах диссертации, а также количественного моделирования взаимосвязи глобальных рынков во второй и третьей главах объясняются причины волатильности российского финансового рынка и предлагаются меры по решению проблем долгосрочного

привлечения капитала на него и дисбаланса в регулировании портфельных и прямых иностранных инвестиций.

Научные результаты, практические рекомендации и прогнозы призваны оказать содействие регулятивным институтам в предвидении динамики рынка и предотвращении кризисных ситуаций, в формировании политики по развитию финансового рынка, стимулировании положительных тенденций при благоприятных условиях, повышении благосостояния граждан.

Степень разработанности темы исследования. Изучением поведения инвесторов занимались ведущие мировые экономисты А. Шлейфер, Р. Талер, Д. Канеман, А. Тверски, Х. Шефрин, М. Статман, Ю. Фама, К. Френч, М. Бейкер, Д. Вурглер, Д. Браун, М. Клифф, Т. Ховард и другие.

Проблемы развития российского финансового рынка и поведения инвесторов на нём нашли отражения в работах российских ученых Я.М. Миркина, Н.И. Берзона, К.В. Криничанского, А.Е. Абрамова, И.А. Гусевой, Т.В. Тепловой, Е.А. Федоровой и других, а также в аналитических материалах Банка России и Московской Биржи.

Исследования международных различий моделей экономики и структуры собственности проводились А. Демиргуч-Кунтом, Р. Ливайном, П. Фишером, А. Дамодараном, М. Мобиусом, Я.М. Миркиным. Стабильность финансовой системы стран с разной степенью развития оценивалась в рамках специализированной программы Международного валютного фонда. Привлекательность финансовых рынков с разной степенью зрелости для иностранных инвесторов ежегодно исследуется международными аналитическими агентствами A.T. Kearney и Z/Yen. Инвестициям в страны Латинской Америки и их экономическим проблемам посвящены публикации Экономической комиссии по латиноамериканскому и карибскому региону, созданной Организацией Объединенных Наций.

Международные сравнительные исследования культуры и ценностей проводились Р. Инглхартом, К. Вельцелем, Г. Хофстеде и их последователями. В частности, Р. Инглхарт, К. Вельцель и в дальнейшем группа российских

исследователей под руководством А.А. Аузана применяли полученные результаты вышеупомянутых социологических исследований для анализа процессов модернизации экономики. В диссертации подобный подход применяется в рамках детального анализа инвестиционного поведения впервые.

Проведенный анализ степени разработанности проблемы моделей поведения инвесторов на развивающихся финансовых рынках показал, что в современной научной литературе крайне мало исследований, где предлагался бы комплексный подход к анализу и прогнозированию формирующихся финансовых рынков, в частности финансового рынка РФ, который бы учитывал и подробно раскрывал суть поведенческого компонента в аспекте моделей поведения инвесторов, связывающих понятия устойчивых предпочтений, факторов иррациональности, ментальности и зрелости рынка, что придает актуальность данному диссертационному исследованию.

Цель и задачи исследования. Целью научного исследования является предложение новых научно обоснованных экономических решений по формированию эффективной политики, направленной на привлечение широкого круга инвесторов на российский финансовый рынок, имеющих существенное значение для развития страны, а также расширение научного аппарата поведенческих финансов.

Для достижения данной цели были поставлены следующие **задачи**:

1) дать концептуальную характеристику и предложить классификацию моделей поведения инвесторов на развивающихся финансовых рынках;

2) определить особенности методов исследования поведения инвесторов, которые могут быть использованы на развивающихся финансовых рынках;

3) раскрыть причинно-следственный механизм взаимосвязей и совместного движения рынков товарных активов, а также финансовых рынков

и валют России и ряда стран Латинской Америки в качестве индикации однородности поведения инвесторов;

4) охарактеризовать механизм принятия решений глобальными инвесторами на развивающихся финансовых рынках;

5) выявить и дать сравнительную характеристику моделей поведения внутренних инвесторов на финансовых рынках России и группы стран Латинской Америки и причинно- следственного механизма их воздействия на динамику развивающихся финансовых рынков;

6) на основе анализа моделей поведения глобальных и внутренних инвесторов дать прогноз динамики российского финансового рынка;

7) разработать комплекс мер по предотвращению спекулятивных действий и увеличению инвестиционных горизонтов иностранных участников рынка на основе анализа их модели поведения.

Объектом исследования является поведение инвесторов на развивающихся финансовых рынках.

Предметом исследования выступают модели поведения инвесторов на финансовых рынках Российской Федерации, Бразилии, Мексики и Аргентины.

Область исследования. Диссертационная работа выполнена в соответствии с п. 6.1 «Теоретические основы организации и функционирования рынка ценных бумаг и его сегментов», п. 6.5 «Концепции и механизмы функционирования фондового рынка» Паспорта научной специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит (экономические науки).

Методология и методы исследования. В процессе проведения исследования были применены: анализ (системный, логический, сравнительный, причинно-следственный), обобщение, классификация, группировка, концептуальное моделирование. На эмпирическом уровне использованы статистические и эконометрические методы (корреляционный анализ, тест причинности по Грейнджеру, метод главных компонент, регрессионный анализ, GARCH-моделирование). Исследование базируется на

теории поведенческих финансов и предпосылке о том, что значимым фактором, определяющим динамику рынков, является поведение присутствующих на них игроков.

Информационную базу диссертации составили научные разработки российских и зарубежных ученых в области поведенческих финансов, теории финансовых рынков, макроэкономики, мировой экономики, исследования и статистические данные международных организаций, в частности Международного валютного фонда, Всемирного банка, Организации Объединенных Наций, результаты международных социологических исследований (World Values Survey, Culture Compass Survey), статистика Банка России, ПАО «Московская биржа ММВБ-РТС» (Московская биржа) и бирж стран Латинской Америки, информационного агентства Bloomberg, материалы международных и всероссийских научных конференций.

Научная новизна и основные научные результаты исследования заключаются в следующем:

1. Дана концептуальная характеристика модели поведения инвесторов, принимающей во внимание, как устойчивые предпочтения, так и иррациональную составляющую (С. 16-35), и предложена подробная классификация моделей поведения внутренних инвесторов на развивающихся рынках – в частности, выделены азиатская, исламская, латиноамериканская и постсоветская модели (С. 51-56).

2. Раскрыты отличительные черты методов исследования поведения инвесторов, которые могут быть использованы для анализа и прогнозирования развивающихся рынков в условиях неликвидности и ограниченной информации. Фундаментальный подход, принятый в диссертации, позволяет выявить причинно-следственные связи на макроуровне с помощью эконометрического моделирования и институционального анализа для объяснения поведения инвесторов на микроуровне с применением аналитического инструментария поведенческих финансов и рассмотрением результатов международных социологических исследований в контексте

поведения участников рынка. Выбранный подход основан на международных сравнениях и является междисциплинарным (С. 35-43).

3. Раскрыт причинно-следственный механизм тесных взаимосвязей и совместного движения развивающихся рынков акций и валют России и ряда стран Латинской Америки, а также рынка нефти, демонстрирующих однородность поведения глобальных инвесторов, в том числе спекулятивных, доминирующих над внутренними инвесторами, поведение которых варьируется в зависимости от рассматриваемого рынка. Было выявлено, что одни и те же крупные международные институциональные игроки со значительно большими ресурсами, чем у внутренних участников рынка, инвестируют в пул развивающихся рынков, рассматривая их как единое целое (С. 62-92; 125-127).

4. Дана характеристика механизма принятия решений глобальными инвесторами (С. 110-121).

5. Выявлены и охарактеризованы модели поведения внутренних инвесторов на финансовых рынках России и группы стран Латинской Америки – с точки зрения структуры собственности, уровня принятия рисков, ценностно-идеологических факторов (Россия в сравнении с Бразилией, Аргентиной, Мексикой). Раскрыты отличительные черты воздействия внутренних инвесторов на динамику развивающихся рынков (С. 93-110).

6. Дан среднесрочный прогноз динамики российского финансового рынка, прямо зависящий от сценариев развития экономики. Показано, что при дальнейшем огосударствлении экономики основными игроками рынка станут крупные компании и институты с государственным участием, произойдет сжатие рынка. В случае сохранения текущей модели на рынке продолжат преобладать глобальные спекулятивные игроки, в сценарии «экономики роста» – широкий круг внутренних и иностранных инвесторов с долгосрочными инвестиционными горизонтами (С. 121-125; 127-132).

7. Разработан комплекс мер по предотвращению спекулятивных действий и увеличению инвестиционных горизонтов иностранных участников

рынка. Предложены способы рыночно-ориентированного контроля счета капитала – установление налогов/обязательных резервов для иностранных спекулятивных инвесторов. Рекомендовано введение прогрессивной шкалы налогообложения дохода от продажи облигаций, а также купонного дохода по облигациям в зависимости от срока владения ценной бумагой. Налог на дивиденды по акциям, напротив, предложено понизить. В аспекте монетарной политики рекомендовано постепенное снижение ключевой ставки и умеренное вмешательство Банка России для предотвращения резких колебаний валютного курса (С. 132 -142).

Положения, выносимые на защиту:

1. Модель поведения инвесторов - устойчивые предпочтения (риск-аппетит, желаемые уровни доходности, ликвидности, склонности к вложению средств в определенные финансовые инструменты) и обусловленные ими повторяющиеся последовательности действий, характерные для группы игроков рынка, а также совокупность объясняющих их факторов, включая ожидания в тот или иной момент времени. Поведение инвесторов также объясняется иррациональной составляющей (эвристиками, аномалиями, реакцией на стресс). В условиях нестабильности поведение отдельных инвесторов трансформируется в коллективное поведение рынка. Развивающиеся рынки более волатильны по сравнению со зрелыми, пребывание в состоянии нестабильности и значительное проявление иррациональной составляющей на них - практически постоянное явление, что необходимо учитывать при их поведенческой характеристике (С. 16-35). Среди моделей поведения инвесторов на развивающихся рынках можно выделить азиатскую модель, исламскую модель, латиноамериканскую модель и постсоветскую модель. Наибольшим количеством общих черт обладают латиноамериканская и постсоветские модели поведения инвесторов. Общие черты включают в себя низкую толерантность к риску в сочетании со стремлением получить «лёгкие» деньги, серьезную роль банковской системы,

сильную концентрацию собственности, высокую вероятность возникновения «стадного эффекта», а также поведенческих аномалий, связанных с информационными поводами, частые случаи мошенничества и коррупции, коллективизм в большинстве стран (С. 51-56).

2. Чем больше доля США в прямых инвестициях в страну, тем сильнее совместное движение её рынка с глобальным финансовым рынком. Финансовые рынки Бразилии и России коррелируют друг с другом в наибольшей степени, с рынком США – в наименьшей, что соотносится с гипотезой, приведенной выше. Также совместное движение развивающихся рынков объясняется динамикой цен на сырьё (энергоносители, металлы) (С. 62-81).

3. Поведение инвесторов на развивающихся финансовых рынках в значительной степени определяется поведением крупных спекулятивных иностранных игроков, имеющих большой риск-аппетит относительно внутренних участников рынка, опыт финансовых вложений, значительные информационные и аналитические ресурсы. Анализ проспектов глобальных инвестиционных фондов, специализирующихся на развивающихся рынках, демонстрирует, что их основной целью прихода на эти рынки является прирост капитала при активной стратегии инвестирования, допускающей относительно частые изменения в составе портфеля. Вышеприведенный факт, а также многочисленные исторические примеры валютных атак и реализации стратегии кэрри-трейд, подтверждают спекулятивный характер международных инвестиций на развивающихся рынках. Факторный анализ, выполненный на основе метода главных компонент, показал, что рынки акций и рынок нефти являются сферой интересов глобальных спекулятивных инвесторов (С. 62-92; 125-127).

4. В настоящий момент можно выделить три сценария развития российского финансового рынка, тесно связанных со сценариями развития экономики: огосударствление экономики и преобладание на рынке крупных компаний с государственным участием, сохранение текущей экономической

ситуации и доминирование глобальных спекулятивных игроков, экономическая либерализация и привлечение на рынок широкого круга стратегических инвесторов. Первые два сценария наиболее вероятны, третий - имеет минимальную вероятность. Основными рисками огосударствления экономики являются снижение глобальной конкурентоспособности России, потеря доверия к рынку внутренними и иностранными инвесторами, падение качества жизни и отток высококвалифицированных специалистов из страны. Политика экономической либерализации призвана решить вышеперечисленные проблемы (С. 121-125; 127-132).

Теоретическая значимость исследования состоит в развитии представлений о моделях поведения инвесторов на развивающихся финансовых рынках, а также об основных тенденциях и факторах, определяющих динамику этих рынков в среднесрочной перспективе.

Практическая значимость исследования состоит в разработке инструментария анализа финансовых рынков, который может быть использован, как регулятором, так и широким кругом инвесторов и финансовых аналитиков.

Практическую значимость имеют, в частности, следующие положения диссертации:

1. Дана характеристика различным методам исследования поведения инвесторов. Было установлено, что подходы, при которых настроения инвесторов моделируются с помощью ставки закрытых инвестиционных фондов (closed – end funds), имеющих в своем портфеле акции, не подходят для России в связи с малым количеством таких фондов и низкой ликвидностью рассматриваемого рынка. Моделирование настроений инвесторов на российском рынке, основанное на анализе интернет-запросов, также в отличие от зрелых рынков, для которых подобные исследования успешно проводились, не иллюстративно в связи с незначительной долей активных розничных инвесторов (профессиональные инвесторы, как правило, ищут

информацию не в сети Интернет, а в специализированных информационных системах) (С. 35-43).

2. Предложены практические рекомендации по анализу настроений инвесторов на рынках с разной степенью зрелости (С. 47-49; 54-56).

3. Раскрыты свойства наиболее распространенных поведенческих аномалий (устойчивых отклонений от ситуации эффективного рынка, сопряженных с иррациональным коллективным поведением инвесторов) на развивающихся рынках (С. 57-59).

4. Обозначены активы, подходящие для формирования международного диверсифицированного портфеля инвестиций; охарактеризованы отношения причинности по Грейнджеру (Granger causality), выявляющие переменные, которые могут быть использованы игроками рынка в качестве опережающих индикаторов (С.75-81; 84-86).

5. Дана характеристика ключевым драйверам динамики российского финансового рынка, которыми являются цены на нефть и валютные пары рубль-доллар и евро-доллар (С. 125-127).

6. Выводы исследования могут применяться в системе высшего и дополнительного профессионального образования при преподавании дисциплин «Поведенческие финансы», «Финансовые рынки и институты», «Зарубежные финансовые рынки» (С. 59-61; 91-92; 142-149).

Степень достоверности результатов исследования. Достоверный характер результатов, выносимых на защиту, подтверждается корректным использованием качественных и количественных методов в процессе анализа и моделирования, существенным объемом информационной базы исследования, а также тем, что выдвинутые положения не противоречат трендам общей экономической теории, теории финансовых рынков и результатам по исследуемой проблематике, описанным в научных трудах ведущих российских и зарубежных авторов.

Апробация и внедрение результатов исследования. Основные положения диссертации прошли научно-практическую апробацию и получили

положительную оценку на международных и российских конференциях: на XIX Апрельской международной научной конференции по проблемам развития экономики и общества (Москва, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», 10-13 апреля 2018 г.); на XXV Международной конференции студентов, аспирантов и молодых ученых «Ломоносов» (Москва, Московский государственный университет им. М.В. Ломоносова, 9-13 апреля 2018 г.); на XXIV Международной конференции студентов, аспирантов и молодых ученых «Ломоносов» (Москва, Московский государственный университет им. М.В. Ломоносова, 10-14 апреля 2017 г.); на IV Международной научной конференции «Глобальная экономика в XXI веке: диалектика конфронтации и солидарности» (Москва, Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, 2-3 марта 2017 г.); на III Международной научно-практической конференции «Научный поиск молодых исследователей» (Москва, Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, 2 апреля 2016 г.).

Выводы диссертационного исследования и практические предложения, содержащиеся в научной работе, используются в процессах финансового анализа международных финансовых рынков и прогнозирования их конъюнктуры Акционерным обществом «УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ «ЕВРОФИНАНСЫ».

Результаты научного исследования используются Департаментом финансовых рынков и банков Финансового университета в преподавании научно-исследовательского семинара для обучающихся по направлению подготовки 38.04.08 – Финансы и кредит, магистерская программа «Финансовая математика и анализ рынков».

Апробация и внедрение результатов исследования подтверждены соответствующими документами.

Публикации. Основные положения и выводы диссертационного исследования нашли отражение в 10 публикациях общим объемом 8,4 п.л.

(авторский объем 8,03 п.л.), в том числе 4 работы авторским объемом 3,05 п.л. опубликованы в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России.

Структура и объем диссертационной работы обусловлены целью, задачами и логикой исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы из 281 источника, списка иллюстративного материала и 7 приложений. Текст диссертации изложен на 207 страницах, содержит 21 рисунок, 19 таблиц.

ГЛАВА 1

МОДЕЛИ ПОВЕДЕНИЯ ИНВЕСТОРОВ: ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ

1.1 Содержание и структурные элементы моделей поведения инвесторов

Поведение в широком смысле слова – множество состояний системы, следующих во времени друг за другом [14, с. 142]. Поведение инвесторов – целенаправленные и осмысленные действия, направленные на получение дохода путём финансовых вложений.

Примечание - Поведение человека – все виды поведения людей и их групп; целенаправленные и осмысленные действия, за которые индивид несёт личную ответственность.

Поведение частных инвесторов обусловлено такими факторами, как экономические интересы, личные особенности, определяемые наследственными характеристиками, физическое состояние, инстинкты, опыт, пережитый в прошлом, способность к адаптации, социальные нормы, культура и традиции. Поведение институциональных инвесторов, помимо вышеперечисленных факторов, влияющих на решения портфельных управляющих, аналитиков и менеджеров, определяется организационной формой института, его стратегией, государственной или частной принадлежностью. Исследование фокусируется на поведении инвесторов на финансовых рынках на примере рынка акций.

Поведение инвесторов является не только частным, но и коллективным – на рынке они действуют под действием регулирования, взаимно приспособливают линии индивидуального поведения. Вышеописанное соответствует определению коллективного поведения, предложенному Г. Блумером. По мнению Г. Блумера, в основе коллективного поведения лежат общие ожидания, разделяемые группой индивидов. В частности, биржевая

паника является элементарной (неорганизованной) формой коллективного поведения [5, с. 166-212]. Для подобной ситуации характерны иррациональные реакции и несвойственные индивидам в обычной жизни модели поведения. Согласно теории заражения, Г. Лебона, в такой ситуации эмоциональное состояние передается от индивида к индивиду очень быстро, бессознательное начинает преобладать над сознательным. Финансовая толпа многочисленна, подвержена внушению. Находясь в толпе, люди склонны проявлять эмоции, основанные на инстинктах [24, с. 179]. Одним из основоположников теории коллективного поведения также является современник Г. Лебона – Г. Тард, утверждавший, что толпе свойственна утрата чувства меры [23, с. 282]. Феномен коллективного поведения также детально рассматривался Р. Тёрнером, Л. Киллианом [264], Н. Смелсером [249].

Модель поведения инвесторов - устойчивые предпочтения (риск-аппетит, желаемые уровни доходности, ликвидности, склонности к вложению средств в определенные финансовые инструменты) и обусловленные ими повторяющиеся последовательности действий, характерные для группы игроков рынка, а также совокупность объясняющих их факторов, включая ожидания в тот или иной момент времени [19]. Модель, представленная в диссертации, не противоречит утверждению Б. Скиннера – родоначальника современного бихевиоризма - о том, что проявления группового поведения обусловлены поведением отдельных индивидов [248, с. 297]. Поведение индивидов, по мнению Б. Скиннера, объясняется системой стимулов и контролем, направленных на человека со стороны государственных, религиозных, экономических и образовательных институтов, семьи, коллег, работодателя, а также системой культурных и этических норм, характерных для определенной страны и социального слоя [248, с. 297-425].

Моделям рыночной экономики и экономического поведения посвящены множественные исследования [26; 55; 221; 238; 251], согласно которым,

структура собственности в стране, а также характеристики фондового рынка определяются степенью принятия риска населением, степенью подконтрольности и защищенности со стороны государства и корпораций, принимаемой населением, религиозными и социокультурными факторами, склонностью к сбережениям [26, с. 98].

Примечание - В диссертации «риск» - агрегированное понятие, подразумевающее множество рисков, с которыми сталкиваются экономические агенты.

Модель поведения инвесторов, представленная на рисунке 1, также не идёт в противоречие с положениями упомянутых работ.

Ниже представлено содержательное описание факторов, определяющих устойчивые предпочтения инвесторов. Детальный анализ и классификация моделей поведения инвесторов даны в параграфе 1.3.



Источник: составлено автором.

Рисунок 1 – Модель поведения инвесторов

Настроения рынка – агрегированные мнения отдельных инвесторов о будущих денежных потоках и уровне риска. М. Бейкер и Д. Вурглер определяют настроения рынка, как склонность спекулировать на оптимизме или пессимизме относительно определённого актива [68].

Положением, на котором базируется диссертация, является воздействие институциональной структуры макроэкономики, финансового сектора, а также культурно-религиозных ценностей, политического и социального устройства общества, стереотипов массового поведения, качества жизни и человеческого капитала на модели поведения на финансовом рынке. Обратное влияние возможно, но это не является предметом рассмотрения в диссертации.

Факторы, определяющие устойчивые предпочтения инвесторов

Макроэкономика, финансовый сектор, институциональные характеристики

По мнению Я.М. Миркина, факторы, определяющие устойчивые предпочтения инвесторов, частично совпадают с фундаментальными факторами, формирующими фондовый рынок, в число которых входит структура собственности в стране, модель экономической и политической системы, тенденции мировой экономики, принадлежность к развитым или формирующимся (развивающимся) рынкам, финансовая глубина и отраслевая структура макроэкономики, региональная принадлежность рынка и его зависимость от других рынков [26, с. 75]. Среди моделей экономики выделяют англо-саксонскую, центрально-европейскую (рейнский капитализм), скандинавскую, азиатскую, восточно-европейскую/постсоветскую и другие. [26; 55; 221; 251]. По данным МВФ, развитая экономика характеризуется высоким доходом на душу населения на протяжении длительного временного периода, диверсифицированным экспортом, а также значительной степенью интеграции в глобальную финансовую систему [272].

Вышеназванные группы факторов оказывают взаимное влияние друг на друга, сравнимое с развитием общества по спирали. Изначально фундаментальные факторы, формирующие фондовый рынок, определяются комплексными историческими процессами, которые находятся под влиянием противоречий в обществе, в частности экономических и финансовых. Источником финансовых и экономических противоречий могут являться кардинальные различия в устойчивых инвестиционных предпочтениях людей на определенном историческом этапе. В свою очередь фундаментальные факторы, формирующие фондовый рынок, оказывают воздействие на устойчивые предпочтения инвесторов на последующих исторических этапах.

Важным понятием, используемым для классификации моделей поведения инвесторов в диссертации, является зрелость рынка. Согласно классификации MSCI, зрелый рынок обладает устойчивым уровнем экономического развития, высоким уровнем капитализации и ликвидности, значительным количеством котирующихся на нём ценных бумаг, а также характеризуется доступностью для иностранных инвесторов, лёгкостью движения потоков капитала, операционной эффективностью, конкурентоспособностью и стабильностью институтов. Рынки, уступающие зрелым, по вышеописанным параметрам классифицируются как развивающиеся рынки, за ними следуют рынки «на фронтире» [219]. Зрелые рынки присутствуют в развитых экономиках, для развивающихся экономик соответственно характерны развивающиеся рынки и рынки «на фронтире».

Зрелость рынка можно определить, используя факторы конкурентоспособности финансовых центров, предложенные аналитическим агентством Z/Yen [258]. В их число входят благоприятные институциональные характеристики, развитый финансовый сектор, комфортная для жизни инфраструктура, человеческий капитал высокого качества, репутация (культурное разнообразие, уровень внедрения инноваций).

Благоприятные институциональные характеристики включают в себя стабильность и строгое исполнение законодательства по сравнению с большинством рынков, оптимальную степень регулирования в предпринимательской сфере, наличие эффективных институтов, комфортный налоговый режим, сравнительно низкий уровень коррупции, надежную защиту персональных данных, доступность кредитования для бизнеса. Строгое исполнение законов и эффективность управления положительно влияют на размер и качество функционирования финансового сектора в то время, как высокая доля государственного участия в структуре собственности банков оказывает отрицательное воздействие [105].

Качество институтов [244], целостность рынка, информационная прозрачность, правовая система и корпоративное управление [97] оказывают влияние не только на устойчивые предпочтения инвесторов, но и на настроения рынка. Рынок целостен при отсутствии существенной информационной асимметрии, инсайдерской торговли и манипуляций, а также при вступлении инвесторов в сделки добровольно, на равных условиях [66; 247].

Влияние макроэкономической конъюнктуры, уровня зрелости рынка и институциональных характеристик на поведение инвесторов отличается в разных регионах – детальный анализ проявления этого влияния представлен в параграфах 1.3, 3.1.

Политическое и социальное устройство общества

Политическое устройство общества прямо определяет поведение инвесторов.

Примечание - Рассматривается в контексте политических систем – тоталитарной «закрытое общество» и либерально-демократической «открытое общество».

Избыточная концентрация власти и собственности в обществе, его закрытость, ограничение экономических свобод отрицательно влияют на

развитие финансового рынка и уровень инвестиций. При переходе к директивной экономике финансовый сектор стремительно сужается, фондовые рынки прекращают своё существование, создается все больше препятствий для действий иностранных инвесторов (примеры – административные экономики в XX веке, Иран) [26, с. 18-193].

Наиболее благоприятной моделью для развития финансовых рынков является либеральная экономика с ограниченным государственным вмешательством в жизнь общества при осуществлении политики стимулирования роста [26, с. 94]. Между тоталитарным и либеральным обществом находятся множество обществ с разным соотношением свободы и ограничений, определяющим поведение инвесторов.

Политическое устройство общества также обуславливает мотивы инвесторов. В рыночной экономике мотивами инвестирования являются получение прибыли, управление рисками, налоговые преимущества, поддержка определенной отрасли. В административной экономике имели место быть финансовые инструменты, мотивами для вложений в которые служили в большей степени идеологические факторы, например, облигации внутреннего займа СССР «Пятилетка в четыре года», выпущенные в тридцатые годы XX века с целью индустриализации страны, облигации Государственного внутреннего займа укрепления обороны СССР (1937 г.), облигации Государственного Военного Займа 1942 года, облигации государственного займа восстановления и развития народного хозяйства СССР в послевоенные годы [15].

Возможности горизонтальной и вертикальной социальной мобильности (перемещения индивида между разными элементами социальной структуры) также оказывают существенное влияние на устойчивые предпочтения инвесторов. Горизонтальная социальная мобильность – переход индивида из одной социальной группы в другую, расположенную том же уровне, вертикальная мобильность – переход индивида из одного социального слоя в

другой [50]. Влияние трудовой мобильности и иммигрантской культуры на поведение инвесторов рассмотрено в следующем параграфе главы.

Вложения в инструменты с высоким уровнем риска и доходности могут положительно сказаться на благосостоянии, изменении социального статуса, перемене места жительства на более благоприятное в странах, где существуют возможности для социальной мобильности. В государствах, где вероятность успешной социальной мобильности близка к нулю, напротив, отсутствуют долгосрочные стимулы для инвестирования в активы с высоким уровнем риска, исключая примеры регионов, где население исторически склонно к риску, используя рынок в качестве источника выплеска адреналина, сопоставимого с казино (восточноазиатские страны).

По данным МВФ, значимым условием для достижения экономического роста является рост благосостояния среднего класса и беднейших слоёв населения. При этом рост благосостояния 20% населения с наивысшим уровнем дохода является индикатором замедления экономического роста [94]. Таким образом, изменения в социальном устройстве и макроэкономическая конъюнктура неразрывно связаны, что влияет на поведение инвесторов, так как их располагаемый доход меняется.

Политическая и социальная стабильность - одни из первых рассматриваемых факторов при принятии инвестиционных решений относительно входа на тот или иной рынок [26, с. 184]. Модель зависимости отношения рыночной капитализации местных компаний к ВВП от ранга страны в Индексе политической стабильности может быть представлена по формуле (1).

$$\ln(\text{Рыночная капитализация местных компаний (\% ВВП)}) = 0,0579 * \text{Индекс политической стабильности} \quad (1)$$

Примечание – Индекс составляется Всемирным банком (World Governance Indicators), измеряет вероятность наступления политической нестабильности и политически обусловленной жестокости, в том числе террористических действий [274].

Модель в целом и её коэффициенты по отдельности значимы (гипотеза тестировалась на 5% - уровне), коэффициент детерминации равен 88%, выборка, лежащая в основе модели, включала в себя данные по 63 странам по состоянию на 2018 год. Статистика Дарбина-Уотсона [128; 129] находится в зоне неопределенности, поэтому сделать вывод об автокорреляции остатков не представляется возможным. Исходные данные для модели представлены в приложении В.

Ценностно-идеологические факторы, стереотипы массового поведения

Ценностно-идеологические факторы – общественные, групповые или личностные системы убеждений и верований (предпочтения, стремления, предрассудки, опасения), культурно-религиозные, этические, политические, профессиональные ценности и нужды [7].

Одно из наиболее известных исследований, посвященных влиянию культуры на ценности людей и их поведение в микроэкономике в разрезе нескольких стран, было проведено Г. Хофстеде и представителями научной школы, использующими концепции, предложенные этим учёным [175].

Примечание - Основано на данных опросов граждан более, чем 70 стран.

Типология культурных измерений включает в себя следующие параметры: дистанцированность от власти (преклонение перед властью в противоположность равноправию и уважению личности), обособленность (индивидуализм), «маскулинность» (преобладание мужских качеств – достижения результата любой ценой, соперничества, целеустремленности, приверженности материальным ценностям), избегание неопределенности (уважение традиций и устоев, нетерпимость к риску, редкое проявление личной инициативы), стратегическое мышление (долгосрочная ориентация на

будущее), степень осознания людьми контроля над собственной жизнью и эмоциями [172; 173].

В основу анализа воздействия культурных ценностей общества на поведение инвесторов положена классификация Инглхарта – Вельцеля [10; 276], графическое изображение которой представлено в приложении А.

Примечание - World Values Survey - Международный академический проект, существующий с 1981 года, включающий детальные опросы граждан приблизительно 100 стран (~ 400 000 респондентов), население которых составляет около 90% мирового населения.

Данные, лежащие в основе классификации, регулярно обновляются. Диаграмма показывает положение страны относительно восприятия четырёх групп ценностей:

1. *Традиционные ценности* акцентируют важность религии, взаимосвязи поколений; уважительное отношение к власти и традиционным семейным ценностям. Обществу с традиционными ценностями присущи консерватизм и изоляционизм.

2. *Секулярно-рациональные ценности* являются полной противоположностью традиционным ценностям. Общество с такими ценностями не делает акцент на религии, семейных ценностях, уважении к власти. Секуляризм основан на двух принципах – строгом разделении религиозных и государственных институтов, а также равенстве представителей разных конфессий перед законом [268].

3. *Ценности выживания (поведение при высоком уровне нестабильности)* проявляются в случае угрозы экономической и физической безопасности людей. Как правило, для общества с вышеописанными ценностями характерен изоляционизм. Преобладание таких ценностей ведет к упрочению институтов авторитаризма [10, с. 15]. В постиндустриальных странах с определенным гарантированным прожиточным минимумом и

продолжительностью жизни около 80 лет ценности выживания отходят на второй план [10, с. 50].

4. *Ценности самовыражения* включают в себя значительный уровень индивидуализма, потребность участвовать в принятии экономических и политических решений, свободу выбора и творческую самореализацию [10, с. 39].

Примечание - Несмотря на то, что определение стран в конкретную группу на диаграмме не всегда логически обосновано, а названия групп в некоторой мере излишне обобщены, диаграмма Инглхарта – Вельцеля представляет собой единственный вариант визуализации ценностей людей по всему миру, основанный на детальном социологическом опросе жителей стран, обозначенных на ней.

Яркими примерами влияния ценностно-идеологических факторов на поведение инвесторов являются система исламских финансов [242], принципы православного инвестирования, «кошерные» финансы, возникновение криптовалют, функционирование которых основано на положениях той или иной религии.

Стереотип поведения в данном исследовании понимается в трактовке П.А. Сорокина как ряд процессов и форм поведения, взаимоотношений, заранее зафиксированный в том или ином виде, и выполняемый большинством членов группы [50]. Индикаторами ощущения уровня рисков могут являться такие стереотипы поведения, как трудовая мобильность, любовь к инновациям, уровень сбережений, количество создаваемых компаний в стране в расчете на душу населения.

Трудовая мобильность в США значительно выше, чем в других развитых странах – в среднем, гражданин США переезжает 11 раз по причине смены работы [158, с. 97]. В основе высоких показателей трудовой мобильности лежит не только политика государства в этом направлении, но и культурные факторы. В Соединенных штатах вышеописанное явление следует из иммигрантской культуры страны, расценивания мобильности, как

неотъемлемой составляющей поиска лучшей жизни. По показателям трудовой мобильности за США следуют в указанном порядке Япония, Австралия, ЕС и Канада [158, с. 97]. В Европейском Союзе Ирландия лидирует по уровню трудовой мобильности, что обусловлено историческими событиями, повлиявшими на склонность граждан к переездам в период политических изменений. Более того, 10% граждан США утверждают, что их семьи имеют ирландское происхождение [158, с. 93].

Низкий уровень избегания неопределенности, подразумевающий любовь к инновациям, согласно исследованиям, Г. Хофстеде, наблюдается в англо-саксонских, скандинавских культурах, а также в Китае. Высокий – в странах Латинской Америки, Южной и Восточной Европе, Германии, Австрии, Швейцарии [173; 175].

Значительный уровень сбережений говорит о популярности стремления к резервированию в регионе как способа управления рисками. По состоянию на 2018 год, наиболее высокий уровень сбережений к ВВП среди стран с развитой экономикой наблюдается в Ирландии, Люксембурге, Швейцарии и Норвегии, самый низкий – в Греции и Великобритании [271].

Значительное количество частных предприятий в регионе свидетельствует о толерантности его жителей к риску. Больше всего компаний на душу населения в 2018 году в странах с развитой экономикой создавалось в Новой Зеландии, Великобритании и Австралии, меньше всего – в Японии и Австрии, данные по США в источнике представлены не были [125]. Влияние ценностно-идеологических факторов и стереотипов массового поведения на действия инвесторов отличается в разных регионах – детальный анализ проявления этого влияния представлен в параграфах диссертации 1.3, 3.1.

Качество жизни, человеческий капитал

Понятия качества жизни и человеческого капитала широко используются в исследовании причинно-следственных связей в экономике.

Страны с развитой экономикой, согласно классификации ООН, располагаются до 62 места по Индексу Человеческого Развития.

Примечания

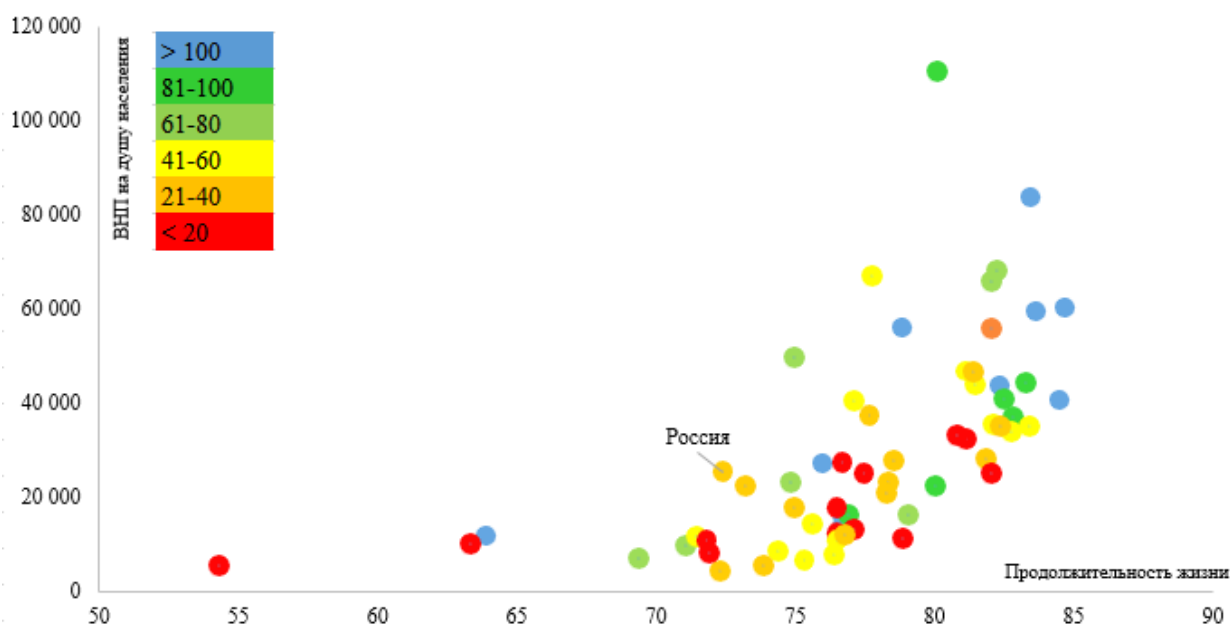
1 Качество жизни - уровень материального благосостояния, но и здоровье, степень реализации культурных потребностей, продолжительность жизни, условия окружающей среды, этический и психологический климат в обществе, а также удовлетворенность своим уровнем образования и профессией с точки зрения субъективного восприятия ситуации индивидом [42].

2 Человеческий капитал - Объем накопленных обществом знаний и качеств, включая творческие способности, способствующих приумножению благосостояния и достижению целей государства [78].

3 В Индекс Человеческого Развития ООН (HDI) входят такие компоненты, как высокая продолжительность жизни, ожидаемая продолжительность обучения детей, средняя фактическая продолжительность обучения взрослых, достигших 25 лет, ВВП на душу населения [182].

Не уступают по уровню человеческого развития странам с развитой экономикой такие государства и регионы с развивающейся экономикой, как Сингапур, Гонконг, Южная Корея, Израиль и другие [273]. Графическое изображение уровня человеческого развития по регионам представлено в приложении Б.

Между отношением капитализации рынка к ВВП и такими компонентами Индекса человеческого развития, как продолжительность жизни и ВВП на душу населения существует зависимость, проиллюстрированная на рисунке 2. При этом между продолжительностью жизни и ВВП на душу населения она носит экспоненциальный характер. Среди стран с наиболее высоким уровнем человеческого развития среднее отношение рыночной капитализации местных компаний к ВВП в рассматриваемой выборке равно 87,5%, в остальных странах данное отношение равно 45,7%.



Примечание - В выборку входят 63 страны, список которых приведен в приложении Г.

Источник: составлено автором на основе данных [182; 218].

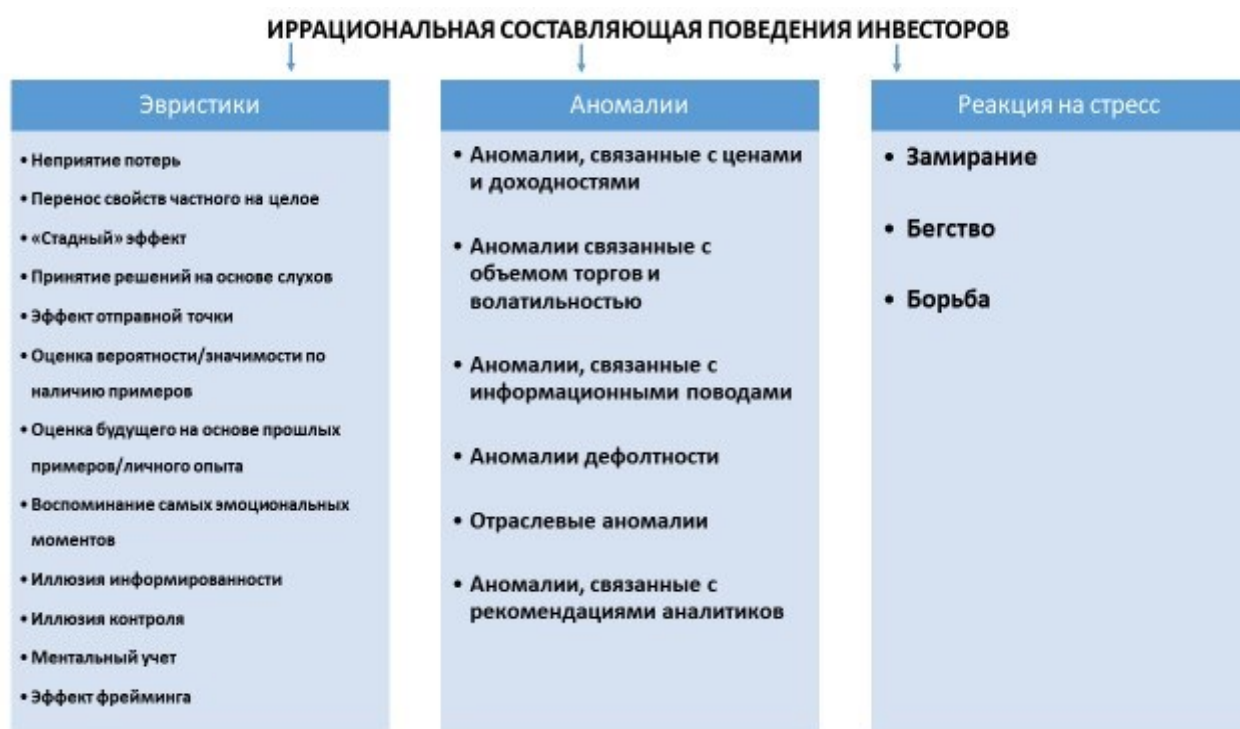
Рисунок 2 – Взаимосвязь продолжительности жизни, ВВП на душу населения и отношения рыночной капитализации местных компаний к ВВП

Низкая продолжительность жизни и бедность страны приводят к страху неопределённости среди инвесторов, отрицательно влияя на их психологическое состояние, что усиливает вероятность иррационального поведения. Горизонты инвестирования, как правило, краткосрочны, так как у инвесторов отсутствует доверие к институтам и, как следствие, уверенность в сохранности вложений. Высокая продолжительность жизни, напротив, способствуют возникновению большего числа финансовых инструментов с длительным инвестиционным горизонтом – в частности, продуктов, связанных с долгосрочным страхованием жизни. На зрелых рынках, а именно в США, Канаде, странах Западной Европы, Японии, происходит старение населения. Доля жителей старше 65 лет в упомянутых регионах превышает 16% [270]. Преклонный возраст населения способствует росту популярности

консервативных инвестиций в связи с увеличивающимся риском потерь пенсионных накоплений.

Как было замечено ранее, человеческий капитал высокого качества является индикатором зрелости рынка. Важным фактором, влияющим на поведение инвесторов на рынке, является финансовая и юридическая грамотность. Чем выше уровень образования инвесторов, тем больше вероятность того, что они будут реализовывать стратегию «против рынка», смягчая эффект иррациональной составляющей поведения инвесторов.

Иррациональная составляющая поведения инвесторов



Источник: составлено автором на основе [35; 178].

Рисунок 3 – Иррациональная составляющая поведения инвесторов

Существует множество определений иррационального поведения, как в социологии и психологии, так и на бытовом уровне [49]. В диссертации иррациональное поведение индивида рассматривается в контексте нелогичного действия В. Парето, что подразумевает действия, основанные на чувствах, без логического соединения их цели и средства её достижения [37],

коллективная иррациональность – в контексте психологии толпы Г. Лебона [24], упомянутой ранее.

Поведенческие аномалии на финансовых рынках – устойчивые отклонения показателей конъюнктуры: цен, доходности, ликвидности, волатильности, от значений, прогнозируемых моделями, основной предпосылкой которых являются средняя степень эффективности и сильная степень эффективности рынка (для аномалий фундаментальных показателей) или гипотеза эффективных рынков [140] в целом (для остальных аномалий), но при этом не противоречащие гипотезе смешанных распределений. Согласно гипотезе смешанных распределений, ценовая волатильность и объем торгов определяются одинаковыми потоками информации [100]. Причинами устойчивого отклонения являются психологические факторы, поведение инвесторов.

По классификации Т. Куна [16], современная теория финансового рынка находится на этапе научной революции, которая в контексте гуманитарных наук происходит не так быстро, как политический переворот. Часть научного сообщества признала, что современная портфельная теория, теория ценообразования активов и теория эффективного рынка больше не позволяют строить модели финансового рынка, приближенные к реальности. Явления и эмпирические результаты, не соответствующие положениям вышеназванных теорий, классифицируются как аномалии на финансовых рынках [104]. Точная формулировка определения аномалий зависит от степени эффективности рассматриваемого рынка, а также стадии бизнес-цикла, в которой он находится. Авторскую позицию относительно аномалий в поведении инвесторов можно сформулировать с помощью следующих положений:

1. Иррациональная составляющая, в том числе аномалии в поведении инвесторов присутствуют на всех рынках.

2. Понятие аномалий допустимо использовать при характеристике поведения финансовых рынков в периоды относительной экономической стабильности, принимая во внимание повышенную волатильность и сниженную ликвидность формирующихся рынков.

3. В период экономического спада выявление аномалий на развивающихся рынках становится крайне затруднительным в связи с тем, что в условиях кризиса все аномалии поглощаются значительными рыночными шоками.

В диссертации принимается точка зрения, сходная с позицией, представленной в работах Д. Канемана [12] и Т. Ховарда [179], заключающейся в том, что решения инвесторов на финансовых рынках имеют эволюционную природу. Проявления человеческой иррациональности имеют огромную глубину во времени, когда в условиях опасности люди были вынуждены принимать решения в кратчайшие сроки, руководствуясь эвристиками, не абстрагируясь от эмоциональной составляющей и не анализируя сосредоточенно свои действия. Как следствие, все рынки сталкиваются с одними и теми же образцами поведения, но степень и форма их проявления варьируются.

Реакция человеческого мозга на стресс может проявляться в трёх формах: замирание, бегство, борьба [35, с. 51-65]. Те же реакции люди демонстрируют в ситуациях давления, контроля – в этом случае замирание эквивалентно пассивному противостоянию [248, с. 359]. На финансовом рынке замирание проявляется в виде бездействия во времена потрясений, бегство – в виде ухода с рынка, борьба – в виде игры «против рынка», агрессивных стратегий. В природе борьба – последнее средство выживания [35, с. 65] в ситуации опасности, но на финансовом рынке выбор стратегии в условиях шока обусловлен устойчивыми предпочтениями инвестора – в первую очередь, склонностью к риску.

Активность на финансовом рынке и динамичное развитие бизнеса в некоторой мере объяснимы величиной доли инвесторов со склонностью к риску в регионе. Тем не менее, все страны с устойчивым уровнем инвестиционной привлекательности объединяет такая черта, как доверие к рынку, наличие строгих законов, регулирующих инвестиционную деятельность, которые практически невозможно обойти. В ряде стран предусмотрено жесточайшее наказание за коррупцию, растрату государственных средств и финансовое мошенничество [114; 267]. По мнению известного теоретика поведенческих финансов Х. Шефрина, людьми движут жадность и страх потерь – именно эти эмоции, достигая пика, приводят к наиболее негативным финансовым последствиям, препятствуя рациональному принятию решений [246]. В продолжение данной мысли, стабильность, прозрачность, инвестиционная привлекательность рынка могут быть достигнуты только в случае, если у участников рынка страх наказания, который в некоторой мере эквивалентен страху потери свободы, статуса и т.д., сильнее стремления обойти законодательство в целях обогащения. Однако жесткие меры наказания должны внедряться исключительно в комплексе с политикой, стимулирующей развитие во всей сферах экономики, так как страх наказания в чистом виде предотвращает совершение преступлений, но не является побуждением к инвестиционной и предпринимательской деятельности.

Развитие рынка влечёт за собой возникновение сложных финансовых продуктов, и, как следствие, поведенческих аномалий и, в некоторых случаях, кризисных явлений, связанных с ними. Но необходимо заметить, что психологические причины возникновения ценовых аномалий и аномалий волатильности в торгах акциями и производными финансовыми инструментами сходны. Так, в праздничное время рынки демонстрируют положительную динамику – от рынка к рынку меняется исключительно специфика праздника, но не причина высоких показателей, обусловленных

положительным психологическим настроением большинства инвесторов. Негативная динамика, как правило, наблюдается в период трагических событий – не имеет значения, какое именно событие произошло (землетрясение, дефолт, теракт и т.д.) и в какой стране, так как на инвестиционные решения влияют в большей степени эмоции – страх, подавленность, грусть [127; 204; 279].

Высокий уровень пессимизма в СМИ также оказывает негативное давление на цены, а также приводит к увеличению объема торгов. К росту объема торгов также приводит высокий уровень оптимизма в СМИ. Данные результаты соответствуют теориям шумовой торговли и ликвидности рынка [254].

Примечание - Исследование основано на количественном лингвистическом анализе одного и того же раздела Wall Street Journal в период с 1984 года по 1999 год.

Экономическая нестабильность усиливает степень неприятия риска, что сводит к минимуму вероятность сильного проявления поведения, связанного со спросом на «лотерейные активы» во времена стагнации. В ситуации паники большинство инвесторов, как в развивающихся, так и в развитых странах, принимают на себя избыточную степень риска в надежде быстро компенсировать потери, что соотносится с теорией совокупных перспектив Д. Канемана и А. Тверского [202; 203]. Однако спрос на «лотерейные активы» в период стабильности в азиатских странах выше, чем в европейских [223]. Также в азиатских экономиках коллективная ментальность наиболее ярко выражена, что увеличивает рыночные шоки от образцов поведения, обусловленных «стадным эффектом», связанных с информационными поводами, а также с рекомендациями аналитиков.

Аномалии на российском финансовом рынке не являются предметом данного исследования, так как они были рассмотрены ранее в диссертации М. Кантолинского [13].

1.2 Систематизация количественных методов исследования поведения инвесторов

Существуют прямой и непрямой методы анализа поведения инвесторов [89].

Прямой метод (подход «снизу-вверх») подразумевает получение данных путём опроса. В контексте исследований финансового рынка прямым методом является проведение опроса экспертов отрасли на предмет прогнозов динамики рынка в краткосрочной перспективе. С помощью этого метода нередко анализируются образцы поведения, описанные в работах Д. Канемана и А. Тверского [201].

Непрямой метод (подход «сверху-вниз») – это использование финансовых индикаторов в моделях для прогнозирования поведения инвесторов на основе количественных данных. Эти индикаторы могут описывать следующие явления: динамика рынка; торговая активность; характеристики производных финансовых инструментов; конъюнктура в сегменте инвестиционных фондов; первичные размещения ценных бумаг; финансовые результаты компаний в зависимости от размера капитализации [17]. При использовании данного подхода причины изменений настроений рынка рассматриваются в качестве экзогенного фактора, внимание фокусируется на эмпирических эффектах этих изменений.

Прямой метод чаще применяется в психологических исследованиях, непрямой – в финансовых. В нейроэкономике также используется прямой метод. Нередко нейроэкономические исследования проводятся с помощью сложной аппаратуры, а также включают в себя генетические и психологические тесты, наблюдения за поведением, исследования гормонов, опросы экспериментальной группы. Для улучшения качества нейроэкономических экспериментов в них нередко используются реальные деньги и/или потребительские товары. Деятельность по купле-продаже, как на

финансовом рынке, так и за его пределами находится под наблюдением в течение длительного времени с целью выявления краткосрочных тенденций и долгосрочных результатов. Главным недостатком нейроэкономических исследований является их высокая стоимость и, как следствие, малые экспериментальные группы, что повышает риск неточности финального результата по сравнению с методами, базирующихся на «больших данных» [206].



Источник: составлено автором.

Рисунок 4 – Методы исследования поведения инвесторов

Предпосылкой для зарождения непрямого метода анализа рынка стало интенсивное изучение ставки дисконта закрытых инвестиционных фондов.

М. Цвейг выдвинул предположение о том, что ставка закрытых инвестиционных фондов отражает ожидания частных инвесторов [281]. Жизненный цикл закрытого инвестиционного фонда в США подвержен определённым закономерностям. Во-первых, закрытые инвестиционные

фонды начинают продаваться с премией в приблизительно 10%. Во-вторых, спустя в среднем 120 дней после начала торгов закрытые инвестиционные фонды начинают торговаться с дисконтом в 10%. В-третьих, ставки дисконта закрытых инвестиционных фондов имеют тенденцию варьироваться. В-четвёртых, на момент объявления завершения торгов по закрытому инвестиционному фонду ставки дисконта начинают постепенно исчезать – в данный момент инвесторы, как правило, получают наибольшую доходность.

К. Ли, А. Шлейфер и Р. Талер объясняют факт дисконта в ценообразовании закрытых инвестиционных фондов тем, что владение ими более рискованно, чем владение аналогичным портфелем акций. Постепенное исчезновение дисконта после объявления о том, что закрытый фонд станет открытым, или о его ликвидации, объясняется тем, что инвесторы получают возможность совершать короткие продажи фонда с уверенностью, что смогут закрыть позицию, получив доходность. Авторы вводят эрзац-переменную настроений рынка - взвешенный по стоимости индекс дисконта, и доказывают, что именно этот показатель оказывает влияние и на динамику цен закрытых инвестиционных фондов, и на динамику акций компаний с малой капитализацией, а, следовательно, является фактором систематического нефундаментального риска [209].

Влияние нетипичных уровней показателей настроений инвесторов, полученных в результате опроса, на волатильность закрытых инвестиционных фондов было подтверждено Д. Брауном, что является доказательством того, что ставка закрытых инвестиционных фондов может быть качественным объясняющим фактором в поведенческом моделировании на финансовых рынках независимо от выбора подхода к анализу [88].

Существует множество исследований, анализирующих ставку дисконта закрытых инвестиционных фондов определённого рынка, при этом немногие работы фокусируются на динамике ставок закрытых инвестиционных фондов в различных странах, специализирующихся на определённом зарубежном

рынке – это значит, что настроения иностранных инвесторов редко рассматриваются в качестве обособленного фактора несмотря на то, что существует вероятность несовпадения настроений иностранных инвесторов и инвесторов внутреннего рынка.

Непрямой метод анализа поведения инвесторов был значительно усовершенствован М. Бейкером и Д. Вурглером путём создания индекса настроений рынка, строящегося на основе таких переменных, как оборот рынка, ставка дисконта закрытых инвестиционных фондов, количество первичных размещений акций и доходность в период после них, дивидендный премиум, доля капитала в долговом финансировании и финансировании за счет собственных средств [68].

Примечание - Индекс строится путем применения алгоритма, основанного на Методе Главных Компонент и корреляционном анализе, примененных к вышеназванным переменным и их значениям с временным лагом. Низкие (высокие) значения индекса настроений рынка являются индикатором высокой (низкой) доходности активов в будущем.

Временной ряд по индексу настроений рынка возможно использовать в качестве объясняющей переменной в многофакторных моделях, построенных с целью выявления аномалий на финансовых рынках и их причин. Для России и подобных ей рынков построение индекса Бейкера-Вурглера крайне затруднительно в связи с тем, что рынок закрытых паевых инвестиционных фондов мал, его ликвидность низка. Количество и объёмы первичных размещений акций невелико относительно развитых рынков [17]. Использование настроений рынка с целью прогнозирования более эффективно для акций, относительно которых существует информационная неопределённость в то время, как для акций со стабильной динамикой, целесообразней использовать показатели отчётности [280].

Главный недостаток прямого метода - его субъективность. Исторические примеры показывают, что бывают ситуации, когда

подавляющее большинство экспертов отрасли ошибается в прогнозах направления движения рынка и амплитуды его колебаний. При отсутствии возможности сбора достаточного количества данных, отражающих реальную ситуацию, применение подхода затруднительно. Даже при наличии крупной экспериментальной группы, есть риск получения неверных результатов в связи со значительным отличием поведения людей в лабораторных и реальных условиях.

Непрямой метод анализа, базируясь на количественных данных, снижает риск ошибок в прогнозировании, возникающих из-за человеческого фактора - репрезентативности, консерватизма, эффекта отправной точки, стадного эффекта и иных эвристик, периодически присущих частным инвесторам. Недостатки непрямого метода состоят в том, что не все явления поддаются количественной обработке, и к стратегически важным данным доступ в большинстве случаев ограничен [17].

Диссертация основывается на синтезе прямого и непрямого метода исследования поведения инвесторов – в работе активно применяется эконометрический анализ, и в то же время учитываются результаты основополагающих трудов Г. Хофстеде, Р. Инглхарта и К. Вельцеля, выполненных с помощью прямого метода.

В количественных исследованиях настроений инвесторов выдвигаются две гипотезы: гипотеза рыночного риска [151; 210; 263] и гипотеза шока спроса [68; 70; 99; 244]. Согласно гипотезе рыночного риска, при высоком (низком) показателе настроений рынка, связанных с рыночным риском, инвесторы предпочитают покупать (продавать) активы с высоким уровнем риска. При подтверждении Гипотезы шока спроса происходят колебания внутренней стоимости активов в период преобладания высоких значений индекса настроений рынка и, как следствие, снижение доходности [17]. В параграфе 1.3 вышеупомянутые гипотезы рассмотрены на примерах конкретных рынков.

Альтернативным непрямым методом анализа поведения рынка является использование стратегического барометра рынка. Стратегический барометр рынка – агрегированная мера, демонстрирующая текущие результаты десяти типов стратегий по сравнению с их историческими результатами. Значительные отклонения от исторических значений в текущий период являются индикатором повышения доходности в будущем периоде. Управляющие могут использовать максимум две стратегии – одну в качестве первичной, другую – в качестве вторичной. Т. Ховард построил стратегический барометр рынка, как для США, так и для группы развитых стран, не включающей в себя США [179]. Стратегический барометр рынка может эффективно применяться на рынках с большим количеством фондов с активным стилем инвестирования, подробно раскрывающих свою инвестиционную политику в открытых источниках – ситуация, редко встречающаяся на развивающихся рынках.

Таблица 1 – Эффективность не прямых методов анализа поведения инвесторов

Рост/Падение	Стратегический барометр рынка США	Индекс настроений рынка США
Спад: январь 1981 – июль 1982	Неэффективен	Эффективен
Рост: август 1982 – июль 2000	Эффективен	Эффективен
Спад: август 2000 – сентябрь 2002	Эффективен	Эффективен
Рост: октябрь 2002 – октябрь 2007	Неэффективен	Эффективен
Спад: ноябрь 2007 – февраль 2009	Эффективен	Неэффективен
Рост: март 2009 – декабрь 2011	Эффективен	Эффективен

Источник: [178].

Т. Ховардом также была протестирована значимость вышеописанных не прямых методов анализа настроений рынка: индекс настроений рынка Бейкера-Вурглера значим экономически и статистически для рынка США, американский стратегический барометр рынка экономически значим. Стратегический барометр рынка является менее эффективной мерой по

сравнению с индексом настроений рынка [178], что проиллюстрировано в таблице 1.

Дополнительный метод анализа настроений рынка был предложен З. Да, Д. Энгельбергом и П. Гао. Авторы построили индекс настроений рынка FEARS – Финансовые и Экономические Настроения, Обнаруженные с Помощью Поиска.

Примечание - FEARS - Financial and Economic Attitudes Revealed by Search.

Данный индекс был построен на основе объёма наиболее распространённых ежедневных англоязычных запросов-словосочетаний, связанных с экономикой и финансами в поисковой системе Google (примеры – «рецессия», «банкротство», «депрессия» и. т. д.) [115]. Серьёзным преимуществом индекса FEARS является возможность его построения для каждого рынка, где население активно использует поисковую систему Google. Статистика Google Trends успешно применяется для прогнозирования не только финансовых рынков, но и для раннего выявления эпидемий вирусных заболеваний, а также спроса на различные товары и услуги. При этом исследование поведения инвесторов с помощью индекса FEARS может показать иллюстративные результаты только в случае преобладания розничных инвесторов на рынке акций, а также наличия у значительной доли населения страны активных инвестиционных счетов, что к России неприменимо.

Индекс FEARS на рынке США коррелирует с низкими значениями доходности в настоящий момент времени и является индикатором высокой доходности в будущем. Подобно индексу Бейкера-Вурглера, индекс FEARS имеет большое значение для прогнозирования динамики ценных бумаг с ограниченными возможностями арбитража. Индекс FEARS также коррелирует с индексом VIX. Рост значений FEARS, как правило, предшествует перетокам капитала с рынка акций в рынок облигаций, что

соответствует теории шумовой торговли [115]. С помощью подхода, основанного на анализе интернет-запросов, были исследованы настроения инвесторов на 40 рынках в период 2004-2014 гг., был сделан вывод о значимости глобального индекса настроений рынка для прогнозирования доходностей в отдельных регионах. В качестве эрзац-переменных для настроений рынка были выбраны интернет-запросы о международных спортивных событиях, ADR и их материнских компаний, а также доходностей в период объявления финансовых результатов [152].

Подход, применяемый в диссертации, можно охарактеризовать как системный анализ – в качестве исследуемой системы выбран глобальный финансовый рынок. Изначально в диссертации применяется концептуальное моделирование для выявления и характеристики региональных моделей поведения инвесторов. Далее в работе используются эконометрические методы (корреляционный анализ, тест причинности по Грейнджеру, метод главных компонент, регрессионное моделирование, GARCH-моделирование) для раскрытия взаимосвязей рынков и драйверов их динамики с дальнейшей поведенческой интерпретацией полученных результатов с точки зрения теории финансовых рынков, выводов международных исследований, посвященных зрелости экономики, макроэкономической конъюнктуре и состоянию финансового сектора, социально-политическому устройству общества, институциональным характеристикам, культуре и ценностям, качеству жизни и человеческому капиталу. Вышеупомянутая интерпретация даёт возможность выявить и объяснить различия в поведении внутренних и иностранных инвесторов на развивающихся рынках, что позволяет охарактеризовать механизм функционирования глобального финансового рынка и дать поведенческий сценарный прогноз развития российского финансового рынка.

1.3 Базовые характеристики поведения инвесторов на развитых и формирующихся рынках

Характеристика моделей поведения инвесторов в данном параграфе диссертации основывается на концептуальном подходе, предложенном в параграфе 1.1, представленном на рисунке 1.

Модели поведения инвесторов на финансовых рынках с развитой экономикой

Среди моделей поведения инвесторов на европейских финансовых рынках с развитой экономикой можно выделить англо-саксонскую (Великобритания, Ирландия), континентально-европейскую (Германия, Франция и другие страны Западной Европы), скандинавскую (Швеция, Дания, Норвегия, Финляндия) и швейцарскую.

Примечание - Отдельные страны Восточной Европы, относящиеся к постсоветской модели, также обладают развитой экономикой согласно классификации ООН. Характеристика постсоветской модели будет дана в соответствующем пункте диссертации.

Для всех рассматриваемых моделей поведения инвесторов инвестиционные горизонты долгосрочны, чему способствуют высокая продолжительность жизни, а также зрелость рынка.

В таблице 2 представлены основные показатели финансового сектора Европы и США. Высокий уровень отношения банковских активов, депозитов, займов нефинансовых организаций, а также капитализации рынка к ВВП в Швейцарии объяснимо тем, что страна является офшорным финансовым центром.

Таблица 2 – Основные показатели финансового сектора Европы и США

Модель поведения инвесторов	В процентах				
	Банковские активы/ ВВП, среднегодовые показатели 2011-2016	Рыночная капитализация отечественных компаний/ ВВП, среднегодовые показатели 2001-2018	Займы нефинансовых организаций/ ВВП, среднегодовые показатели 2001-2018	Банковские депозиты /ВВП, среднегодовые показатели 2001-2016	Средняя доля небанковских институтов в финансовом секторе 2012-2018
Англо-саксонская	249	98	80	102	33
Континентально-европейская	280	58	98	86	19
Скандинавская	226	65	113	62	35
Швейцарская	458	212	97	160	50
Примечания					
1 Для англо-саксонской модели приведены данные по Австралии, Новой Зеландии, Великобритании, США, Канаде. Доля небанковских институтов в финансовом секторе приведена для всех вышеперечисленных стран, за исключением Новой Зеландии.					
2 Для континентально-европейской модели приведены данные по Австрии, Бельгии, Франции, Германии, Италии, Испании.					
3 Для скандинавской модели приведены данные по Дании, Финляндии, Норвегии, Швеции. Доля небанковских институтов в финансовом секторе приведена для Дании и Норвегии.					
4 Данные по доле небанковских институтов в швейцарской модели приведены по состоянию на 2018 год.					

Источник: [72; 73; 113; 147; 218].

Для англо-саксонской модели характерны значительная склонность к риску [26, с. 200], экономический индивидуализм, «маскулинность» [173], меньшая подконтрольность государствам и крупным компаниям, массовость розничных инвесторов [26; 164]. В странах с доминированием англо-саксонской модели поведения инвесторов рынки акций преобладают над долговыми обязательствами в структуре финансирования, что показано на рисунке 5 [26; 63]. Ценности находятся на стыке традиционных и секулярно-рациональных, ценности самовыражения имеют серьёзное значение [276]. Участники рынка осознают высокую степень контроля над собственной жизнью, эмоциями [174]. Несмотря на относительную долгосрочность инвестиционных горизонтов, на рынке США наблюдается тенденция более краткосрочного инвестирования – так, в 1990-х годах средний срок владения

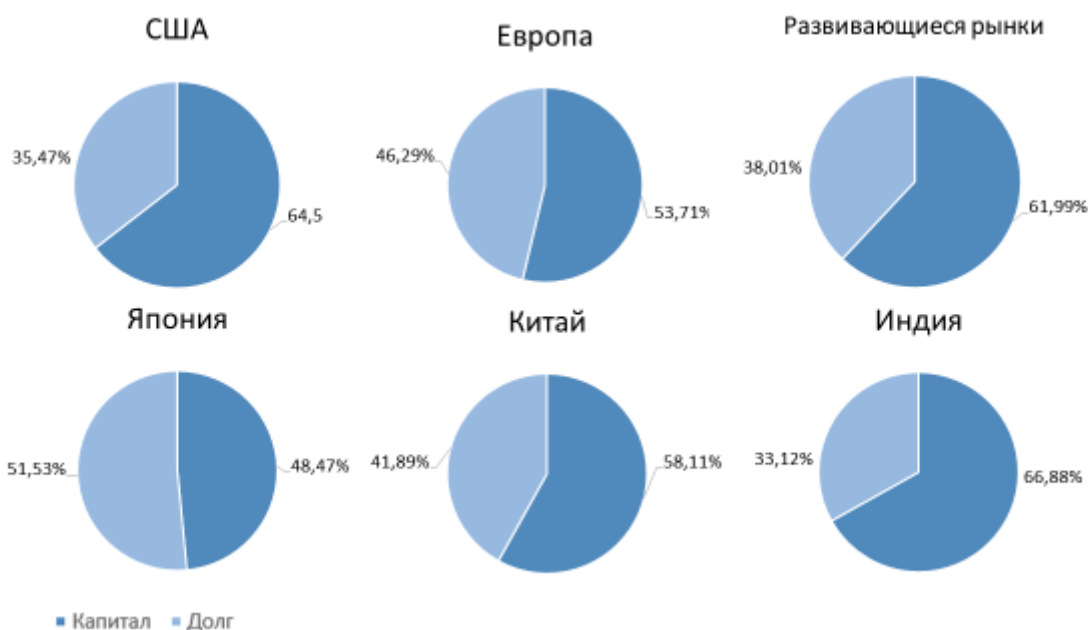
акцией составлял два года, в 1960-х – семь лет [222], что свидетельствует о том, что, как частным инвесторам, так и портфельным управляющим не хватает терпения в процессе инвестирования, и, как следствие, они стремятся к мгновенному получению высоких доходностей, что отрицательно сказывается на реализации долгосрочной инвестиционной стратегии фондов.

Континентально-европейская модель подразумевает иерархичность и меньшую приверженность к риску и более социально-ориентированную экономику относительно англо-саксонской модели [26; 222; 231; 266]. В регионах с континентально-европейской моделью достаточно высокая норма сбережений, большая степень влияния банков на экономику по сравнению с финансовыми рынками, доминируют крупные институциональные инвесторы [63; 231]. Высокая норма сбережений говорит о популярности стремления к накоплению средств как способа управления рисками. В структуре капитала долговые обязательства составляют значительную долю, что показано на рисунке 5, социальные нормы более строгие по сравнению с англо-саксонской моделью [26, с. 207-210].

В скандинавской модели поведения инвесторов толерантность к риску сравнима с англо-саксонской моделью [174]. Уровень «маскулинности» низок - экономика по степени социальной ориентированности превосходит все остальные европейские регионы [195]. Для скандинавских игроков рынка качество жизни является показателем успеха, консенсус и социальное равенство более важны, чем личные достижения [64]. Норма сбережений самая высокая среди рассматриваемых групп стран [271]. Структура собственности крупного бизнеса рассредоточена. Имеются крупные держатели акций корпораций со средней и малой капитализацией [260] - в целом, собственность более сконцентрирована по сравнению с англо-саксонской моделью [211]. Доля долговых обязательств в структуре капитала меньше по сравнению с континентально-европейской моделью [146]. Секулярно-рациональные ценности, ценности самовыражения преобладают [276].

Степень осознания контроля над собственной жизнью, эмоциями выше, чем в континентально-европейской модели [174].

Швейцарская модель поведения инвесторов находится между скандинавской и континентально-европейской моделью по уровню риск-аппетита. Уровень «маскулинности» практически аналогичен континентально-европейской модели, а норма сбережений, структура собственности и ценности – скандинавским странам [174; 276]. Вероятно, это происходит потому, что серьезные отличия риск-аппетита и структуры собственности Швейцарии, в частности высокой капитализации рынка акций, от других стран континентальной Европы обусловлены историческими событиями, в процессе которых страна переживала многократные посягательства на свою территорию, а также высокой степенью индивидуализма, политическим режимом «прямой демократии» [19; 124; 136; 214].



Источник: рассчитано автором на основе данных [120].

Рисунок 5 – Структура собственности по регионам

Структура собственности по регионам представлена на рисунке 5. Соотношение долга-капитала на развивающихся рынках варьируется. В азиатских странах, за исключением Японии, доля долговых обязательств мала – сопоставима с уровнем США. В Японии соотношение долга – капитала незначительно превышает континентально-европейскую модель [120] так же, как и другие характеристики экономики.

Сравнение англо-саксонской и континентально-европейской моделей поведения инвесторов на основе анализа настроения рынков

На рынке США анализ настроений, в частности с использованием индекса Бейкера-Вурглера, детально описанного в параграфе 1.2, может быть успешно применен к активам, в оценке которых наблюдаются расхождения, возможности арбитража в связи с этим ограничены. В период низких показателей индекса настроений рынка высоки доходности акций компаний с малой капитализацией, недавно созданных предприятий, компаний с высокой волатильностью, убыточных компаний, компаний, не выплачивающих дивиденды, предприятий, демонстрирующих стремительный рост, а также компаний с серьёзными финансовыми проблемами. В ситуации высоких показателей индекса ситуация обратна [68]. Это значит, что для вышеназванных групп активов подтверждается гипотеза шока спроса. Сходные результаты были получены для рынков Канады, Франции, Германии, Великобритании и Японии. Индекс настроений рынка для вышеназванных стран экономически и статистически значим и может быть использован для прогнозирования доходностей – между динамикой рынков и динамикой индекса обратная зависимость. Настроения рынка склонны распространяться между регионами [70]. Для стран Большой Семёрки также подтверждается гипотеза шока спроса – данный результат был получен путём анализа настроений рынка с использованием опроса инвесторов и не прямых методов анализа рынка: динамика фондов акций, ставка дисконта закрытых инвестиционных фондов и отношение покупок акций к продажам по рынку в

целом. В дополнение к вышесказанному, стоимостные акции (value stocks) подвержены влиянию настроений рынка в большей степени, чем акции роста (growth stocks) [76].

На рынке Германии настроения инвесторов практически не влияют на будущую доходность, что в некоторой мере объяснимо высокой долей институциональных инвесторов по сравнению с частными инвесторами. Индекс настроений немецкого рынка был построен с использованием методологии Бейкера-Вурглера и включал в себя такие параметры, как уверенность потребителей, совокупные чистые притоки во взаимные фонды акций, отношение опционов пут к опционам колл, доходности в период после IPO (первичного размещения акций), количество IPO, отношение привлечения заёмного финансирования к привлечению собственного финансирования [148]. На французском рынке акций подтверждается гипотеза шока спроса, и индекс настроений рынка Бейкера-Вурглера, как для иностранных инвесторов, так и для инвесторов внутреннего рынка, является значимым индикатором для прогнозирования [79]. Динамика британского рынка демонстрирует наибольшую зависимость от настроений инвесторов в период перед кризисом. Настроения инвесторов британского рынка в значительной степени повторяют настроения инвесторов рынка США [180]. П. Корредор, Е. Феррер и Р. Сантамариа проанализировали настроения инвесторов на рынках Франции, Германии, Испании и Великобритании с использованием методологии Бейкера-Вурглера, а также для рынка ЕС в целом. Переменными для конструирования индекса настроений рынка были премия за волатильность, оборот рынка и индекс уверенности потребителей. Помимо влияния характеристик определённых акций на индекс настроений рынка, имеют значение регионально-культурные и институциональные факторы [108].

Развитые рынки более однородны с точки зрения менталитета, культуры, климата, политической, экономической и правовой среды по сравнению с развивающимися рынками. На большинстве рынков

подтверждается гипотеза шока спроса [68; 70; 99; 244] ни для одной группы инвесторов на развитых рынках не было найдено подтверждения гипотезы рыночного риска [151; 210; 263]. Суть обеих гипотез раскрыта в параграфе 1.2. Европейские инвесторы во многом повторяют поведение американских инвесторов.

При управлении консервативным международным инвестиционным портфелем необходимо учитывать, что немецкий рынок, более устойчив к колебаниям настроений инвесторов из-за высокой доли институциональных игроков, а также то, что динамика акций роста меньше зависит от поведенческих факторов по сравнению со стоимостными акциями. Поведение инвесторов на рынках с банковской моделью финансовой системы - Германии, Австрии и Восточной Европы, с большой вероятностью будет демонстрировать сходную динамику. При этом не исключено, что рынки Восточной Европы будут повторять движения американского рынка подобно рынку Франции, имеющей банковскую модель финансовой системы.

Рынки США, Великобритании и Франции могут выступать в качестве аналогов при реализации стратегии, основанной на поведенческих факторах, т.к. британский и французский рынки, в целом, повторяют основные тенденции американского рынка с небольшим отставанием. При этом выбор объекта вложений должен осуществляться с учётом оценки транзакционных издержек и региональных факторов [17].

Ключевые направления динамики поведения инвесторов на развивающихся рынках

Несмотря на высокую волатильность развивающиеся рынки имеют ряд преимуществ для инвесторов, заключающихся в высоких темпах экономического роста, возможности диверсификации и реализации стратегий, не всегда осуществимых на зрелом рынке. Кризисы на рубеже двадцатого и двадцать первого веков в Латинской Америке, Азии и Восточной Европе показали контрцикличность развивающихся рынков относительно развитых,

но после глобального финансового кризиса 2007-2011 гг. Совместное движение мировых финансовых рынков с разной степенью зрелости увеличилось, что было наиболее ярко выражено для акций крупных компаний [18].

По данным МВФ, между развивающимися и развитыми рынками существует взаимное влияние. В посткризисный период роль влияния развивающихся рынков акций на остальной мир усилилось.

Рост ВВП связан с крупными инфраструктурными проектами, что подчёркивает важность строительного, транспортного и телекоммуникационного секторов на развивающихся и формирующихся рынках. Склонность участников рынка к неверному определению потенциала экономического роста и иные проявления иррациональности приводят к существенным перепадам показателей рынка. Помимо классического портфельного, политического, валютного и расчётного рисков, на развивающихся и формирующихся рынках инвесторы сталкиваются с рядом поведенческих рисков. Примером может послужить мошенничество финансовых посредников при отсутствии законодательного регулирования и игнорировании этических принципов [18]. Имеет место быть риск хранения – нарушение сохранности ценных бумаг в депозитариях [222], а также риск человеческой ошибки – некорректные действия регулятора, нарушающие устойчивость финансовой системы и порождающие системный риск, активно распространяющийся между рынками [28, с. 93].

На развивающихся рынках гипотеза эффективного рынка не подтверждается [181] в отличие от гипотез неоднородного рынка [117] и адаптивного рынка [215; 216]. Гипотеза неоднородного рынка состоит в том, что цены формируются в результате взаимодействия инвесторов с различными горизонтами инвестирования. Периодически происходит некорректное ценообразование, но в долгосрочной перспективе цены сходятся к уровню, воспринимаемому, как правильный, большинством инвесторов. Согласно

гипотезе адаптивного рынка, бесконечно прибыльных стратегий не существует. Отдельная стратегия может быть прибыльной в определённых рыночных условиях.

Особенности рынков с азиатской моделью поведения инвесторов

Примерами стран с азиатской моделью поведения инвесторов являются Япония, Южная Корея, Таиланд, Тайвань, Китай и другие. Толерантность к риску в азиатской модели сопоставима с континентально-европейской, исключение – Китай, для которого характерна очень высокая склонность к риску [174]. Для рассматриваемой группы стран свойственен выраженный коллективизм, относительная строгость социальных норм, высокий авторитет власти [26, с. 205-206]. Длительность инвестиционных горизонтов и уровень «маскулинности» варьируются (наивысший - в Японии) [174]. Норма сбережений в азиатских странах одна из самых высоких в мире [271]. Уровень долговых обязательств в Японии выше континентально–европейского, в Китае – ниже, что показано на рисунке 5 [120]. Концентрация собственности сопоставима с континентально-европейской моделью [119]. Секулярно-рациональные ценности преобладают [276]. В странах Азии инвесторы демонстрируют высокий уровень готовности к принятию инноваций на рынках. Климатический и географические факторы исторически оказывают серьезное влияние на настроения рынка.

Одной из основных проблем рынков восточноазиатского региона является кредитный пузырь в Китае, возникший из-за роста проблемных долгов в банковской системе, формируется финансовый пузырь на рынке акций. В дополнение к этому в регионе наблюдается снижение экономического роста [28; 255].

В число мер, способствующих привлечению инвестиций на азиатские рынки, входят успешная правовая реформа в Индии, создание специальных экономических зон на Тайване, запуск программы для привлечения иностранных инвестиций в технологический сектор в Таиланде. В Китае

происходит частичная приватизация в таких секторах, как телекоммуникации, электроэнергетика, военная промышленность, нефть и газ, а также гражданская авиация [255].

Характерные черты исламской модели поведения инвесторов

К исламской модели поведения инвесторов относятся такие государства, как Саудовская Аравия, Малайзия, Иран и другие. В рассматриваемой группе стран длительность инвестиционных горизонтов и уровень толерантности к риску варьируются. Коллективизм ярко выражен, авторитет власти значительный [174]. Норма сбережений в ЮВАО, на Ближнем Востоке высокая, в странах Африки низкая [271]. Начисление процента на денежные ссуды, а, следовательно, долговое финансирование в наиболее часто встречающемся виде противоречит принципам шариата [242]. Собственность сконцентрирована. Ценности выживания, а также традиционные ценности преобладают [276].

Культурные и религиозные особенности часто определяют поведение и настроения инвесторов. На рынке Саудовской Аравии влияние индекса настроения инвесторов возрастает после исламских праздников, позитивное настроение преобладает - индекс настроения инвесторов и доходность оказывают взаимное влияние друг на друга [58]. Более 95% торгов на рынке Саудовской Аравии осуществляется частными инвесторами, что в некоторой мере объясняет наличие «стадного эффекта». «Стадный эффект» проявляется в большей степени во время положительной динамики рынка, сопровождающейся активной торговлей [234]. Д. Бялковский, А. Этебари и Т. Вишневский проанализировали рынки 14 мусульманских стран и сделали вывод, что во время Рамадана доходность на рынках значительно выше, а волатильность ниже по сравнению с другими месяцами, что подчеркивает серьезное значение психологического состояния инвесторов для показателей конъюнктуры рынка [80].

Поведение инвесторов на рынке Турции имеет сходную динамику с европейскими рынками, зависимыми от глобального фактора. Индекс настроений американского рынка контрцикличесен по отношению к доходности и волатильности фондового рынка Стамбула, при этом влияние индекса настроений американских институциональных инвесторов сильнее, чем частных. Этот эффект является элементом системного риска - не поддаётся диверсификации [243].

Тенденции в настроениях инвесторов с постсоветской и латиноамериканской моделями поведения

В таблице 3 представлены основные показатели финансового сектора развивающихся рынков.

Таблица 3 – Основные показатели финансового сектора развивающихся рынков

В процентах

Модель поведения инвесторов	Банковские активы/ ВВП, среднегодовые показатели 2011-2016	Рыночная капитализация отечественных компаний/ ВВП, среднегодовые показатели 2001-2018	Займы нефинансовых организаций/ ВВП, среднегодовые показатели 2001-2018	Банковские депозиты/ ВВП, среднегодовые показатели 2001-2016	Средняя доля небанковских институтов в финансовом секторе
Азиатская	179	73	90	100	19
Исламская	133	110	50	75	39
Латиноамериканская	69	58	38	35	40
Постсоветская (данные по России)	83	40	37	29	21

Примечания

- 1 Для азиатской модели данные приведены по Китаю, Японии, Южной Корее, Таиланду. Показатель средней доли небанковских институтов в финансовом секторе рассчитывался на основе данных по Южной Корее.
- 2 Для исламской модели данные приведены по Малайзии, Саудовской Аравии. Показатель средней доли небанковских институтов в финансовом секторе рассчитывался на основе данных по Малайзии.
- 3 Для латиноамериканской модели данные приведены по Аргентине, Бразилии, Чили, Колумбии, Мексике, Боливии. Для расчета показателя Займы нефинансовых организации/ВВП использовались данные по Аргентине, Бразилии, Чили, Колумбии, Мексике. Показатель средней доли небанковских институтов в финансовом секторе рассчитывался на основе данных по Мексике и Боливии.
- 4 Периоды расчета средней доли небанковских институтов: Мексика – 2012-2019, Боливия – 2012-2017, Южная Корея – 2012-2017, Россия – 2016-2017.

Источник: [72; 73; 113; 147; 218].

Для латиноамериканской модели поведения (Бразилия, Мексика, Аргентина и другие страны региона) характерен низкий риск-аппетит в сочетании со стремлением получить «лёгкие деньги». Роль банковской системы высока аналогично континентально-европейской модели, собственность сконцентрирована. Серьезную роль играют поведенческие аномалии, связанные с информационными поводами. В большинстве регионов присутствуют коррупция и мошенничество. Роль ценностей выживания существенна [276]. В Латинской Америке инвесторы обладают высокой степенью осознания контроля над собственной жизнью, эмоциями, ценности самовыражения имеют большое значение [174; 276]. Уровень авторитета власти варьируется от страны к стране [174].

Постсоветская модель поведения инвесторов имеет значительное сходство с латиноамериканской моделью. В постсоветских странах Восточной Европы присутствует высокий уровень экономического индивидуализма, в странах СНГ, напротив, коллективизм ярко выражен. Для постсоветской модели характерна строгость социальных норм, высокий авторитет власти [174]. В странах Балтии секулярно-рациональные ценности ярко выражены, остальные страны, относящиеся к модели, находятся на стыке секулярно-рациональных и традиционных ценностей [276].

Более детальная характеристика латиноамериканской и постсоветской моделей поведения инвесторов представлена в третьей главе диссертации.

Страны СНГ подвержены финансовым рискам вследствие девальвации рубля и санкций. С сырьевыми рисками в значительной степени связаны портфельные инвестиции на финансовых рынках стран СНГ и Латинской Америки. Вложения на рынке Аргентины тесно сопряжены с правовым риском из-за судебных тяжб страны, связанных с суверенным долгом [28, с. 96].

Развивающиеся рынки сильно зависимы от глобального фактора. Часто новости монетарной политики США и макроэкономические новости внутри страны сильно влияют на их динамику [90].

Развивающиеся рынки имеют ряд общих проблем: проигрыш рынкам с высоким уровнем зрелости в конкуренции за операции с финансовыми активами, имеющими отечественное происхождение; увеличение спекулятивных вложений и атак на валюту; недостаточный объем прямых инвестиций; преобладание краткосрочных инвестиционных горизонтов, сильная зависимость от настроений нерезидентов, отток средств национальных инвесторов на развитые рынки, уход крупных игроков на рынки индустриальных стран за капитализацией и ликвидностью, операционные риски национальных финансовых институтов [27, с. 277].

Наиболее важные факторы, влияющие на принятие инвестиционных решений по результатам опроса А.Т. Kearney представлены на рисунке 6. Серьезное значение имеют, как факторы, связанные с рыночной и физической инфраструктурой (отмечены синим цветом), так и с политическими и регулятивными процессами (отмечены зелёным цветом).



Источник: [256].

Рисунок 6 – Наиболее важные факторы для инвесторов при принятии инвестиционных решений

В дополнение к факторам, отмеченным выше, на решения относительно вложений в развивающиеся рынки положительно влияют отсутствие жёстких мер регулирования потоков капитала, гибкие валютные курсы, высокий уровень резервов, небольшой государственный долг [183].

Преобладания на рынке институциональных или частных инвесторов определяет доминирующие модели поведения. Тестирование гипотезы рыночного риска [151; 210; 263], и гипотезы шока спроса [68; 70; 99; 244] – важный шаг в понимании драйверов динамики финансового рынка. Желательно проводить тестирование такого рода отдельно для разных групп инвесторов. Для рынков с преобладанием иностранного капитала целесообразно тестировать гипотезы для следующих групп инвесторов: зарубежные институциональные, зарубежные частные, внутренние институциональные, внутренние частные. С большой вероятностью поведение зарубежных институциональных инвесторов будет являться определяющим фактором для динамики настроений остальных групп, так как именно оно является эрзац-переменной для инвестиционной привлекательности страны и, как следствие, для оттока и притока капитала на рынок. Также возможно исследовать изменения индекса настроений рынка в периоды кризиса, стабильности и оптимизма, эффективность инвестиционных стратегий по периодам. Дополнительным направлением исследований может стать анализ изменения спроса на различные типы активов и инвестиционной привлекательности отраслей экономики в зависимости от настроений рынка. На многих быстро растущих рынках колоссальную роль играют традиции и менталитет, а также географические и климатические особенности региона – без учета данного фактора качественную модель поведения инвесторов построить крайне затруднительно [17].

Свойства наиболее распространённых аномалий на развивающихся рынках

Ряд исследований посвящён ценовым аномалиям на развивающихся рынках. В данную группу работ входят исследования, посвящённые эффекту «моментум», эффекту размера и эффекту стоимости. Эффект «моментум» - зависимость аномалий в настоящий момент времени от их появления в прошлом. Эффект размера – ситуация, когда компания с малой рыночной капитализацией демонстрирует большую доходность, чем сходный бизнес значительно большего размера в той же самой отрасли. Эффект стоимости – высокие показатели доходности, наблюдающиеся у акций с высоким отношением балансовой стоимости к рыночной (B/M ratio). Иными словами, эффект стоимости заключается в высокой доходности недооценённых акций - низкой цене при высокой прибыли, достаточности денежных потоков. Исследование проведённое на основе анализа 18 развивающихся рынков в период 1990-2013 гг. показало, что эффект «моментум» является слабо выраженным, эффект размера отсутствует на всех рассматриваемых рынках, кроме рынка Китая, а эффект стоимости присутствует на всех рынках группы, кроме Бразилии [92]. Необходимо заметить, что наличие календарных и стоимостных аномалий на российском финансовом рынке было подтверждено в работе М. Кантолинского [13]. К группе ценовых аномалий можно также отнести календарные аномалии, примеры которых были рассмотрены ранее.

В контексте поведения инвесторов ранее также были рассмотрены примеры аномалий, связанных с информационными поводами.

На развивающихся рынках, входящих в индекс MSCI, часто встречается эффект волатильности - ситуация, когда риск и доходность демонстрируют обратное отношение (чем больше риск, тем меньше доходность), что противоречит модели CAPM, разработанной У. Шарпом и Д. Линтнером [83]. Существует два подхода, с помощью которых объясняется эффект волатильности, но вполне вероятно, что они дополняют друг друга. Первый

подход связан с ограничениями, с которыми сталкиваются инвесторы в процессе получения доступа к заёмным средствам и осуществления коротких продаж [81; 122; 150; 177]. Второй подход опирается на теорию агентских отношений – финансовые управляющие в стремлении показать лучшие результаты по сравнению с эталонным портфелем склонны переоценивать потенциал отдельных акций и инвестиционных фондов [71; 84; 87; 139; 205]. Аномалии дефолтности являются одним из проявлений эффекта волатильности. Компании на грани банкротства демонстрируют низкую доходность, являясь рискованнее аналогов, что также противоречит модели CAPM. Существует множество исследований, посвящённым прогнозам вероятности дефолта компании на развивающемся рынке, но при этом подобные ситуации крайне редко рассматриваются в контексте аномалий на финансовых рынках.

Отдельное внимание необходимо уделить аномалиям, связанным со спросом инвесторов на «лотерейные активы» - тенденции переоценивать малые вероятности крупных выигрышей. Данный феномен объясняет обратный эффект максимума – рост спроса на активы, продемонстрировавшие дневные доходности значительно выше среднего с полугодовым интервалом. Вышеописанное явление характерно для рынков Китая [212] и Южной Кореи [224], при этом противоречит ситуации на американском рынке, где имеет место быть эффект максимума – низкие доходности активов, показавших крайне высокие дневные доходности месяцем ранее [223].

Отраслевые аномалии на развивающихся рынках не освещены детально в научной литературе. Высокая доходность акций неэтичных отраслей таких, как производство алкоголя, табачных изделий и игорный бизнес, является одним из проявлений отраслевых аномалий. Однако было доказано, что степень восприятия отрасли как неэтичной существенно отличается в разных странах. В странах, где отсутствуют барьеры для движения капитала, а также языковые барьеры, эффект неэтичной отрасли сводится к минимуму за счет

использования инвесторами возможностей арбитража. В странах с существенными барьерами для арбитража, например, Бразилии, Турции, ЮАР, Индонезии, на основе эффекта отраслевых аномалий можно построить прибыльную инвестиционную стратегию [142]. Эффект неэтичной отрасли в некоторой мере является частным проявлением эффекта стоимости с чётко определённой причиной, почему актив недооценён.

Поведенческий переход инвестора от одноотраслевых компаний к многоотраслевым был также рассмотрен исключительно для развитых рынков [101]. Гипотеза о возможности использования показателей одноотраслевых компаний для прогнозирования результатов многоотраслевых фирм нуждается в проверке для развивающихся рынков.

Существует множество исследований, связанных с анализом эффективности прогнозов аналитиков, как для развитых, так и для развивающихся рынков, но только для развитых рынков переоценка значимости рекомендаций аналитиков была рассмотрена в качестве аномалии [199; 250]. Природа данной переоценки та же самая, что и для других типов аномалий, связанных с информационными поводами, но, согласно авторской классификации, данный тип аномалий выделен в отдельную группу в связи с тем, что аномалии, связанные с событиями в макроэкономике, политике, финансовыми новостями отдельных компаний возникают за счёт переоценки значимости объективной информации в то время, как аномалии, связанные с рекомендациями аналитиков, появляются из-за переоценки значимости субъективной информации – причины их появления более комплексны с точки зрения психологии инвестора.

Выводы по первой главе

1) Коллективное поведение участников рынка складывается из поведения отдельных инвесторов и формируется на основе их мнений, подверженных воздействию конъюнктуры и прошлого опыта.

Фундаментальными факторами, влияющими на поведение инвесторов, являются их устойчивые предпочтения (аппетит к риску, доходности и ликвидности), а также иррациональная составляющая (эвристики, аномалии, реакция на стресс). Чем меньшую стабильность демонстрирует фондовый рынок, тем сильнее коллективное поведение преобладает над индивидуальными стратегиями, а фактор иррациональности – над устойчивыми предпочтениями.

2) Устойчивые предпочтения инвесторов определяются состоянием макроэкономики, финансового сектора и институциональными характеристиками страны; политическим и социальным устройством общества; ценностно-идеологическими факторами и стереотипами массового поведения; качеством жизни и уровнем развития человеческого капитала.

3) Исследование поведения инвесторов может быть основано на качественном анализе (социологических и нейроэкономических методах), количественном анализе (математических моделях, базирующихся на «больших данных»), а также на системном подходе, позволяющем получить всестороннее представление об изучаемом явлении и заключающемся в интерпретации результатов количественного анализа взаимосвязей и драйверов рынка с помощью выводов, полученных в ходе международных опросов, и принципов поведенческой экономики.

4) На основе региональных различий устойчивых предпочтений можно выделить следующие модели поведения инвесторов: для развитых стран – англо-саксонскую, континентально-европейскую, скандинавскую и швейцарскую; для развивающихся – азиатскую, исламскую, латиноамериканскую и постсоветскую.

5) Латиноамериканская и постсоветская модели поведения инвесторов демонстрируют сходство с точки зрения склонности к риску, степени коллективизма, качества институтов, значительной роли ценностей выживания и концентрации собственности. Также преобладание банковских институтов над рыночными в структуре финансового сектора большинства

стран в названных регионах позволяет сделать вывод об общих чертах с континентально-европейской моделью поведения инвесторов.

ГЛАВА 2

ВЗАИМОСВЯЗЬ РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ КАК ИНДИКАТОР ОДНОРОДНОСТИ ПОВЕДЕНИЯ ИНВЕСТОРОВ

2.1 Анализ связанной динамики развивающихся рынков акций и товарных рынков

Согласно выводам, полученным в предыдущей главе диссертации, латиноамериканская и постсоветская модели поведения инвесторов схожи с точки зрения степени коллективизма, толерантности к риску и коррупции, структуры собственности, а также авторитета власти. В связи с этими сходными чертами, анализ в данной главе проведён на примере рынков России и Латинской Америки.

Корреляционный и графический анализ рынков акций

В начале 2000-х годов страны Латинской Америки и Россия были близки по ряду социально-экономических параметров. В 1995-2000 гг. рынки акций России и Бразилии имели коэффициент корреляции на уровне 0,9 [27, с. 291], в начале 2000-х годов снизилась до 0,64, а в период 2008 – 2016 гг. вновь возросла до 0,83 [53]. Такие высокие значения показателя объяснимы схожестью моделей поведения инвесторов на рынках обеих стран, что особенно заметно в периоды падения экономики. Более того, корреляция рынков акций Бразилии и России была сильнее корреляции бразильского рынка с рынками других латиноамериканских стран. Снижение коэффициента корреляции с российским рынком по сравнению с началом 2000-х годов претерпели рынки Аргентины, Мексики и Чили – с 0,51[53] до -0,27, -0,25 и 0,41 соответственно.

На рисунке 7 представлены результаты корреляционного анализа рынков акций Латинской Америки с рынками России и США в период с 01.02.2008 по 27.03.2020. Помимо Бразилии, в анализируемый период рынок

акций России коррелировал с рынками Чили и Перу – странами с сырьевой экономикой, и в меньшей степени – с Мексикой. Вышеописанная динамика также в некоторой степени обусловлена растущим интересом крупных международных инвесторов к развивающимся рынкам.

Примечание - По данным EPFR Global, в 2016 году в акции российских компаний глобальными инвесторами было вложено в 5,5 раза больше средств по сравнению с 2015 годом (максимальный годовой результат с 2010 года). Статистика приведена только за отдельные годы рассматриваемого периода в связи с труднодоступностью данных. Приток средств был обусловлен ожиданиями участников рынка, связанных с улучшением отношений России и США в результате выборов президента в Соединенных штатах, возможной отменой санкций, а также соблюдением договоренностей ОПЕК на сырьевом рынке, дополнительно положительную роль сыграло снижение монетарной инфляции в России [43; 235].

Центральный Банк Бразилии проводил политику таргетирования инфляции [190] аналогично Центральному Банку Российской Федерации [57], что также положительно повлияло на инвестиционную привлекательность экономики и вызвало приток средств внутренних инвесторов на фондовый рынок за счет снижения ставок по депозитам и доходности государственных облигаций [217].

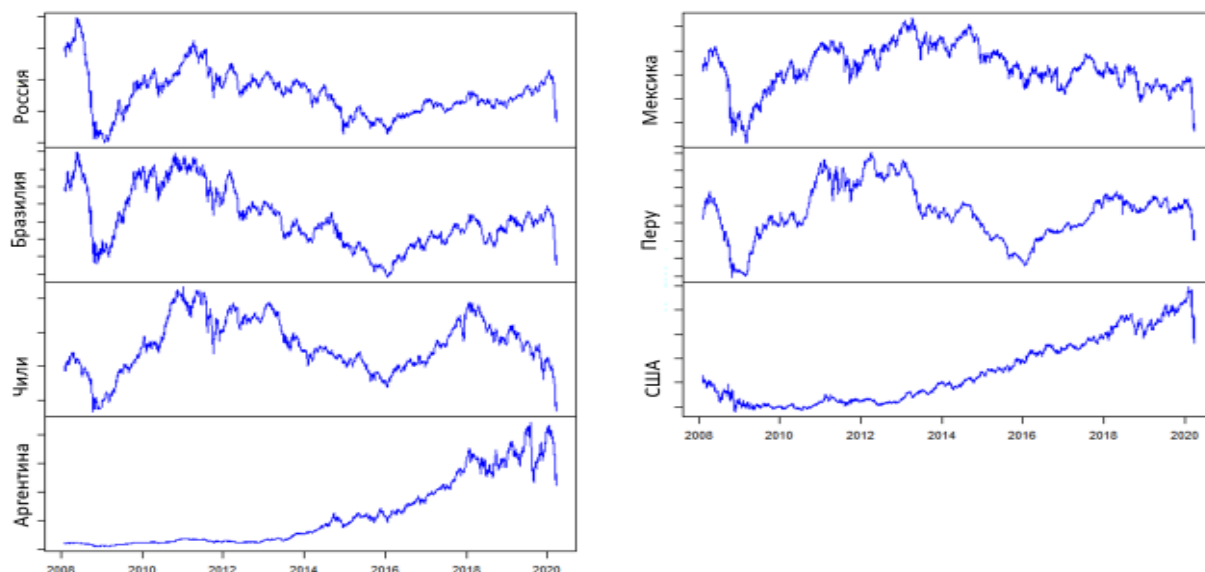
	Россия	Бразилия	Перу	Чили	Мексика	Аргентина	США
Россия	1	0,89	0,75	0,59	0,44	-0,27	-0,32
Бразилия	0,89	1	0,67	0,57	0,26	-0,41	-0,50
Перу	0,75	0,67	1	0,85	0,48	0,04	-0,07
Чили	0,59	0,57	0,85	1	0,48	0,1	-0,11
Мексика	0,44	0,26	0,48	0,48	1	-0,13	-0,21
Аргентина	-0,27	-0,41	0,04	0,1	-0,13	1	0,92
США	-0,32	-0,50	-0,07	-0,11	-0,21	0,92	1

Примечание - Индекс RTS, индекс BOVESPA, индекс IPSA SANTIAGO DE CHILE, индекс Merval, индекс IPC Mexico, S&P/BVL Peru General Index, индекс NASDAQ. Зеленым цветом обозначены положительные коэффициенты корреляции, красным – отрицательные.

Источник: расчеты автора, основанные на данных [191; 277].

Рисунок 7 – Корреляционный анализ развивающихся рынков акций и рынка акций США в период с 01.02.2008 по 27.03.2020 (коэффициент Спирмана)

На рисунке 8 представлена динамика рынков акций Латинской Америки, США и России.



Примечание - Индекс RTS, индекс BOVESPA, индекс IPSA SANTIAGO DE CHILE, индекс Merval, индекс IPC Mexico, S&P/BVL Peru General Index, индекс NASDAQ.

Источник: расчеты автора, основанные на данных [191; 277].

Рисунок 8 – Динамика рынков акций России, Бразилии, Чили, Аргентины, Мексики, Перу и США в период с 01.02.2008 по 27.03.2020

Индексы всех рассматриваемых стран продемонстрировали серьёзное падение в 2009 году, что объяснимо глобальным финансовым кризисом. В 2011 году рынки России, Бразилии, Чили и Перу вернулись к докризисному уровню, а, в случае Перу и Чили, превзошли его, но после 2012 года начался затяжной отрицательный тренд, который продолжался до конца 2016 года, с начала 2017 года на рассматриваемых рынках имел место быть умеренный рост, что соотносилось с конъюнктурой товарных рынков.

После глобального финансового кризиса мексиканский рынок акций плавно рос. Индекс рынка акций Аргентины Merval имел стабильно низкие значения как до 2014 года, с 2015 года начался рост индекса в связи с экономической либерализацией.

С января 2020 года на всех рассматриваемых рынках началось падение из-за глобальной пандемии коронавируса, следствием которой стала массовая остановка производств, резкое ухудшение финансового состояния малого и среднего бизнеса, необходимость государственной поддержки экономики [111].

В диссертации весь анализ выполняется на временных рядах по индексам акций в долларовом выражении – как следствие, колебания валютного курса не влияют на результаты. Корреляционный анализ сделан на ежедневных абсолютных значениях индексов.

В таблице 4 представлены показатели, характеризующие значимость портфельных инвестиций США для экономики России и рассматриваемых стран Латинской Америки, в таблице 5 - прямых инвестиций.

На основе результатов корреляционного анализа и графического изображения индексов, показанных на рисунках 7, 8, а также анализа доли инвестиций США в таблицах 4, 5 рынки акций рассматриваемых стран можно разделить на три кластера:

1. страны с отрицательной корреляцией с рынком США – Россия, Бразилия;
2. страны с нулевой/низкой положительной корреляцией с рынком США – Перу, Чили, Мексика;
3. страны с ярко выраженной положительной корреляцией с рынком США – Аргентина.

Для всех стран, представленных в таблице 4, доля США в портфельных инвестициях в рассматриваемые периоды была самой высокой, увеличиваясь с каждым годом в абсолютных значениях [106]. При этом ярко выраженной связи силы корреляции рынков с американским и долей США в портфельных инвестициях не прослеживалось. Это говорит о том, что американские

инвесторы рассматривают эти рынки как активы с индивидуальной динамикой поведения.

Таблица 4 – Доля США в портфельных инвестициях на рынках России, Бразилии, Чили, Аргентины, Мексики и Перу

В процентах					
Страна/год	2008	2009	2014	2016	2019
Страны с отрицательной корреляцией с рынком США					
Россия	38	38	35	43	44
Бразилия	58	57	53	55	60
Итого	52	52	48	50	55
Страны с нулевой/низкой отрицательной корреляцией с рынком США					
Перу	42	46	43	48	56
Чили	51	61	53	53	51
Мексика	73	69	61	59	62
Итого	69	67	59	57	60
Страны с ярко выраженной положительной корреляцией с рынком США					
Аргентина	43	27	64	51	56
Примечание - Данные за 2008, 2009, 2014, 2016 приведены по состоянию на конец года, за 2019 – по состоянию на середину года.					

Источник: [106].

Таблица 5 – Показатели, характеризующие значимость прямых инвестиций США для экономики России, Бразилии, Чили, Аргентины, Мексики и Перу

Страна	Год	Основной источник прямых иностранных инвестиций	Место США в структуре прямых иностранных инвестиций	Доля США в структуре прямых иностранных инвестиций
Страны с отрицательной корреляцией с рынком США				
Россия	2019	Нидерланды	19	<1%
Бразилия	2018	Нидерланды	2	10%
Страны с нулевой/низкой положительной корреляцией с рынком США				
Перу	2015	Испания	3	14%
Чили	2017	США	1	15%
Мексика	2019	США	1	35%
Страны с ярко выраженной положительной корреляцией с рынком США				
Аргентина	2017	США	1	25%
Примечание - Данные по России и Мексике – по состоянию на 3 кв. 2019				

Источник: [40; 74; 227].

Из таблицы 5 следует, что для рынков Мексики, Аргентины и Чили США является крупнейшим источником прямых иностранных инвестиций. Доля США в прямых иностранных инвестициях в Мексику составила 35% в 2019 году, в Аргентину - 25% в 2017 году. Несмотря на то, что долларовые вложения Соединенных штатов в Бразилию выше, чем в Аргентину и Чили, они составляли только 10% всех прямых иностранных инвестиций в 2018 году [275]. В Перу этот показатель на конец 2015 года не превышал 14% [227]. Для России США не входили в первые топ-10 источников прямых иностранных инвестиций [40]. Данная статистика говорит о том, что в отдельных случаях существенные инвестиции США в экономику страны могут привести к сходной долгосрочной динамике рынков акций этой страны с рынком Соединенных Штатов.

В таблице 6 представлены основные показатели структуры экспорта и внешнеторгового оборота России и стран Латинской Америки. Данные по состоянию на 2016 год приведены в приложении Д. Согласно приведенной статистике все анализируемые страны, кроме Мексики, имеют сырьевую зависимость. Из приведенных данных следует, что доля США во внешнеторговом обороте развивающихся стран не объясняет корреляцию их рынков акций с рынком акций США – доля США во внешнеторговом обороте Бразилии, чей рынок акций отрицательно коррелировал с американским выше по сравнению с Аргентиной (положительная корреляция с рынком акций США).

За 9 месяцев 2019 года в структуре экспорта России в страны дальнего зарубежья топливно-энергетические товары составили 68,2%, в страны СНГ – 30,1% [54]. Экспорт Бразилии более диверсифицирован по сравнению с российским, но тем не менее практически 25% экспорта страны в 2019 году приходилось на пищевые продукты - масличные и зерновые культуры, мясо, корма для животных, на топливно-энергетические товары пришлось 13,4%

экспорта [86]. В Перу медь, её производные и золото составляют более 40% экспорта [228].

Таблица 6 – Показатели, характеризующие структуру экспорта и внешнеторгового оборота России, Бразилии, Чили, Аргентины, Мексики и Перу в 2019 году

Показатель	В процентах					
	Россия	Бразилия	Перу	Чили	Мексика	Аргентина
Доля топливно-энергетических товаров	63	13	7	Импорт	7	5
Доля продовольствия и с/х сырья	6	25	15	21	2	45
Доля меди, золота, металлов	9	11	59	51	3	4
Доля транспорта, электрического оборудования, компьютеров	6	6	<1	2	65	12
Доля Китая во внешнеторговом обороте	16	28	29	31	2	7
Доля США во внешнеторговом обороте	4	13	12	14	70	7
Примечание – С/х сырье в Перу включает в себя фрукты, орехи, корма для животных, кофе, чай, специи, рыбу, овощи, в Чили - фрукты, орехи, рыбу, напитки, уксус, мясо, в Мексике – овощи, фрукты, орехи, в Аргентине - корма для животных, зерновые культуры, жиры растительного и животного происхождения, семена масличных культур, рыбу, мясо.						

Источник: [54; 65; 86; 98; 220; 228].

Перу и Чили - мировые лидеры по производству меди [118] – увеличение производства меди внутри Китая (её основного импортера) негативно повлияло на экономику латиноамериканских экспортеров данного металла. Замедление экономического роста Китая также привело к сокращению спроса на энергоносители, что отразилось на экономике России и стран Латинской Америки – доля Китая во внешнеторговом обороте России

в 2019 году составила 16% [54], Бразилии – 28% [86], Перу – 29% [228], Чили - 31% [98].

Возможной причиной умеренного роста финансового рынка Мексики с 2015 года, несмотря на схожие с Россией, Бразилией и другими странами Латинской Америки экономические проблемы, является успешная политика, направленная на привлечение прямых иностранных инвестиций, которая в свою очередь, повышает доверие к рынку портфельных инвесторов. Мексикой подписаны соглашения о свободной торговле с крупными экономическими игроками – NAFTA (США, Канада), соглашение о свободной торговле с ЕС, соглашение о свободной торговле с Японией, соглашение о свободной торговле Тихоокеанского Альянса (Колумбия, Чили, Перу), соглашение о свободной торговле Центральной Америки (Гватемала, Коста-Рика, Гондурас, Эль Сальвадор, Никарагуа) [259]. Также Мексика предоставляет налоговые льготы иностранным инвесторам [241], иностранным компаниям разрешена добыча нефти на территории страны [112]. Структура экспорта Мексики более высокотехнологична и диверсифицирована по сравнению с остальными странами Латинской Америки – 25,6% экспорта Мексики в 2019 году составили различные виды автомобильной техники и запчасти, 34,9% - компьютеры и прочее оборудование, 7% - нефтепродукты [220].

Резкий положительный всплеск динамики рынка акций Аргентины тесно связан с политическими событиями в стране – с приходом к власти Маурисио Макри в декабре 2015 года была решена проблема с экономической статистикой в стране, начался плавный переход от политики протекционизма к свободной торговле, стал улучшаться налоговый режим для экспортеров, был отменен валютный контроль, также были приняты меры по снижению государственного долга. В 2019 году около 23% экспорта Аргентины составили продукты пищевой промышленности (в том числе животные и растительные жиры, масла) и корма для животных, 12% - зерновые культуры,

следовательно, проблема диверсификации экспорта страны также имеет место быть [65].

В таблице 7 представлены показатели коррупции, безработицы и экономического роста в России и странах Латинской Америки. Рисунок 9 иллюстрирует динамику экономического роста в анализируемых странах в период 2011-2019 гг.

Таблица 7 – Показатели экономического роста, безработицы, коррупции, государственного долга России, Бразилии и Перу

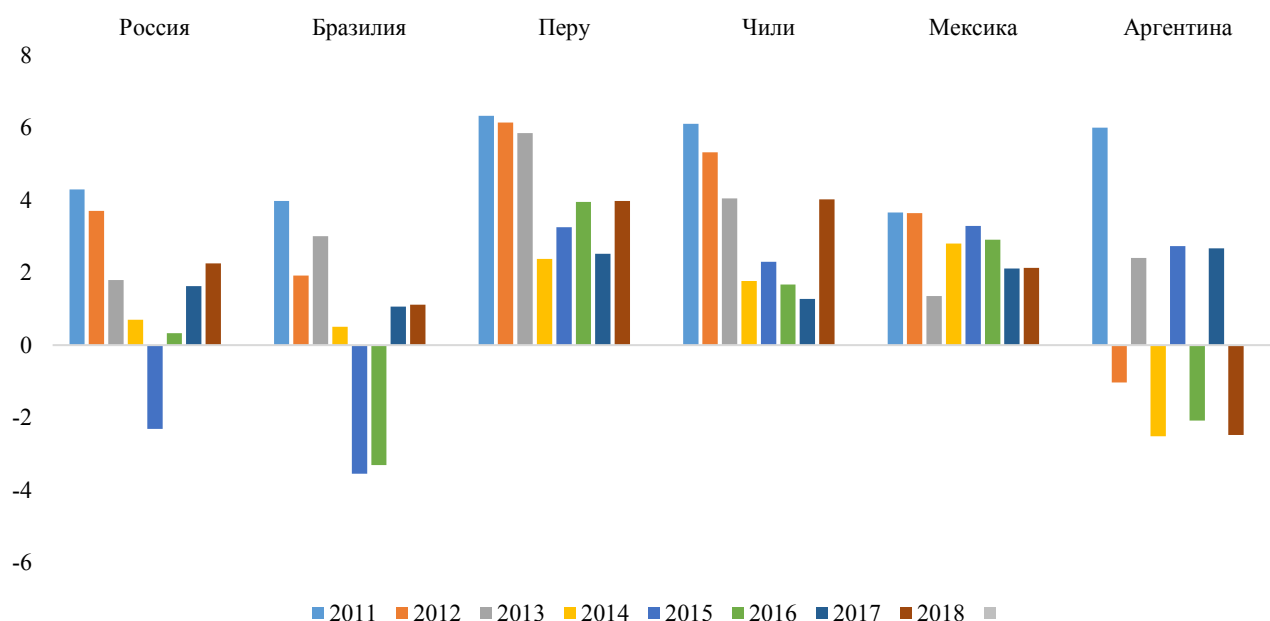
Показатель	Год	Россия	Бразилия	Перу	Чили	Мексика	Аргентина
Экономический рост, в процентах	2019	1,3	1,1	2,2	1,1	-0,1	-2,2
Безработица, в процентах	2019	4,5	12,2	2,9	7,4	3,4	10,0
Государственный долг/ВВП, в процентах	2018	12,9	82,5	22,0	25,6	35,4	86,1
Место в индексе восприятия коррупции Transparency International	2019	137	106	101	26	130	66

Примечание - Темп роста ВВП приведен в национальной валюте, постоянных ценах. Чем ниже позиция страны в рейтинге восприятия коррупции, тем больше уровень коррупции в рассматриваемом государстве.

Источник: [95; 110; 153; 265].

Большая часть анализируемых экономик – сырьевые, состояние их финансовых рынков и макроэкономические показатели существенно зависят от поведения глобальных игроков. В свою очередь, схожие экономические проблемы накладывают серьезные отпечаток на качество жизни внутренних инвесторов, настроения и поведение которых, вследствие реакции на обозначенные проблемы, начинают приобретать схожие черты.

Общей тенденцией, согласно рисунку 9, является то, что в 2011-2019 гг. в рассматриваемых странах произошло замедление темпов экономического роста (Чили, Мексика, Перу) и в отдельные годы смена роста экономики на падение (Аргентина, Бразилия, Россия). В тот же самый период во всех анализируемых странах, кроме Бразилии, Чили и Мексики, произошло снижение безработицы. В Бразилии безработица выросла больше, чем в других рассматриваемых странах - на 5,3%. Государственный долг всех стран сравнительной группы также рос быстрее, чем экономика. Наиболее значительное увеличение отношения государственного долга к ВВП в 2011-2018 гг. произошло в Аргентине – практически на 50 п. п.



Источник: [153].

Рисунок 9 – Динамика экономического роста России, Бразилии, Чили, Аргентины, Мексики и Перу в 2011-2019 гг.

В рейтинге восприятия коррупции в 2019 году Бразилия заняла 106-е место из 180-и [110], но, тем не менее, именно коррупция в государственном секторе стала одной из причин того, что субсидирование экономики не достигло желаемого результата и привело к значительному фискальному дефициту с государственным долгом на уровне 77,2% ВВП [95]. Рост

производительности труда в Бразилии в 2015-2018 гг. был меньше, чем в России (1,5%), и составил 0,3% в год. Уровень безработицы в Бразилии в 2019 году - 12,2% превышал сходный показатель в России – 4,5% [265]. Вышеописанные явления, сопровождаемые серьезным политическим кризисом и снижением долговых рейтингов страны, подорвали доверие иностранных инвесторов, что стало причиной оттока капитала из экономики.

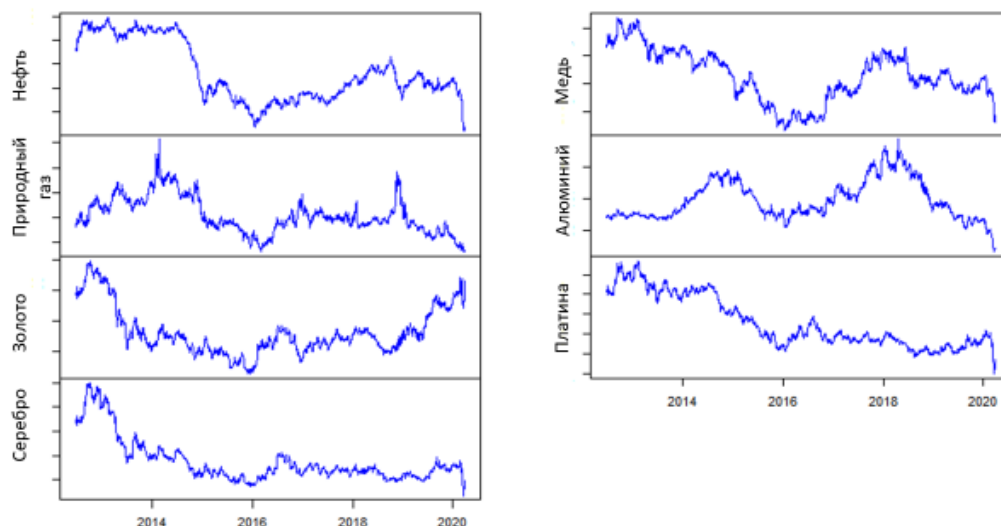
В России кризис усугубила геополитическая ситуация – санкции, и, как следствие, отток иностранного капитала из страны, закрытие доступа к части зарубежных источников финансирования, снижение товарооборота с рядом стран. Также негативно повлияли низкие темпы развития реального сектора экономики, отсутствие положительных тенденций в направлении диверсификации производства, невысокий уровень технологической оснащенности. Высокий уровень немонетарной инфляции (повышение тарифов, коррупционная составляющая) и высокие ставки по кредитам для бизнеса, также не позволяют стране оперативно преодолеть рецессию. По данным Transparency International, в 2019 году Россия находилась на 137-м месте из 180-и по Индексу восприятия коррупции [110].

Как показывает опыт отдельных стран Латинской Америки, либерализация торговли, благоприятные таможенный, налоговый и правовой режимы для иностранных инвесторов, высокая степень прозрачности – определяющие факторы для позитивной динамики финансового рынка и притока иностранных инвестиций несмотря на проблемы в экономике. Однако вышеуказанные меры могут быть успешно внедрены исключительно в условиях стабильно позитивных геополитических отношений с крупнейшими игроками мировой экономики и доверия к партнерам. В условиях санкций Россия по данному пути пойти не может, поэтому необходимо проводить политику, направленную на улучшение конкурентоспособности финансового рынка и его привлекательности и для внутренних институциональных и

частных инвесторов, предоставление налоговых льгот с целью минимизации оттока капитала из страны.

Для определения фундаментальных факторов, влияющих на рынки России и Латинской Америки, был проведен корреляционный анализ рынков акций России, Бразилии, Аргентины, Мексики, Чили, Перу и США, а также цен на нефть, природный газ, благородные и цветные металлы, агропромышленные культуры в период с 22.06.2012 по 27.03.2020.

Указанный временной период был выбран по причине того, что в 2012 году началось долгосрочное падение цен на металлы, что послужило началом кризиса в сырьевых экономиках. С 2014 года также наступил нисходящий тренд для цен на нефть, что наглядно проиллюстрировано на рисунке 10. По состоянию на первый квартал 2020 года положительная динамика цен наблюдалась только по фьючерсу на золото в связи с началом глобального кризиса, вызванного распространением коронавирусной инфекции.



Примечание - Фьючерс на медь на LME, Dow Jones Aluminum Index, фьючерсы на золото, серебро на COMEX, фьючерс на природный газ, платину на NYMEX, фьючерс на нефть Brent на ICE.

Источник: расчеты автора, основанные на данных [191; 277].

Рисунок 10 – Динамика цен на нефть, природный газ, золото, серебро, медь, алюминий, платину в период с 22.06.2012 по 27.03.2020

	Природный													
	Нефть	газ	Золото	Серебро	Платина	Палладий	Медь	Алюминий	Пшеница	Сахар	Хлопок	Кукуруза	Кофе	
Россия	0,76	0,32	0,74	0,65	0,36	0,30	0,72	-0,31	0,56	0,23	0,51	0,54	-0,09	
Бразилия	0,66	0,25	0,78	0,54	0,26	0,42	0,71	-0,15	0,45	0,14	0,37	0,43	0,00	
Перу	0,71	0,26	0,72	0,47	0,18	0,40	0,79	0,02	0,42	0,05	0,51	0,42	-0,08	
Чили	0,62	0,37	0,50	0,39	0,15	0,28	0,77	0,26	0,27	0,05	0,64	0,29	-0,05	
Мексика	0,61	0,60	0,09	0,58	0,84	-0,40	0,63	0,11	0,61	0,44	0,29	0,47	0,57	
Аргентина	-0,45	-0,52	-0,03	-0,58	-0,85	0,73	-0,43	0,19	-0,60	-0,62	-0,15	-0,54	-0,59	
США	-0,49	-0,56	-0,04	-0,57	-0,86	0,71	-0,47	0,14	-0,59	-0,64	-0,18	-0,55	-0,62	
Нефть	1	0,63	0,44	0,62	0,56	0,09	0,89	0,03	0,72	0,24	0,63	0,59	0,17	
Природный газ	0,63	1	0,03	0,50	0,54	-0,10	0,61	0,28	0,28	0,44	0,58	0,28	0,45	
Золото	0,44	0,03	1	0,66	0,30	0,26	0,49	-0,40	0,37	0,24	0,26	0,43	0,00	
Серебро	0,62	0,50	0,66	1	0,79	0,78	0,63	-0,20	0,51	0,67	0,44	0,51	0,46	
Платина	0,56	0,54	0,30	0,79	1	-0,48	0,57	-0,10	0,58	0,67	0,24	0,54	0,66	
Палладий	0,09	-0,10	0,26	0,78	-0,48	1	0,10	0,25	-0,13	-0,56	0,10	-0,22	-0,43	
Медь	0,89	0,61	0,49	0,63	0,57	0,10	1	0,15	-0,31	-0,17	0,20	-0,39	0,24	
Алюминий	0,03	0,28	-0,40	-0,20	-0,10	0,25	0,15	1	-0,31	-0,17	0,20	-0,39	0,24	
Пшеница	0,72	0,28	0,37	0,51	0,58	-0,13	-0,31	-0,31	1	0,21	0,31	0,83	0,19	
Сахар	0,24	0,44	0,24	0,67	0,67	-0,56	0,26	-0,17	0,21	1	0,22	0,29	0,67	
Хлопок	0,63	0,58	0,26	0,44	0,24	0,10	0,61	0,20	0,31	0,22	1	0,22	-0,01	
Кукуруза	0,59	0,28	0,43	0,51	0,54	-0,22	0,52	-0,39	0,83	0,29	0,22	1	0,14	
Кофе	0,17	0,45	0,00	0,46	0,66	-0,43	0,21	0,24	0,19	0,67	-0,01	0,14	1	

Примечания

1 Зеленым цветом обозначены положительные коэффициенты корреляции, красным – отрицательные.

2 Индексы рынков акций, используемые в анализе: RTS, BOVESPA, Merval, IPC Mexico, NASDAQ, IPSA SANTIAGO DE CHILE, S&P/BVL Peru General Index. Для определения цен на сырьё использовались спот-цены и цены фьючерсов на биржах London Metal Exchange, CME Group (NYMEX, COMEX, CBOT), Intercontinental Exchange, а также цены биржевых инвестиционных фондов, реплицирующие динамику цен определенного сырья – фьючерсы на нефть Brent, сахар, кофе, хлопок на ICE, фьючерс на медь на LME, Dow Jones Aluminum Index, фьючерсы на золото, серебро на COMEX, фьючерсы на природный газ, палладий, платину на NYMEX, фьючерсы на сою, пшеницу, кукурузу на CBOT. Анализ проводился для дневных данных по ценам по состоянию на конец торгового дня.

Источник: расчеты автора, основанные на данных [191; 277].

Рисунок 11 – Корреляционный анализ индексов рынков акций России, Латинской Америки и США, цен на сырьё и товары в период с 22.06.2012 по 27.03.2020 (коэффициент Спирмана)

Результаты корреляционного анализа представлены на рисунке 11, из которого следует, что наибольшие положительные коэффициенты корреляции имели место быть между индексами рынков акций и родственными типами сырья. В 2012-2020 гг. рынки акций России, Бразилии и Перу продемонстрировали наивысшую корреляцию с одними и теми же товарами – нефтью, золотом и медью. Рынок акций Чили в наибольшей степени

коррелировал с ценами на медь, нефть и хлопок, рынок акций Мексики – с ценами на платину, медь, нефть и пшеницу. Аргентинский рынок демонстрировал отрицательную или близкую к нулю корреляцию с ценами на все товары, рассмотренные в ходе анализа.

Чили и Перу – мировые лидеры по экспорту медной руды, на эти страны приходится 49,2% мирового экспорта, на долю Бразилии 4,1%, на долю Мексики – 3,9% [107]. На долю Чили также приходится 25% мирового экспорта рафинированной меди, на долю России - 6,1% [237]. Значительную корреляцию развивающихся рынков с золотом можно объяснить ростом спроса на этот товар со стороны центральных банков разных стран с целью наращивания резервов и диверсификации активов [33], также возрос спрос со стороны крупных институциональных инвесторов, многие из которых расположены в Великобритании, на фоне неопределенности из-за Brexit (в 2019 году на поставки в эту страну пришлось 93% российского экспорта) [47]. В 2019 продажи российского золота за рубеж выросли в 8 раз [47], Перу и Мексика входили в ТОП-15 экспортеров золота и ранее [157]. В связи с глобальным кризисом, вызванным распространением коронавируса, в 2020 году продолжение вышеописанной динамики имеет высокую вероятность.

Таким образом, высокая корреляция рынков между собой, а также с ценами на сырьё объяснима тем, что периоды падения и положительной динамики цен начинались одновременно для разных видов сырья, и рынки стран-производителей реагировали синхронно, проявляя чувствительность к товарам, на производстве которых специализируется страна.

Анализ причинности по Грейнджеру

Автором был проведён анализ причинности по Грейнджеру [161] между рынками акций России, США, Бразилии, Мексики, Чили, Аргентины и Перу в период с 01.02. 2008 по 27.03.2020.

Примечание - Индекс RTS, индекс BOVESPA, индекс IPSA SANTIAGO DE CHILE, индекс Merval, индекс IPC Mexico, S&P/BVL Peru General Index, индекс NASDAQ. Анализ проводился для дневных данных по ценам по состоянию на конец торгового дня. Данные были преобразованы путем взятия разницы логарифмов в связи с тем, что для непреобразованных временных рядов не выполнялось условие стационарности.

Временные лаги в данном случае и в последующих тестах причинности по Грейнджеру в диссертации были выбраны на основе информационных критериев AIC [61], BIC [245], FPE [62] и HQ [165]. Вероятность реализации нулевой гипотезы при выполнении Грейнджер-теста в диссертации тестируется на уровне 5%.

Рынки акций США, Бразилии, Мексики, Аргентины, Перу и Чили «определяли» по Грейнджеру российский рынок с временными лагами 1 и 14 дней.

Примечание – Лаг 1 определен согласно информационным критериям HQ и SC, лаг 14 определен согласно информационным критериям AIC и FPE.

Обратное соотношение с лагом 1 день наблюдалось со всеми рынками, кроме рынка США и Чили, с лагом 14 дней – со всеми рассматриваемыми рынками. Рынок Бразилии демонстрировал взаимную «причинность» по Грейнджеру со всеми рынками с лагом 1 и 14 дней, не «определяя» только аргентинский и американский рынки. Рынок Мексики «определял» по Грейнджеру все рассматриваемые рынки с лагом 1 и 14 дней и «определялся» всеми рынками, кроме аргентинского с лагом 1 и 14 дней, и перуанского с лагом 14 дней. Аргентинский рынок «определялся» по Грейнджеру рынками России, Мексики и Чили с лагом 1 и 14 дней, а также рынком Перу с лагом 14 дней, «определяя» при этом все рассматриваемые рынки, кроме мексиканского и американского. Влияние с лагом 14 дней говорит о том, что инвесторы повторно обрабатывают информацию о движении глобальных

рынков и инкорпорируют её в свои решения о вложении средств, что свидетельствует об устойчивой взаимной причинности между переменными.

Рынки Перу и Чили не являются предметом дальнейшего анализа, несмотря на «определение» по Грейнджеру динамики отдельных товарных рынков и индексов акций, в связи с относительно небольшим размером названных экономик, а, следовательно, незначительной степенью влияния на глобальные финансовые и товарные рынки. Влияние экономик малого размера на конъюнктуру мировых рынков возможно в случае значительного шока, но в рассматриваемый период таких явлений в Чили и Перу не происходило.

Нижеследующие выводы, полученные на основе анализа по Грейнджеру, нуждаются в дальнейшей детальной экономической интерпретации и выявлении фундаментальных причин взаимосвязей, что может являться предметом отдельного исследования. Пунктиром на схемах обозначены связи, объяснимые исключительно разницей часовых поясов: все рассматриваемые фьючерсы на товары торгуются на американском и британском рынках.

Рынки Латинской Америки открываются раньше англо-саксонских рынков. До 22 июня 2020 года конец торгового дня на российском рынке незначительно пересекался с началом торгового дня на рынке США, поэтому основные события, произошедшие на американском финансовом рынке, инкорпорировались в динамику российского рынка с лагом 1 день. С середины 2020 года в связи с ростом количества частных инвесторов продолжительность торгового дня была увеличена [34] – как следствие, отношения причинности между динамикой рынков могут в дальнейшем измениться. События, происходящие в течение одного торгового дня/синхронно, не учитываются в анализе причинности по Грейнджеру, выполняемом на дневных данных.

Рисунок 12 иллюстрирует пересечение торговых дней с учетом разницы часовых поясов всех рынков, рассматриваемых в диссертации.

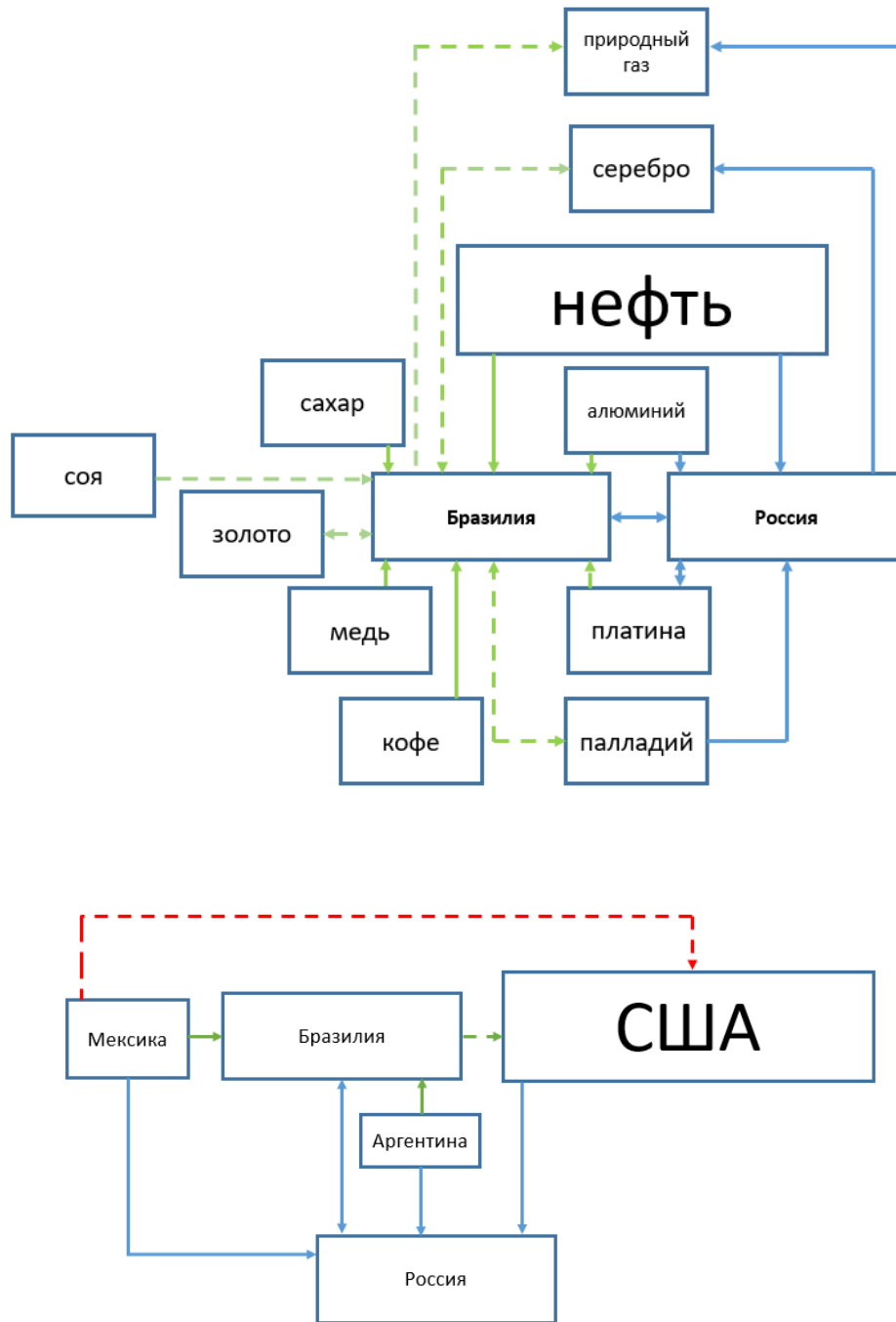
	9:00	10:00	11:00	12:00	13:00	14:00	15:00	16:00	17:00	18:00	19:00	20:00	21:00	22:00	23:00	0:00
Россия	С 22 июня 2020 года															
США NASDAQ	1:00	2:00	3:00	4:00	5:00	6:00	7:00	8:00	9:00	10:00	11:00	12:00	13:00	14:00	15:00	16:00
Перу																
Бразилия	4:00	5:00	6:00	7:00	8:00	9:00	10:00	11:00	12:00	13:00	14:00	15:00	16:00	17:00	18:00	19:00
Мексика	0:00	1:00	2:00	3:00	4:00	5:00	6:00	7:00	8:00	9:00	10:00	11:00	12:00	13:00	14:00	15:00
Аргентина	3:00	4:00	5:00	6:00	7:00	8:00	9:00	10:00	11:00	12:00	13:00	14:00	15:00	16:00	17:00	18:00
Чили																

Источник: [34; 52; 77; 85; 91; 138; 213; 261].

Рисунок 12 – Пересечение торговых дней с учетом разницы часовых поясов на рынках США, России и Латинской Америки

В диссертации был проведён анализ причинности по Грейнджеру между рынками акций России и Бразилии (страны кластера низкой корреляции с рынком США) с рынками США, Аргентины и Мексики, а также ценами на нефть, природный газ, благородные и цветные металлы, агропромышленные культуры в период с 22.06.2012 по 27.03.2020 с временным лагом 1 день (критерии - AIC, HQ, SC, FPE).

Примечание - Индексы рынков акций, используемые в анализе: RTS, BOVESPA. Для определения цен на сырьё использовались спот-цены и цены фьючерсов на биржах London Metal Exchange, CME Group (NYMEX, COMEX, CBOT), Intercontinental Exchange, а также цены биржевых инвестиционных фондов, реплицирующие динамику цен определенного сырья – фьючерсы на нефть Brent, сахар, кофе, хлопок на ICE, фьючерс на медь на LME, Dow Jones Aluminum Index, фьючерсы на золото, серебро на COMEX, фьючерсы на природный газ, палладий, платину на NYMEX, фьючерсы на сою, пшеницу, кукурузу на CBOT. Анализ проводился для дневных данных по ценам по состоянию на конец торгового дня.



Примечание - Рынки акций представлены условно по размеру долларовой рыночной капитализации отечественных компаний, точный масштаб не соблюден, так как рыночная капитализация компаний США больше сопоставимого показателя по Бразилии, России, Мексике и Аргентине в 33, 52, 79 и 662 раз соответственно по состоянию на 2018 год. Пунктиром обозначены полученные в результате анализа отношения причинности, не имеющие фундаментального экономического объяснения по причине малого размера рынка акций или отсутствия существенной доли определенного товара в товарообороте страны.

Источник: расчеты автора, основанные на данных [191; 277].

Рисунок 13 – Результаты анализа причинности по Грейнджеру индексов рынка акций России, США и стран Латинской Америки, цен на сырьё с лагом 1 день в период с 22.06.2012 по 27.03.2020

Из рисунка 13 следует, что российский рынок акций «определяется» большим количеством факторов по сравнению с рынками Бразилии, Аргентины, Мексики и США – иными словами, он «определяется» по Грейнджеру всеми финансовыми рынками, участвующими в анализе. Остальные взаимосвязи индексов, изображенные на рисунке 13, объяснимы тесным взаимодействием экономик латиноамериканских стран, а также схожим поведением инвесторов на рынках России, Бразилии, Аргентины и Мексики (данный вопрос будет рассмотрен более детально во второй части главы).

Цены на нефть, алюминий и палладий «определяют» по Грейнджеру рынок акций России. С ценами на платину российский рынок демонстрирует взаимную причинность по Грейнджеру, «определяя» при этом цены на серебро и природный газ с лагом 1 день. В настоящий момент скорость передачи информации между глобальными рынками очень высока, для реализации активных спекулятивных стратегий нередко используются автоматизированные алгоритмы. Анализ не охватывает причинно-следственные связи внутри одного торгового дня, более детальное изучение взаимосвязей российского рынка акций с динамикой цен на природный газ, золото и серебро как ключевых составляющих российского экспорта на часовых или более высокочастотных данных может стать предметом дальнейших исследований.

Из-за тесной связи с российским рынком рынок Бразилии демонстрирует те же связи с товарными рынками, что и индекс RTS, несмотря на то, что Бразилия не является экспортером вышеупомянутого сырья. Бразильский рынок акций также «определяется» по Грейнджеру ценами на медь, кофе и сахар. В дополнение, существует взаимная причинность между рынком золота и бразильским рынком акций, что объяснимо экономическими связями Бразилии со странами-экспортерами золота в Латинской Америке, в частности с Мексикой. Цены на сою «определяют» по Грейнджеру рынок

акций Бразилии из-за того, что его также «определяет» рынок Аргентины, которая входит в лидеры мирового экспорта сои.

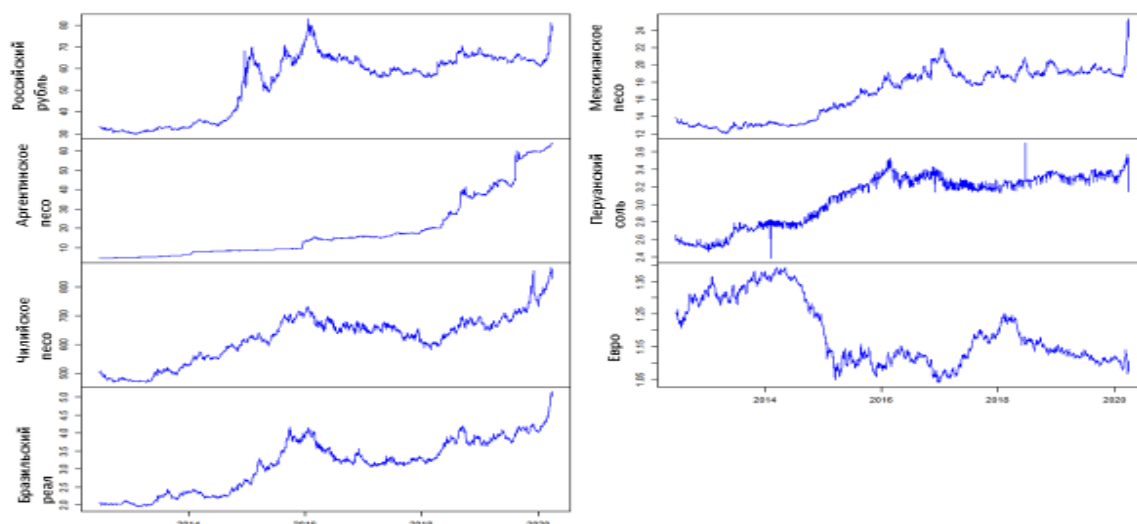
Таким образом, у причинности по Грейнджеру между товарными рынками и рынками акций есть прямые и косвенные объяснения. Рынок акций нередко определяет товарный рынок, если страна является лидирующим производителем сырья, и в индекс входят соответствующие компании, что позволяет инвесторам рассматривать активы в качестве субституттов. Сырьевой рынок может определять рынок акций в случае, если товар составляет существенную долю в товарообороте страны. Связи также могут быть более комплексными и многоступенчатыми – прямая причинность может быть между сырьём и рынком акций страны А, а рынок акций страны А может в дальнейшем определять по Грейнджеру рынок страны Б. Также причинность может объясняться устойчивыми образцами поведения глобальных инвесторов – повторяющейся куплей-продажей одних и тех же активов с определенным временным промежутком.

С макроэкономической точки зрения устойчивость рынка к внешним шокам определяется диверсификацией экспорта страны, как в аспекте контрагентов, так и в товарном аспекте. При этом финансовый рынок не каждой сырьевой экономики определяется значительным количеством факторов.

2.2 Исследование взаимосвязей валютных курсов развивающихся стран с товарными рынками

Корреляционный и графический анализ

На рисунке 14 представлена динамика курсов валют рассмотренных стран к доллару США. Из рисунка следует, что в период с середины 2012 года по 2020 год большинство рассматриваемых валют девальвировалось к доллару США.



Источник: расчеты автора, основанные на данных [277].

Рисунок 14 – Динамика российского рубля, бразильского реала, аргентинского песо, мексиканского песо, чилийского песо, перуанского соля и евро к доллару США в период с 22.06.2012 по 27.03.2020

Девальвация аргентинского песо до смены политического режима происходила небольшими скачками, так как курс регулировался. Одновременно со сменой политического режима курс аргентинского рынка акций совершил резкий положительный скачок, а валютный курс существенно снизился по отношению к доллару США.

Мексиканское песо плавно девальвировалось к доллару США с 2012 года по 2016 год, но с начала 2017 года курс начал укрепляться. Положительная динамика объяснима политикой США в отношении НАФТА после прихода к власти Д. Трампа (пересмотр соглашения) и тем, что выхода США из НАФТА не произошло несмотря на то, что подобные заявления имели место быть. Иными словами, негативные ожидания инвесторов не оправдались. Также валютный курс укрепился за счет поднятия Банком Мексики ключевой ставки [232].

Курс российского рубля к доллару испытал два отрицательных шока в связи с падением цен на нефть – в 2014 и в 2020 годах. В 2014 году негативный вклад в ситуацию внесли высокий корпоративный валютный долг и отток капитала из страны [11]. В 2020 году кризис, вызванный коронавирусом,

привел к резкому глобальному падению спроса на нефтепродукты со стороны транспортной отрасли и производств, ситуация для России также усугубилась развалом соглашения ОПЕК+ [6].

Корреляционный анализ

	Российский рубль	Бразильский реал	Перуанский соль	Чилийское песо	Мексиканское песо	Аргентинское песо	Евро
Российский рубль	1	0,88	0,88	0,88	0,73	0,73	0,68
Бразильский реал	0,88	1	0,91	0,93	0,80	0,88	0,67
Перуанский соль	0,88	0,91	1	0,91	0,84	0,85	0,72
Чилийское песо	0,88	0,93	0,91	1	0,76	0,80	0,78
Мексиканское песо	0,73	0,80	0,84	0,76	1	0,89	0,68
Аргентинское песо	0,73	0,88	0,85	0,80	0,89	1	0,58
Евро	0,68	0,67	0,72	0,78	0,68	0,58	1
Нефть	-0,75	-0,62	-0,69	-0,75	-0,56	-0,49	-0,80
Природный газ	-0,66	-0,71	-0,63	-0,70	-0,49	-0,55	-0,68
Золото	-0,35	-0,22	-0,22	-0,28	-0,14	-0,04	-0,34
Серебро	-0,75	-0,72	-0,66	-0,71	-0,56	-0,60	-0,58
Платина	-0,81	-0,88	-0,84	-0,81	-0,85	-0,88	-0,61
Палладий	0,21	0,43	0,35	0,31	0,50	0,72	0,05
Медь	-0,80	-0,67	-0,74	-0,83	-0,54	-0,49	-0,81
Алюминий	-0,03	-0,10	-0,09	-0,20	0,13	0,11	-0,17
Пшеница	-0,59	-0,53	-0,63	-0,57	-0,69	-0,59	-0,64
Сахар	-0,53	-0,67	-0,47	-0,53	-0,43	-0,65	-0,64
Хлопок	-0,49	-0,39	-0,39	-0,53	-0,21	-0,21	-0,55
Кукуруза	-0,56	-0,51	-0,57	-0,51	-0,60	-0,55	-0,51
Кофе	-0,50	-0,69	-0,54	-0,53	-0,47	-0,63	-0,26

Примечание - Для определения цен на сырьё использовались спот-цены и цены фьючерсов на биржах London Metal Exchange, CME Group (NYMEX, COMEX, CBOT), Intercontinental Exchange, а также цены биржевых инвестиционных фондов, реплицирующие динамику цен определенного сырья – фьючерсы на нефть Brent, сахар, кофе, хлопок на ICE, фьючерс на медь на LME, Dow Jones Aluminum Index, фьючерсы на золото, серебро на COMEX, фьючерсы на природный газ, палладий, платину на NYMEX, фьючерсы на сою, пшеницу, кукурузу на CBOT. Анализ проводился для дневных данных по ценам по состоянию на конец торгового дня. Зеленым цветом обозначены положительные коэффициенты корреляции, красным – отрицательные.

Источник: расчеты автора, основанные на данных [191; 277].

Рисунок 15 – Корреляционный анализ курсов валют России, Бразилии, Аргентины, Мексики, Чили и Перу и товарных рынков в период с 22.06.2012 по 27.03.2020 (коэффициент Спирмана)

Результаты корреляционного анализа рассматриваемых валютных курсов представлены на рисунке 15. Все проанализированные валютные пары продемонстрировали положительную корреляцию друг с другом. Наибольший коэффициент корреляции между курсами чилийского песо и бразильского реала – 0,93. Российский рубль также продемонстрировал наибольшую корреляцию с чилийским песо, бразильским реалом и перуанским солем (0,88), что соотносится с результатами графического анализа.

В период 2012-2020 все валюты, рассматриваемые в анализе, отрицательно коррелировали с ценами на сырьё (исключение – палладий и алюминий для ряда валют) - во время роста цен на сырьё имело место быть укрепление курсов валют развивающихся стран, а при падении цен на товары происходила девальвация валют относительно доллара США. Сырьевая природа экономик отдельных стран частично объясняет данное явление: при росте цен на сырьё увеличивается спрос на валюту стран-производителей товаров. США не являются сырьевой экономикой, поэтому для покупки товаров по возросшим ценам больше долларов обменивается на местную валюту, что приводит к укреплению её курса относительно доллара.

Анализ причинности по Грейнджеру

В диссертации был проведён анализ причинности по Грейнджеру между валютами России, Бразилии, Аргентины, Мексики, Чили, Перу и США, а также ценами на нефть, природный газ, благородные и цветные металлы, агропромышленные культуры в период с 22.06.2012 по 27.03.2020 с временным лагом 1 день (критерии - AIC, HQ, SC, FPE).

Примечание - Анализ причинности по Грейнджеру проводился на тех же данных, что и корреляционный анализ.

Валютный рынок демонстрирует значительно большую волатильность по сравнению с рынком акций – курсы валют постоянно претерпевают мгновенные изменения. Помимо частных инвесторов и инвестиционных

фондов, игроками валютного рынка являются компании, занимающиеся внешней торговлей, банки и другие институты, поэтому результаты анализа по Грейнджеру для валютного рынка будут менее весомы, чем для рынка акций, с точки зрения фундаментальной экономической интерпретации.

Таблица 8 – Результаты анализа причинности по Грейнджеру курсов латиноамериканских валют, российского рубля, евро к доллару США и товарных рынков рассматриваемых стран с лагом 1 день в период с 22.06.2012 по 27.03.2020

Российский рубль	Бразильский реал	Мексиканское песо	Чилийское песо	Перуанский соль
<i>Факторы влияния</i>				
Нефть	Сахар	Чилийское песо	Бразильский реал	Бразильский реал
Платина	Чилийское песо	Бразильский реал	Соя	Платина
<i>Соя</i>	-	Перуанский соль	-	Чилийское песо
Серебро	-	Платина	-	Мексиканское песо
-	-	-	-	Соя
-	-	-	-	Нефть
-	-	-	-	Серебро
-	-	-	-	Пшеница
-	-	-	-	Кукуруза
-	-	-	-	Евро
-	-	-	-	Медь
-	-	-	-	Аргентинское песо
-	-	-	-	Природный газ
<i>Зависимые переменные</i>				
Природный газ	Чилийское песо	-	Бразильский реал	Мексиканское песо
Перуанский соль	Мексиканское песо	-	Мексиканское песо	<i>Евро</i>
Евро	<i>Природный газ</i>	-	<i>Нефть</i>	-
Мексиканское песо	-	-	<i>Природный газ</i>	-

Продолжение таблицы 8

Примечание - Гипотеза тестировалась на однопроцентном доверительном интервале. Курсивом выделены соотношения, не имеющие фундаментальной экономической интерпретации. Тестируются курсы валют к доллару США.

Источник: расчеты автора, основанные на данных [191; 277].

Курс рубля не «определялся» по Грейнджеру курсами латиноамериканских валют с лагом 1 день, при этом «определял» динамику мексиканского песо и перуанского соля. Также рубль «определял» по Грейнджеру цены на природный газ и курс евро – причиной для этого может быть то, что Россия – крупный поставщик топлива в ЕС и другие регионы. Также анализ подтвердил зависимость курса рубля от цен на нефть и металлы (серебро, платину).

Согласно таблице 8, имеет место быть взаимная причинность между чилийским песо и бразильским реалом. Мексиканское песо «определялось» по Грейнджеру чилийским песо, бразильским реалом, ценами на платину и демонстрировало взаимную причинность с перуанским солем. Динамика бразильского реала «определялась» ценами на сахар, чилийского песо – ценами на сою. Перуанский соль «определялся» по Грейнджеру курсами валют всех рассматриваемых в анализе латиноамериканских стран, а также широким спектром товарных рынков.

Таким образом, все рассматриваемые страны имеют «сырьевые» валюты, курсы валют латиноамериканских стран сильно взаимосвязаны друг с другом (исключение – Аргентина). Для того, чтобы судить о степени риска инвестирования в российский рубль, чилийский песо и перуанский соль проделанной работы недостаточно, так как она не охватывает анализ причинности по Грейнджеру с участием азиатских валют и рынков акций, что может являться предметом отдельного исследования.

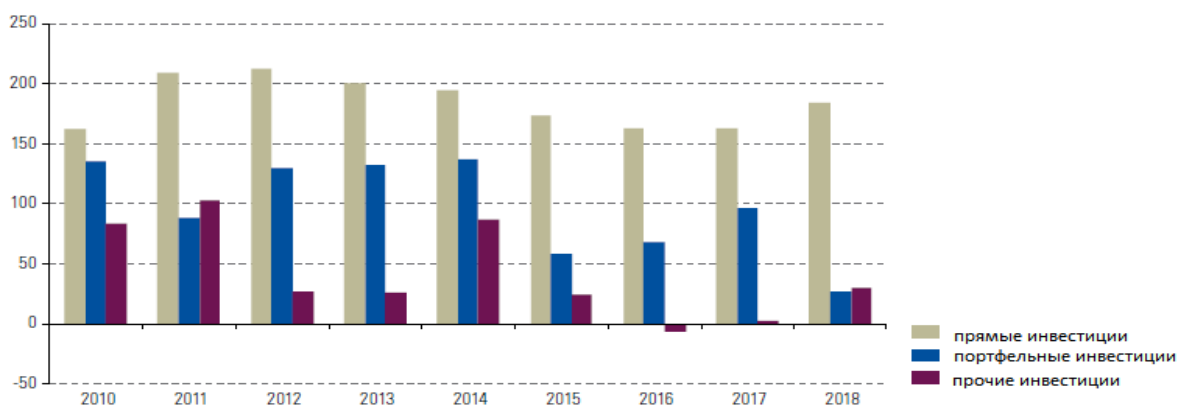
Из проведённого макроэкономического анализа следует, что рынки акций России и Латинской Америки связаны между собой, а также с

глобальным финансовым и товарным рынком. Данная связь может быть обусловлена однородной моделью поведения инвесторов, о чём можно сделать вывод на основе структуры инвестиций, а также высокой доли иностранных инвесторов на развивающихся рынках. Упомянутые аспекты будут рассмотрены более детально далее в главе 2.

Структура источников иностранных инвестиций как индикатор однородности поведения инвесторов

На рисунке 16 приведены основные виды инвестиций в страны Латинской Америки и Карибского региона в 2010-2018 гг.

Прямые иностранные инвестиции в страны Латинской Америки и Карибского региона в 2011-2018 гг. составляли в среднем 188 млрд. долларов, что многократно превышало сумму портфельных и прочих инвестиций, доля которых при этом в 2015-2018 гг. существенно снизилась по сравнению с периодом 2010-2014 гг. [74, с. 26; с.29].



Источник: [74].

Рисунок 16 - Трансграничные потоки капитала в странах Латинской Америки и Карибского региона в 2010-2018 гг., млрд. долларов США

Из таблиц 9-10 следует, что совместное движение рынков акций России и стран Латинской Америки объяснимо тем, что источники портфельных инвестиций в эти рынки практически идентичны. Наиболее существенный объём иностранных портфельных инвестиций во все анализируемые рынки

поступает из Соединенных штатов. Основным источником инвестиций в акции для рассматриваемых стран являются США – их доля в инвестициях нерезидентов по состоянию на середину 2019 года составила более 55%.

По сравнению с остальными рассматриваемыми странами в Бразилию поступило больше всего инвестиций в акции от нерезидентов. Этот показатель на середину 2019 года составил 264 миллиарда долларов США, что превышало сопоставимый показатель для Мексики в 2,6 раз, для России – в 1,9 раз, для Чили, Аргентины и Перу – в 11, 27 и 73,2 раз соответственно [106]. Более детально модели поведения глобальных инвесторов (инвестиционных фондов) на развивающихся рынках и риски, связанные с их отличительными чертами, будут рассмотрены далее в главе 3.

В таблицах 9-10 зеленым цветом отмечены де-факто офшорные территории. В контексте исследования под офшорными территориями подразумеваются зоны пониженного налогообложения, являющиеся местом сосредоточения международных потоков капитала.

Таблица 9 – Источники портфельных иностранных инвестиций в акции России, Бразилии и Мексики по состоянию на июнь 2019 года

8 стран – главных источников портфельных инвестиций в акции	Россия		Бразилия		Мексика	
	Млрд. долл.	%	Млрд. долл.	%	Млрд. долл.	%
США	61,5	44,2	158,8	60,1	64,0	62,0
Люксембург	15,4	11,1	24,0	9,1	7,7	7,5
Великобритания	9,8	7,1	16,9	6,4	6,4	6,2
Ирландия	12,9	9,3	9,9	3,8	3,8	3,7
Канада	2,9	2,1	13,4	5,1	4,8	4,6
Нидерланды	7,0	5,0	7,4	2,8	2,6	2,5
Япония	3,2	2,3	7,2	2,7	1,1	1,1
Франция	2,9	2,1	6,5	2,4	0,9	0,9
Прочие	23,4	16,8	20,3	7,7	11,9	11,5
Всего инвестиции в акции от нерезидентов	139,1	100,0	264,3	100,0	103,2	100,0

Источник:[106].

Таблица 10 – Источники портфельных иностранных инвестиций в акции Чили, Аргентины и Перу по состоянию на июнь 2019 года

8 стран – главных источников портфельных инвестиций в акции	Чили		Аргентина		Перу	
	Млрд. долл.	%	Млрд. долл.	%	Млрд. долл.	%
США	12,1	50,8	5,5	55,8	3,6	56,1
Канада	4,1	17,4	0,1	1,5	0,5	8,4
Великобритания	2,0	8,4	0,3	3,2	0,5	8,4
Люксембург	1,4	5,9	1,0	10,0	0,5	7,3
Ирландия	0,9	3,9	0,4	4,4	0,2	3,2
Нидерланды	0,7	3,0	0,2	1,7	0,0	0,7
Япония	0,6	2,7	0,2	1,9	0,1	0,9
Каймановы острова	0,1	0,5	0,7	7,3	0,0	0,3
Прочие	1,8	7,6	1,4	14,3	0,9	14,7
Всего инвестиции в акции от нерезидентов	23,9	100,0	9,8	100,0	6,4	100,0

Источник: [106].

В таблице 11 представлена динамика структуры иностранных портфельных инвестиций в акции России.

Таблица 11 – Динамика структуры иностранных портфельных инвестиций в российские акции

В процентах				
2008	2009	2014	2016	2019
США (38)	США (38)	США (35)	США (43)	США (44)
Люксембург (15)	Люксембург (18)	Великобритания (12)	Люксембург (12)	Люксембург (11)
Великобритания (10)	Великобритания (8)	Люксембург (9)	Великобритания (5)	Ирландия (9)
Германия (4)	Швеция (4)	Франция (9)	Ирландия (5)	Великобритания (7)
Швеция (4)	Германия (3)	Нидерланды (5)	Нидерланды (4)	Нидерланды (5)
Примечание - Данные в таблице представлены по состоянию на конец года, для 2019 – по состоянию на середину года.				

Источник: [106].

Структура источников иностранных портфельных инвестиций в Россию не претерпевала существенных изменений, в том числе во времена

экономического и политического кризиса в стране. При этом в денежном выражении иностранные портфельные инвестиции в 2008 году были практически в 2,7 раз ниже, чем в 2019 [106]. Таким образом, кризис в стране, являющейся объектом инвестиций не оказывает значительного негативного влияния на спрос со стороны портфельных инвесторов – напротив, спекулятивные инвесторы с высокой склонностью к риску рассматривают кризис как возможность получения высокого дохода. Кризис в стране, являющейся источником инвестиций имеет обратный эффект – располагаемый доход инвесторов падает, что приводит к уменьшению размера вложений в зарубежные рынки. На протяжении всего своего существования российский рынок акций определялся по Грейнджеру динамикой рынка акций США и цен на нефть несмотря на то, что уровень корреляции между данными переменными варьировался [208].

Таблица 12 – Источники прямых иностранных инвестиций в экономику развивающихся стран

Бразилия	Россия	Аргентина	Мексика	Чили
Нидерланды	Нидерланды	Испания	США	Италия
США	Кипр	Панама	Испания	Великобритания
Швейцария	Великобритания	Венесуэла	Канада	Исландия
Люксембург	Гонконг	Бермуды	Германия	Бразилия
Германия	Франция	Чили	Япония	Канада
Франция	Катар	Самоа	Италия	
Испания	Ирландия	Мексика	Аргентина	
Багамы	Германия	Германия		

Примечание - Страны – источники инвестиций представлены в порядке убывания. Данные по России приведены за три квартала 2019 года, Бразилии и Мексике – за 2018 год, Чили – за 2017 год, Аргентина – за 2016 год. Зелёным цветом отмечены оффшорные территории.

Источник: [40; 74].

В таблице 12 представлены источники прямых иностранных инвестиций в развивающиеся рынки.

Лидером по притоку прямых иностранных инвестиций в Латинской Америке в 2014-2018 гг. была Бразилия (7 место в мире в 2018 году), для сравнения Российская Федерация находилась на 20-м месте в мире по объёму иностранных инвестиций в тот же период [130]. Приток прямых иностранных

инвестиций в рассматриваемые страны имел в некоторой мере одно и то же происхождение. Существенные потоки средств из Нидерландов и Франции были направлены в экономики Бразилии и России, из США – в экономики Бразилии и Мексики, также в ряд рассматриваемых стран направлялись инвестиции из Великобритании (в Россию и Чили), Испании (в Бразилию, Аргентину, Мексику) и Германии (в Бразилию, Россию, Аргентину, Мексику). В Бразилии, Мексике и Аргентине основным объектом прямых иностранных инвестиций стала промышленность, в Чили – сфера услуг [74], в России – обрабатывающие производства и добыча полезных ископаемых [40].

Структура источников прямых и портфельных инвестиций в акции России и Латинской Америки частично совпадает. В частности, значительные по объёму, не зависящие от стадии экономического цикла страны-объекта инвестирования, потоки портфельных инвестиций из США определяют динамику развивающихся финансовых рынков. На экономику страны через канал прямых иностранных инвестиций оказываю не только США, но и Нидерланды. Основное финансирование проектов в странах с сырьевой зависимостью поступает непосредственно в сектор, связанный с добычей и обработкой сырья, что делает экономику и, как следствие структуру экспорта, ещё менее диверсифицированной, усугубляя зависимость рынков от внешних шоков.

Характерные черты моделей поведения иностранных и внутренних инвесторов на рынках России, Бразилии, Мексики и Аргентины будут детально исследованы в третьей главе диссертации.

Выводы по второй главе

1) Из рассмотренных рынков наиболее сильное совместное движение демонстрируют российский и бразильский – за последние двенадцать лет коэффициент корреляции составил 0,89.

2) США является крупнейшим портфельным инвестором для России и проанализированных стран Латинской Америки, при этом ярко выраженной

взаимосвязи между долей Соединенных Штатов в портфельных инвестициях и корреляцией региональных финансовых рынков с американским выявлено не было. При этом рынки стран, для которых США занимают первое место по доле в прямых инвестициях, коррелируют с американским финансовым рынком сильнее рынков регионов, основной поток прямых инвестиций в которые идет из Европы. Полученный вывод может быть также объясним тем, что прямые инвестиции в анализируемые регионы в абсолютном выражении превышают портфельные в несколько раз.

3) Россия и проанализированные страны Латинской Америки имеют аналогичные экономические проблемы: сырьевую зависимость, замедление/падение темпов роста ВВП. Для отдельных регионов стагнация сопровождается высоким уровнем безработицы и коррупции, а также значительными показателями государственного долга, что свидетельствует о неблагоприятном инвестиционном климате, высоком финансовом риске, а также повышенной уязвимости рассматриваемых экономик перед глобальным кризисом, вызванным распространением коронавирусной инфекции на фоне падения цен на энергоносители. Обозначенные факторы говорят о том, что с большой вероятностью схожие тенденции в поведении инвесторов на этих рынках в ближайшие 3-5 лет сохранятся.

4) Исследуемые финансовые рынки продемонстрировали ярко выраженное совместное движение с товарными рынками - наиболее сильная положительная корреляция с 2008 года по 2020 год наблюдалась с ценами на нефть и медь. Помимо сырьевого фактора, на причинно-следственные связи в динамике развивающихся финансовых рынков и курсов валют России и стран Латинской Америки с лагом 1 день влияла разница часовых поясов, принятие решений инвесторами о вложении в развивающиеся рынки с учетом конъюнктуры финансовых рынков развитых стран, а также структура международной торговли и восприятие участниками рынков регионов в качестве экспортеров тех или иных товаров.

ГЛАВА 3

ПРИМЕНЕНИЕ ПОВЕДЕНЧЕСКИХ ПОДХОДОВ ДЛЯ ОПРЕДЕЛЕНИЯ НАПРАВЛЕНИЙ РАЗВИТИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ РОССИИ И ЛАТИНСКОЙ АМЕРИКИ

3.1 Модели поведения инвесторов на финансовых рынках России и Латинской Америки

Модели поведения внутренних инвесторов на рынках России и Латинской Америки

Характеристика латиноамериканской и постсоветской моделей поведения внутренних инвесторов в общем виде представлена в первой главе диссертации (С. 53-55). Более детальный анализ общих черт в поведении участников рынка на уровне стран проведен в нижеследующей части исследования с помощью концептуального подхода, предложенного в параграфе 1.1.

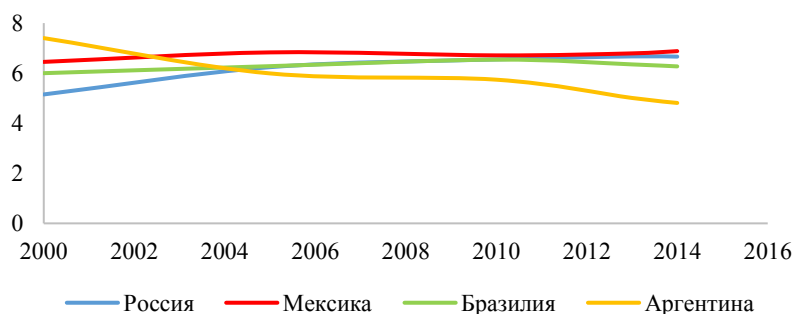
Влияние зрелости экономики и финансового рынка на устойчивые предпочтения инвесторов

Согласно классификации MSCI, Россия, Бразилия, Мексика и Аргентина являются развивающимися рынками [219]. В рейтинге глобальных финансовых центров Z/Yen (на март 2020 года) Москва находилась на 71 месте, Мехико - на 78, Сан-Паулу – на 83, Рио-де-Жанейро – на 89, Санкт-Петербург – на 97, Буэнос-Айрес – на 106. Таким образом, уровень зрелости рассматриваемых рынков сопоставим [258]. Результаты, полученные во второй главе диссертации, подтверждают существенное влияние динамики глобальных финансовых и товарных рынков на динамику рынков с более низким уровнем зрелости, а также привлекательность развивающихся рынков для нерезидентов.

Высокая степень экономической свободы, в значительной степени определяющаяся государственной политикой, положительно влияет на развитие финансового сектора и инвестиционный климат внутри страны. Для сравнения степени экономической свободы в рассматриваемой группе стран используется Индекс экономической свободы в мире, строящийся на основе данных МВФ, Всемирного экономического форума, Всемирного банка.

Примечание - Параметры индекса – размер правительства, правовая система и соблюдение прав собственности, прозрачность денежных потоков, свобода международной торговли, регулирование.

По совокупному индексу на 2014 год Мексика находилась на первом месте среди рассматриваемой группы стран, рейтинг Бразилии и России был немного ниже, рейтинг Аргентины был существенно ниже. На рисунке 17 представлена динамика Индекса экономической свободы для рассматриваемой группы стран в 2000-2017 гг.



Источник: [162; 163].

Рисунок 17 – Динамика Индекса экономической свободы для России и стран Латинской Америки в 2000-2017 гг.

В 2000-2017 гг. индекс экономической свободы в Мексике находился на стабильном уровне. В Бразилии значения индекса экономической свободы плавно росли в 2000-2010 гг., далее последовало незначительное снижение, которое длилось до 2015 года, к 2017 году показатели вернулись на уровень до падения.

В Аргентине произошло существенное снижение индекса экономической свободы в рассматриваемый период в связи с политикой протекционизма, отказом участвовать в соглашениях о свободной торговле, увеличением контроля движения капитала. Дополнительной причиной для снижения индекса послужило увеличение расходов правительства относительно расходов домохозяйств и бизнеса – ситуация, при которой политический выбор превалирует над личным выбором. Также в стране выросли налоговые ставки и инфляция. В дополнение к вышеназванному, с точки зрения независимости, беспристрастности и целостности правовой системы, военного невмешательства в правовую и политические сферы показатели снизились [162].

В России, напротив, наблюдался стабильный рост значений индекса. В конце 2015 года в Аргентине политический курс изменился в либеральном направлении, в России же продолжает действовать режим экономических и политических санкций, роль государственного сектора в экономике растет. В связи с этим, в последующие периоды вероятно сближение значений индекса экономической свободы этих государств.

Недостаточное развитие финансового сектора и ограниченность экономической свободы приводят к ситуации, когда выбор финансовых инструментов на внутреннем рынке не является широким, и устойчивые предпочтения внутренних инвесторов формируются в условиях значительного числа институциональных барьеров.

Влияние структуры финансового сектора на устойчивые предпочтения инвесторов

Примеры региональных моделей поведения инвесторов, приведенные в параграфе 1.3 показали, что исторически сложившаяся структура финансового сектора оказывает значительное влияние на аппетит участников рынка к риску и доходности, обуславливая выбор тех или иных финансовых инструментов.

Отношение банковских активов и рыночной капитализации к ВВП свидетельствует о значимости роли финансового сектора в экономике страны. Оба показателя также обусловлены моделью экономики в регионе, сформированной под влиянием поведения инвесторов. При этом по данным показателям возможно сравнивать только рынки с сопоставимым уровнем зрелости. Как правило, доля банковских активов к ВВП зрелого рынка с рыночной моделью экономики существенно выше идентичного показателя для формирующегося рынка с банковской моделью экономики, что было наглядно проиллюстрировано в первой главе диссертации.

Таблица 13 – Основные показатели финансового сектора России и стран Латинской Америки

Страна	В процентах			
	Банковские активы/ ВВП, среднегодовые показатели 2011-2016	Рыночная капитализация отечественных компаний/ВВП, среднегодовые показатели 2009-2018	Займы нефинансовых организаций/ ВВП, среднеквартальные показатели 2000-2019	Банковские депозиты/ВВП, среднегодовые показатели 1993-2016
Россия	86	40	38	24
Бразилия	93	49	38	44
Мексика	41	37	18	24
Аргентина	25	11	21	19

Источник: [72; 73; 113; 147; 218].

Из таблицы 13 следует, что относительно анализируемой группы стран финансовый сектор Бразилии развит в наибольшей степени, Аргентины – в наименьшей. Доля банковских депозитов в Бразилии также самая высокая, в Аргентине – самая низкая. В 1993 -2016 гг. отношение банковских депозитов к ВВП увеличилось больше всего в России – в 5 раз [73].

Отношение займов нефинансовых организаций к ВВП иллюстрирует доступность долгового финансирования для бизнеса в стране, а также наличие в ней государственных институтов, созданных для поддержки социальных и

инфраструктурных проектов. По этому показателю Россия и Бразилия лидируют в то время, как Мексика демонстрирует низшее значение [113]. В России и Аргентине - банковская модель экономики, в Бразилии и Мексике – рыночная [123].

75% активов финансового сектора Аргентины составляют банки, 20% - государственный социальный фонд и только 5% - все остальные институты. По данным МВФ, аргентинские банки устойчивы с точки зрения ликвидности. Основную долю активов банков составляют государственные облигации и инструменты денежного рынка (41%), что создаёт существенный суверенный риск для сектора. 26% активов банков имеют зарубежное происхождение [188].

Согласно исследованиям МВФ, экономика Мексики устойчива к внешним шокам, и основными рисками для неё могут быть замедление роста США и падение цен на нефть. В Мексике по состоянию на 2019 год доля активов небанковских институтов в активах всего финансового сектора составляла 42,01%, что превышало сопоставимый показатель для США – 35,3% [147]. При этом более половины активов финансового сектора приходилось на коммерческие банки. Активы и депозиты коммерческих банков сильно сконцентрированы – на семь крупнейших игроков приходится 80% активов. Пять из семи игроков – иностранные филиалы глобальных финансовых групп. После реформ 2014 года деятельность банков развития в стране стала более интенсивной. В последние годы небанковский финансовый сектор рос быстрее банковского. Роль небольших организаций, занимающихся микрофинансированием в сельской местности, имеет существенное значение для экономики страны [187].

В Бразилии доля небанковских институтов в активах финансового сектора – около 40%. По данным МВФ, в 2002-2012 гг. активы финансового сектора страны увеличились вдвое, рынки акций и производных финансовых

инструментов развивались, произошёл приток иностранных инвесторов в страну [185].

По аналогии с Россией 82% активов латиноамериканских инвесторов всех возрастов - недвижимость, 10% - акции [156]. При этом доля средств инвесторов Латинской Америки возраста 40-75 лет, вложенных в недвижимость, составляет только 26%, также 28% среднестатистического портфеля - валюта и денежные эквиваленты, 23% - паевые инвестиционные фонды. Около 65% инвесторов старшего возраста вкладывает средства в зарубежные активы – наиболее популярные направления инвестирования – США, Япония и Китай. Частный банкинг в Латинской Америке сконцентрирован в Бразилии (42%) и Мексике (25%) [156].

В России на долю банковской системы приходится около 95% активов финансового сектора [40]. Ведущую роль играют банки с государственным участием. При этом отдельные банки имеют низкую прибыльность, растущие убытки из-за невозвратных долгов, а также сильную потребность в капитале и качественных активах. Бизнес-модель большинства российских банков – традиционное кредитное посредничество – 70% активов банков – кредиты. Финансирование осуществляется преимущественно за счёт депозитов нефинансовых корпораций и частных лиц, доля финансирования на рынке капитала минимальна. Распределение финансовых институтов между городской и сельской местностью крайне неравномерно [186].

Чем менее диверсифицирован финансовый сектор, тем более вероятны потери для большинства населения в случае кризиса банковской отрасли. Более того, переключение с банковских депозитов на другие виды вложений крайне сложно для инвесторов из-за сформировавшихся устойчивых предпочтений, в том числе низкого риск-аппетита. Именно по этой причине в случае потери доверия к российскому банковскому сектору инвесторы старшего поколения с большой вероятностью будут обналичивать денежные средства и хранить их за пределами банков, что приведёт к росту количества

преступлений, связанных с хищениями, по аналогии с Аргентиной [240], пережившей значительные по масштабу банковские кризисы в 1995 и 2001 годах. Сценарий с увеличением покупок недвижимости и других активов, с целью минимизации валютного риска и риска кражи, менее вероятен в связи с привычно высокой нормой сбережений – сформированным стереотипом поведения, который непросто будет преодолеть широким массам.

Наименее вероятным сценарием является переключение инвесторов на вложение средств в активы, обращающиеся на финансовых рынках. Число внутренних инвесторов на российском рынке акций незначительно: отношение вложений частных лиц в ценные бумаги к сумме банковских депозитов в 2019 году составляло 10%. При этом количество розничных инвесторов выросло с 1,3 миллионов до 3,9 миллионов в 2017-2019 гг. Факторами, способствующими положительной динамике, были относительно невысокие проценты по банковским вкладам, предоставление налогового вычета владельцам индивидуальных инвестиционных счетов, отсутствие налогообложения дохода по облигациям федерального займа, создание крупными банками удобных для частных инвесторов мобильных приложений, позволяющих гибко управлять инвестиционным портфелем в соответствии со своим профилем риска. Более 60% владельцев индивидуальных инвестиционных счетов были в возрасте 25-45 лет, государственные облигации и денежные средства составляли максимальную долю в структуре активов по этим счетам – 30% [194].

Таким образом, к решению проблемы отсутствия диверсификации финансового сектора можно подойти путем популяризации простых для понимания инвестиционных продуктов, обращающихся на финансовых рынках, предоставления налоговых льгот, а также развития мобильных технологий. Целевой аудиторией этой стратегии должны быть люди молодого и среднего возраста в связи с тем, что устойчивые предпочтения инвесторов старшего поколения изменить крайне затруднительно.

В настоящий момент большинство инициатив в этом направлении реализуется крупными банками при участии государства в налоговом аспекте, при этом проектов, направленных на повышение финансовой грамотности широких слоев населения, недостаточно, так как для выхода доли частных инвесторов на стабильно высокие значения необходимо давать базовые знания об инвестициях и налогообложении в старших классах школы, стимулировать к открытию счетов студентов университетов на небольшие суммы в образовательных целях, создавать больше бесплатных ресурсов для обучения инвестициям с информационным обеспечением на федеральном уровне. Предложенные меры имеют долгосрочный характер, но их реализация позволит сформировать у большинства граждан страны представление о том, что для успешного инвестирования высокий располагаемый доход и профильное образование необязательны, и благодаря институциональной поддержке стать участником финансового рынка может каждый.

Как было замечено ранее, доминирование иностранных игроков наиболее вероятно на финансовых рынках с недостаточным уровнем зрелости и низкой долей присутствия внутренних инвесторов, как следствие этого. В частности, это происходит на рынке Бразилии – крупнейшем рынке Латинской Америки, значительно коррелирующем с российским рынком [27, с. 103]. На бразильском рынке в сегменте акций (BOVESPA) в 2005-2017 гг. доля иностранных инвесторов в среднем составила 41%, в сегменте производных финансовых инструментов (BM&F) – 25%. При этом доля иностранных инвесторов на обоих рынках росла, увеличившись в рассматриваемый период в 1,5 и 3 раза на рынке капитала и рынке производных финансовых инструментов соответственно [192].

На российском рынке присутствие иностранных инвесторов также высоко. В 2013-2017 гг. доля иностранных инвесторов на рынке акций составляла около 44%, на рынке производных финансовых инструментов – 43% [193]. По состоянию на апрель 2020 года доля иностранных инвесторов

на рынке акций составила 47%, на рынке производных финансовых инструментов – 52%. За счёт многолетней экспертизы в области инвестиций нередко крупные иностранные игроки являются маркет-мейкерами на рынках развивающихся стран. В 1 квартале 2020 года объем инвестиций международных фондов в российские акции составил 79,8 миллиардов долларов США, более половины из которых пришлось на американские фонды, 20% - на фонды Великобритании, 26% - на фонды остальной Европы [194].

Во второй главе диссертации было продемонстрировано, что, в дополнение к доминированию нерезидентов, возможным объяснением тесной связи финансовых рынков России и Бразилии может быть близость стран по экономическим показателям, а также серьёзная зависимость от сырьевого сектора и схожие социальные проблемы [48].

Ценностно-идеологические факторы, определяющие устойчивые предпочтения инвесторов

Согласно World Values Survey, в России ценности находятся на стыке секулярно-рациональных и традиционных, при этом более приближены к секулярно-рациональным. В Аргентине ситуация подобна, но при этом ценности ближе к традиционным. В Бразилии ценности умеренно традиционны, в Мексике – сильно традиционны.

Примечание - Характеристика World Values Survey дана на С. 25-26 диссертации, а также в приложении А.

Также в России в отличии от Латинской Америки сильно выражены ценности выживания. Аргентина и Бразилия на диаграмме Инглхарта-Вельцеля находятся на стыке ценностей выживания и самовыражения с незначительным перевесом в сторону ценностей самовыражения. В Мексике ценности самовыражения проявляются наиболее отчетливо [276].

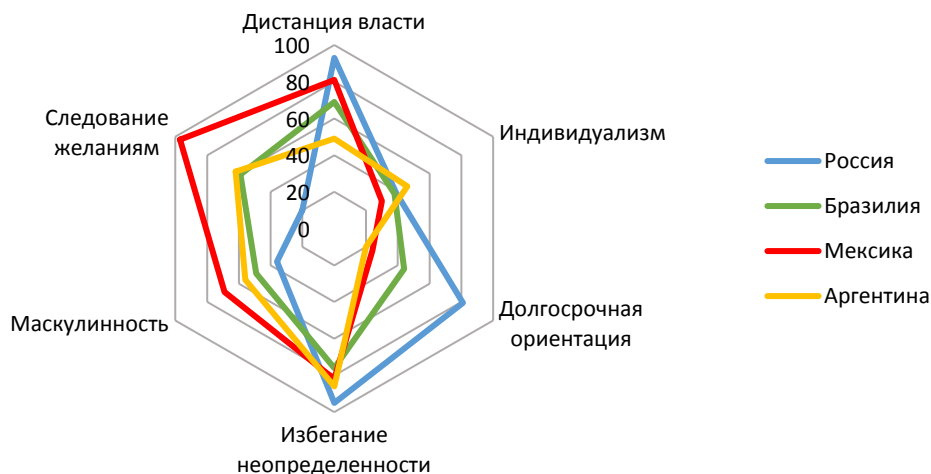
В таблице 14 представлены результаты сравнительного анализа моделей коллективного поведения в России и Латинской Америке.

Таблица 14 – Сравнительный анализ моделей коллективного поведения в России и Латинской Америке

Утверждение	В процентах					
	Россия	Бразилия	Мексика	Аргентина	Чили	США
Я считаю себя автономным индивидом – в самой высокой степени	8,0	3,0	28,8	25,8	27,1	19,0
Какие качества особенно важны, чтобы воспитать их у детей в семье (выбрать не более 5)						
независимость	37,8	37,6	38,5	44,1	49,2	53,6
послушание	34,8	51,5	54,6	35,3	45,8	27,9
Большинству людей можно доверять	27,8	7,1	12,4	19,2	12,4	34,8
Доходы должны быть в наибольшей степени равными	34,4	25,9	24,4	13,6	30,5	9,2
Государственную собственность в бизнесе и промышленности нужно увеличить	23,0	18,2	21,2	7,9	13,2	2,3
Правительство должно нести больше ответственности за то, чтобы все граждане были обеспечены	41,9	39,0	32,1	8,3	20,5	8,5
Тяжелая работа не приносит успех – это дело удачи и связей	8,1	13,9	7,2	3,5	5,0	3,6

Источник: [31; 276].

На рисунке 18 представлены результаты исследования социокультурных характеристик России и стран Латинской Америки на основе методики Г. Хофстеде, более подробное описание которой дано на С. 24 диссертации. Инструментарий анализа Инглхарта-Вельцеля и Г. Хофстеде применялся А.А. Аузаном в ходе исследования модернизации российской экономики [2].



Источник: [172].

Рисунок 18 – Результаты исследования социокультурных характеристик России и стран Латинской Америки

Дистанция власти

В России сильно выражено социальное неравенство (высокое значение индекса дистанции власти), роль социального статуса значительна [172; 173; 174; 175]. В Бразилии ситуация похожа – люди относятся с большим уважением к старшему поколению, в компаниях, как правило, один руководитель, который принимает на себя всю ответственность за результат. Иерархичность присуща и мексиканскому обществу – сотрудники в организациях предпочитают четко сформулированные задачи. С точки зрения предпочтений инвесторов, эта черта общества может проявляться в отсутствии склонности к вложению средств в сложные для понимания финансовые инструменты, а также к использованию сложных стратегий инвестирования. Авторитет лидера в рабочем или семейном кругу может привести к копированию его моделей поведения, в том числе в сфере инвестиций.

В Аргентине индекс дистанции власти ниже относительно рассматриваемых стран – ситуация объяснима большими миграционными волнами из Европы в 20 веке, в настоящий момент 30% населения Буэнос-Айреса родились за пределами страны. При этом дорогостоящие вещи крайне важны для демонстрации статуса в обществе. С большой вероятностью

ситуация приводит к тому, что инвесторы при выборе актива руководствуются не только соотношением риска-доходности и иными объективными факторами, но и тем, в какой степени его приобретение будет престижным с точки зрения людей их круга. В роли таких активов может выступать элитная недвижимость, антиквариат, драгоценности и иные предметы роскоши.

Проблема социального неравенства в рассматриваемых странах подтверждается официальной статистикой. В 2007-2017 гг. доля среднего класса в Латинской Америке возросла с 21% до 35%. Серьезный экономический потенциал региона заключается в том, что население возраста 15-29 лет составляет приблизительно четверть популяции региона (163 миллиона граждан), при этом 64% этих граждан живут в бедности, следовательно, имеют малое количество сбережений, редко открывают банковские депозиты, работают нелегально, их возможности социальной мобильности ограничены [207].

По данным на 2017 год, 56% взрослого населения региона входило в низший класс по уровню дохода. В 2019 году 30% населения Латинской Америки находилось за чертой бедности, 11% пребывало в состоянии крайней бедности. Рост негативных показателей в регионе происходил в основном из-за экономических проблем в Бразилии и Венесуэле [131]. На основе приведенной статистики можно сделать вывод, что потенциальными инвесторами могут быть менее 30% молодого населения и населения среднего возраста и менее 40% населения возраста выше среднего с поправкой на то, что низший сегмент среднего класса не располагает свободными денежными средствами.

В России доля среднего класса при комплексном подходе к оценке не только по критериям дохода, но и по возможности приобретать товары длительного пользования, субъективному восприятию собственного положения колеблется в диапазоне от 19% до 38% (данные за 2018 год) [1],

доля населения с доходами ниже прожиточного минимума в 2017-2019 гг. составляла более 12% [54].

В 2014 году, средняя стоимость активов лиц с высоким уровнем благосостояния в Латинской Америке составила 13,5 миллионов долларов США, что превышало сопоставимый показатель для Европы и Северной Америки практически в 4 раза, при этом только 4% частных лиц с высоким уровнем благосостояния проживало в латиноамериканском регионе [189]. Наиболее состоятельные люди Латинской Америки построили свой бизнес в секторе телекоммуникаций, алкогольной промышленности, банковских услуг. Также граждане Латинской Америки с наивысшим уровнем достатка владеют добывающими компаниями, но в этой сфере бизнес, как правило, переходил к ним по наследству [239].

По данным Legg Mason, по состоянию на 2016 год Россия, Бразилия и Мексика входили в топ-5 наиболее рискованных финансовых рынков для инвестирования [262]. Отчасти это можно объяснить вышеописанной ситуацией. Высокая степень неравенства между большей половиной населения и правящей элитой создает серьезную степень социального недовольства, влекущего политические риски для инвесторов.

Индивидуализм

Из международного опроса Г. Хофстеде [172; 173; 174; 175] следует, что в России, Бразилии и Мексике преобладает коллективизм, личные связи важны во всех жизненных сферах. Преданность своей семье в коллективистских обществах нередко важнее всех существующих правил, тёплые отношения поддерживаются не только с родителями, но и более дальними родственниками. Команда в рабочем коллективе нередко выстраивается, основываясь на личных отношениях. В Аргентине коллективизм наименее выражен относительно других стран Латинской Америки, и это проявляется в чётком разграничении личных и деловых

отношений. При этом на основе данных World Values Survey, приведенных в таблице 14, можно заключить, что степень индивидуализма в России и Бразилии значительно ниже, чем в других странах Латинской Америки.

«Маскулинность»

В России уровень «маскулинности» низок, наличие больших амбиций не считается положительным качеством, на своих личных достижениях не принято делать акцент. В Бразилии в обществе нет четкой приверженности к «маскулинности» или «феминности». В Аргентине и Мексике, напротив, «маскулинность» преобладает – равенство и конкурентоспособность в рабочем коллективе поощряются.

Избегание неопределенности

Толерантность к риску и неопределенности в России и странах Латинской Америки низка. В таких обществах очень сильна бюрократия, законы и правила необходимы обществу, несмотря на то, что работают они не всегда эффективно (имеют место быть коррупция и теневая экономика). В странах с низкой толерантностью к неопределенности распространен консерватизм – нежелание принимать инновации и новые взгляды.

В аспекте инвестиций данная характеристика общества приводит к тому, что к вложениям средств в инновационные финансовые инструменты и проекты с высоким риском готов минимальный процент инвесторов, при этом большинство вкладывает средства в активы с минимальным риском и доходностью, суть которых доступна для понимания широким массам. В странах с высокой толерантностью к риску, напротив, инвесторы даже при отсутствии глубинного понимания сути финансовых инструментов и управления активами, часто используют услуги портфельных управляющих, реализующих для них комплексные стратегии, в том числе сопряженные с высоким риском потерь.

Толерантность общества к риску можно также оценить на основе созданных компаний с ограниченной ответственностью на тысячу человек трудоспособного возраста. По среднему показателю за период 2010-2018 гг. Россия опережала латиноамериканские страны – на тысячу человек трудоспособного возраста создавались 3,6 компании против 1,8 компаний в Бразилии и менее одной компании в Аргентине и Мексике [125].

Долгосрочная ориентация

В аспекте долгосрочной ориентации общества по Г. Хофстеде жители России способны быстро адаптироваться к меняющимся реалиям, проявляют относительно сильную склонность к сбережению средств (валовые сбережения составили 26% и 30% ВВП в 2010 и 2018 годах соответственно [271]), что соотносится с банковской моделью экономики. В мексиканской и аргентинской культурах ситуация обратна - мышление людей нормативно, они глубоко уважают традиции. Бразилия по описанным параметрам находится на стыке двух полюсов. По состоянию на 2018 год норма сбережений в Бразилии и Аргентине была низкой (14% и 15% ВВП соответственно). По сравнению с 2010 годом для Аргентины этот показатель снизился на 2%, для Бразилии – на 4%, что говорит, как о падении доходов населения, так и о потере доверия клиентов банками. Валовые сбережения в Мексике в 2018 году составили 24% ВВП, оставаясь на стабильном уровне относительно 2010 года [271].

Следование желаниям

Большинству людей в России присущи пессимизм и цинизм, общественные нормы поведения играют серьёзную роль. В Латинской Америке ситуация противоположна – общество более оптимистично, признается важность свободного времени и желания распоряжаться денежными средствами по своему усмотрению.

Таким образом, по шестимерной культурной модели Г. Хофстеде Россия приближена к Бразилии и Мексике по трём из шести параметров – индекс

дистанции власти, коллективизм и низкая толерантность к неопределенности, к Аргентине – по двум из шести параметров – коллективизм и низкая толерантность к неопределенности.

Социально-политические факторы, определяющие устойчивые предпочтения инвесторов

Низкий уровень социальной мобильности, как правило, присущ регионам с невысоким уровнем зрелости экономики, финансовых рынков, институтов.

Социальную мобильность в обществе можно измерить с помощью коэффициента Джини, демонстрирующего степень отклонения распределения доходов населения от равного – чем выше коэффициент, тем сильнее неравенство доходов. Падение значений коэффициента, как правило, объясняется переходом население из низшего слоя в средний класс.

В 1996-2018 гг. степень социального неравенства в Бразилии, Аргентине и Мексике снизилась с 59,9 до 53,9, с 49,5 до 41,4 и с 54,8 до 45,4 соответственно. В России значение коэффициента Джини в 1996-2001 гг. плавно снижалось с 46,1 до 36,9, но в последующие годы тренд стал противоположным (в 2007 году показатель достиг пика – 42,3), в 2018 году коэффициент Джини составил 37,5.

Иными словами, на протяжении анализируемого периода социальное неравенство в России было ниже по сравнению с латиноамериканскими странами, в Бразилии, напротив, коэффициент Джини был самым высоким [155]. В анализируемой группе стран индекс Джини существенно выше значений по развитым европейским экономикам, что говорит об ограниченных возможностях социальной мобильности и, как следствие, отсутствии долгосрочных стимулов для инвестирования в активы с высоким уровнем риска.

Качество жизни, человеческий капитал как факторы, определяющие устойчивые предпочтения инвесторов

Согласно данным индекса человеческого развития за 2018 год, Аргентина является лидером по качеству жизни среди рассматриваемой группы стран (48-е место в мире), далее следуют Россия (49-е место), Мексика (76-е место) и Бразилия (79-е место). При этом ожидаемая продолжительность в жизни в Аргентине самая высокая – 76,5 лет, в России самая низкая – 72,4 лет [182]. Такая статистика может быть связана с образом жизни общества и явлениями, которые привели к этому. Потребление алкоголя на душу населения [236] в России и количество суицидов на 100 тысяч человек [253] существенно выше, чем в странах Латинской Америки. С точки зрения инвестиций в странах с низкой продолжительностью жизни вероятность долгосрочных вложений ниже.

По ожидаемой продолжительности обучения Бразилия и Россия находятся приблизительно на одном уровне – 15,4-15,5 лет в то время, как в Мексике этот показатель составляет 14,3 лет, в Аргентине – 17,6 лет. По средней фактической продолжительности обучения населения от 25 лет и старше (12 лет) Россия опережает страны Латинской Америки на 1,4 - 4,2 года. Также по доходу на душу населения Россия находится на первом месте в рассматриваемой группе стран – данный показатель для России в 1,8 раз выше сопоставимого значения для Бразилии. При этом ВВП на душу населения в России меньше, чем в Норвегии (стране-лидере по индексу человеческого развития) в 2,7 раз [182].

На настроение в обществе очень часто влияют не только объективные факторы, но и субъективное восприятие обществом различных социальных явлений. По индексу счастья [166] в 2017-2019 гг., основанному на следующих параметрах – ВВП на душу населения, ощущении респондентами поддержки общества, ожидаемой продолжительности здоровой жизни, свободе жизненного выбора, участии в благотворительности, а также восприятию

коррупции, Россия уступает латиноамериканским странам, находясь на 73-м месте из 153-х стран. Мексика, Бразилия и Аргентина находятся на 24-м, 32-м и 55-м и местах соответственно. Динамика индекса счастья подобно календарным аномалиям, связанным с праздниками и трагическими событиями, могла бы оказывать влияние на настроения на финансовом рынке в случаях, когда доля частных внутренних инвесторов существенна.

Примечание – Индекс счастья основан на экономических показателях, а также на данных международных социологических исследований – например, Gallup World Poll, European Social Survey, World Values Survey.

В диссертации продемонстрировано, что уровень зрелости экономики и финансового сектора страны тесно связаны с показателями, характеризующими уровень развития человеческого капитала в регионе. Высокий уровень образованности общества повышает вероятность проведения эффективной экономической политики, что способствует увеличению продолжительности жизни и инвестиционных горизонтов, повышению благосостояния граждан и росту числа инвесторов, а также развитию финансового сектора и уменьшению институциональных барьеров для участников рынков.

Модели поведения иностранных (глобальных) инвесторов на рынках России и Латинской Америки

Факторный анализ поведения инвесторов на мировых финансовых и товарных рынках

Для описания портрета глобального инвестора на развивающихся финансовых и товарных рынках был проведён факторный анализ по методу главных компонент рынков акций России, Бразилии, Аргентины, Мексики, Чили, Перу и США, а также цен на нефть, природный газ, благородные и цветные металлы, агропромышленные культуры в период с 22.06.2012 по 27.03.2020.

Примечание - Индексы рынков акций, используемые в анализе: RTS, BOVESPA, Merval, IPC Mexico, NASDAQ, IPSA SANTIAGO DE CHILE, S&P/BVL Peru General Index. Для определения цен на сырьё использовались спот-цены и цены фьючерсов на биржах London Metal Exchange, CME Group (NYMEX, COMEX, CBOT), Intercontinental Exchange, а также цены биржевых инвестиционных фондов, реплицирующие динамику цен определенного сырья – фьючерсы на нефть Brent, сахар, кофе, хлопок на ICE, фьючерс на медь на LME, Dow Jones Aluminum Index, фьючерсы на золото, серебро на COMEX, фьючерсы на природный газ, палладий, платину на NYMEX, фьючерсы на сою, пшеницу, кукурузу на CBOT. Анализ проводился для дневных данных по ценам по состоянию на конец торгового дня.

В результате анализа были получены следующие факторы:

RC1 – индексы акций, нефть, медь, алюминий – объясняет 36% дисперсии;

RC2 – благородные металлы (золото, серебро, платина, палладий) – объясняет 25% дисперсии;

RC3 – агропромышленные культуры США и Европы – объясняют 18% дисперсии;

RC4 – агропромышленные культуры Латинской Америки - объясняют 12% дисперсии;

RC5 – природный газ – объясняет 10% дисперсии.

Как было продемонстрировано во второй главе диссертации, совместное движение рынков обусловлено тем, что на них действуют одни и те же группы инвесторов. Рынки, которые формируют RC1, можно рассматривать как сферу интересов глобальных спекулятивных инвесторов. Нефть попадает в один фактор с рынками акций, так как динамика её цен наряду с курсом доллара США – драйверы финансовых рынков сырьевых экономик [54]. Нефть и алюминий определяют по Грейнджеру с лагом 1 день российский финансовый рынок, демонстрирующий положительную корреляцию с большинством рассматриваемых развивающихся рынков, медь определяет по Грейнджеру с

лагом 1 день рынок акций Бразилии. Также полученные результаты говорят о том, что в понимании глобальных инвесторов нефть – в большей степени спекулятивный актив/индикатор прогнозирования рынка акций, чем энергетический ресурс, который мог бы стать частью портфеля в рамках реализации долгосрочной стратегии. В рассматриваемый период коэффициент корреляции рынков меди и нефти был равен 0,89, что подтверждает совместное движение рынков этих товаров и общие черты в восприятии участниками рынка. Алюминий – родственный тип сырья по отношению меди, что может также объяснять его попадание в рассматриваемую группу. Помимо спекулятивных инвесторов, игроками рынка цветных металлов являются компании-производители данных видов сырья, а также строительные компании, производители электроники, транспорта, оборудования, представители сектора лёгкой промышленности.

Фактор RC2 (рынки благородных металлов) можно интерпретировать в качестве сферы интересов глобальных консервативных инвесторов/широких групп инвесторов в кризисные времена.

Агропромышленные культуры США (RC3) – пшеница, кукуруза и соя представлены фьючерсами, торгуемыми на чикагской бирже CBOT, хлопок – на бирже Intercontinental Exchange (Атланта). США входит список крупнейших производителей перечисленного сырья. Основными игроками на этих рынках являются внутренние американские инвесторы и иностранные участники – компании промышленного и пищевого сектора. Агропромышленные культуры Латинской Америки (RC4), в частности кофе и сахар, напротив, импортируются США, их цены демонстрируют обратную связь с валютным курсом относительно экспортных товаров, что объясняет их выделение в отдельную группу.

Природный газ (RC5), торгующийся на NYMEX, также потребляется в основном на внутреннем рынке Соединенных штатов. С большой вероятностью данный временной ряд не попал в единый фактор с ценами на

нефть, так как ценообразование на него происходит по системе Henry Hub, основываясь на фактическом соотношении спроса и предложения на природный газ в отличие от европейских систем ценообразования, где присутствует привязка к ценам на нефть.

Исследование поведения глобальных участников развивающихся финансовых рынков на основе анализа их инвестиционных перспектив

Связи между индексами акций анализируемых стран объяснимы тем, что крупные институциональные инвесторы одновременно держат акции, входящие в данные индексы, в своих портфелях. Так в 2014 - 2019 гг. в инвестиционном портфеле Norges Bank Investment Management присутствовало значительное количество акций российских, бразильских, чилийских, мексиканских и перуанских компаний [176]. В 2014-2018 гг. инвестиции Norges Bank Investment Management составили в среднем более 94% портфельных инвестиций Норвегии в Россию [106; 176].

В 2014 году фонд Hermes Investment Funds Limited Company имел в своём портфели акции российских, бразильских и мексиканских компаний [167]. В 2015 году к ним также добавились акции аргентинских и чилийских компаний [168], а в 2016 году – перуанских компаний [169]. В 2019 году в портфеле фонда были акции российских, бразильских, мексиканских, чилийских и перуанских компаний [171].

По состоянию на конец марта 2017 года в портфеле фонда Fidelity Global Emerging Markets Fund были бразильский реал, чилийский песо, а также акции бразильских, российских, мексиканских и перуанских компаний [229]. По состоянию на март 2020 года фонд инвестировал в акции российских и бразильских компаний [145].

По состоянию на июнь-июль 2017 года в портфолио фондов Goldman Sachs Emerging Markets CORE Equity и JPM Emerging Markets Equity входили акции российских и бразильских компаний [160; 197]. В портфеле фонда

Comgest Growth Emerging Markets присутствовали акции не только бразильских и российских компаний, но и чилийских и перуанских [102]. По состоянию на март 2020 года в портфеле фонда JPM Emerging Markets Equity были акции бразильских и мексиканских компаний [198], в портфеле Comgest Growth Emerging Markets – акции бразильских компаний [103]. В целом, в 2017-2020 гг. три вышеперечисленных фонда сместили фокус вложений на азиатские рынки.

По данным Morningstar, Hermes Global Emerging Markets и Goldman Sachs Emerging Markets CORE Equity вошли в топ-3 фонда, инвестирующих в развивающиеся рынки, по доходности в 2014-2017 гг. Comgest Growth Emerging Markets, JPM Emerging Markets Equity и Fidelity Emerging Markets вошли в топ-3 фонда по капитализации, инвестирующих в развивающиеся рынки, в тот же самый период [126]. JPM Emerging Markets Equity и Goldman Sachs Emerging Markets CORE Equity также вошли в топ-5 фондов по доходности относительно MSCI Emerging Markets Index в 1 квартале 2020, в список также вошел фонд BlackRock Emerging Markets, в портфеле которого были акции российских, бразильских и мексиканских компаний [137].

Для характеристики портрета глобального инвестора необходимо понимание стратегии крупнейших институциональных инвесторов, их риск-профиля и целей. Международные инвестиционные фонды могут вкладывать средства в одни и те же активы, но доля этих активов в их портфеле, а также степень его диверсификации может варьироваться. Целью инвестирования в развивающиеся рынки, как правило, является получение дохода, сопряженное с риском выше среднего. В отдельных случаях – хеджирование странового риска.

Ярким примером вложений в развивающиеся рынки с целью диверсификации портфеля и хеджирования рисков является стратегия Norges Bank Investment Management, чьей целью является сохранение и приумножение национального богатства для будущих поколений. Действия

фонда находятся под контролем Министерства финансов Норвегии. Инвестиционный портфель сильно диверсифицирован и включает в себя акции, инструменты с фиксированным доходом, валюту, недвижимость. Происхождение активов относится, как к развитым, так и к развивающимся рынкам. Эталонным портфелем по доходности акций для фонда является индекс FTSE Global Equity Index Series, включающий 7400 ценных бумаг из 47-и разных стран [59].

Целью Hermes Global Emerging Markets является инвестирование в акции с целью достижения долгосрочного прироста капитала. В проспекте фонда перечислены все возможные риски для инвесторов. Особый акцент сделан на риск инвестиций в развивающиеся рынки и российский инвестиционный риск. Риски инвестиций в развивающиеся рынки фонд разделяет на восемь групп: политические и экономические факторы (национализация, экспроприация, резкая смена политического и налогового режима, война, протекционизм и т.д.), риск ликвидности и невыполнения обязательств, правовой риск, риск недостоверной финансовой отчетности и оценки бизнеса, сложности с признанием и поступлением прибыли иностранного игрока рынка местным правительством, расчетный риск, валютный риск, ненадежность депозитариев [170, с. 25-26]. По мнению руководства фонда, российский инвестиционный риск заключается в том, что законодательство, связанное с инвестициями в ценные бумаги, не успевает адаптироваться к развитию рынка, поэтому его интерпретация может быть не всегда однозначна [170, с. 29].

Инвестиционной целью Goldman Sachs Emerging Markets CORE является прирост капитала путём реализации стратегии активного инвестирования в акции. Эталонного портфеля у фонда нет, но при этом риск инвестиций в фонд превышает риск вложений в глобальный портфель акций [159].

Инвестиционная цель Fidelity Emerging Markets совпадает с Goldman Sachs Emerging Markets CORE, более 80% активов фонда инвестировано в

развивающиеся рынки. В качестве эталонного портфеля фонд использует индекс MSCI Emerging Markets. В инвестиционном проспекте фонда также сделана отдельная оговорка о том, что при инвестициях в развивающиеся рынки все виды рисков становятся сильнее [144].

JPM Emerging Markets Diversified Equity Fund имеет сходную инвестиционную цель с двумя фондами, рассмотренными ранее, 67% его вложений направлены в акции компаний развивающихся стран. Эталонным портфелем также является индекс MSCI Emerging Markets. В представлении руководства фонда потенциальный инвестор должен адекватно воспринимать дополнительные политические и экономические риски, связанные с вложениями в развивающиеся рынки. Фонд подходит для инвесторов, уже владеющих глобально диверсифицированным портфелем акций и желающих дополнительно приобрести рискованные активы для увеличения доходности. В инвестиционном проспекте фонда сделан акцент на том, что рыночная стоимость вложений может колебаться в разных направлениях [196].

Comgest Growth Emerging Markets и BlackRock Emerging Markets также следуют стратегии роста капитала с эталонным портфелем MSCI Emerging Markets. Все оговорки в документации фонда о возможных рисках, связанных со вложениями в развивающиеся рынки сделаны по аналогии с остальными рассмотренными фондами [82; 102].

Таким образом, крупные иностранные инвесторы в развивающиеся рынки, за исключением Norges Bank Investment Management, являющегося по своей сути уникальным игроком рынка, преследуют спекулятивные цели. Инвесторами этих фондов являются частные лица с благосостоянием выше среднего, солидным опытом финансовых вложений, высокой толерантностью к риску, для реализации стратегий которых волатильность развитых рынков недостаточна. Портфельные управляющие проходят строгий отбор, у фондов есть возможность задействовать максимум информационных и аналитических ресурсов для увеличения стоимости инвестиций. Вложения инвесторов в

данные фонды долгосрочны, при этом структура портфеля динамична, большинство фондов вносит изменения при отклонении доходности от показателей эталонного индекса. С точки зрения выбора ценных бумаг фонды предпочитают вложения в компании с крупной капитализацией, лидеры рынка в своей отрасли (пример – Сбербанк, Норильский никель в России), так как это позволяет получать желаемую доходность, избегая рисков ликвидности и других возможных проблем, сопряженных с инвестициями в компании с малой и средней капитализацией.

Спекулятивное поведение глобальных инвесторов на развивающихся рынках и его последствия на макроуровне

По данным Bloomberg, основными драйверами динамики развивающихся рынков являются изменения ставки федеральных фондов и курса доллара, экономическая и налоговая политика США, геополитические риски, долговые рынки и монетарная политика, нефть и другие сырьевые рынки, риск, связанный с ростом экономики Китая, политика европейских и латиноамериканских стран [60].

В контексте работы под спекулятивными инвестициями подразумеваются краткосрочные вложения в ценные бумаги и валюту страны с целью извлечения прибыли за счет факторов роста, не имеющих фундаментального экономического обоснования (разницы процентных ставок и валютных курсов, «мыльный пузырь» на рынке акций и т.д.).

Историческими примерами, иллюстрирующими спекулятивное поведение глобальных инвесторов, являются валютные кризисы в Латинской Америке, Азии и Восточной Европе в 1990-х - начале 2000-х годов. Под валютным кризисом подразумевается внезапное обесценение валюты, ведущее к спекулятивной атаке против неё [269]. Обесценение валюты может происходить из-за внешних шоков или при переходе с политики фиксированного курса валюты/курса с привязкой к другой валюте к

плавающему валютному курсу. Обозначенные шоки приводят к продаже местной валюты массовым иностранным инвестором (спекулятивной атаке) и, как следствие, к её ещё большей девальвации. После описанных событий, как правило, иностранный капитал уходит из страны, приводя к обвалу рынка акций.

Предпосылками для валютного кризиса нередко также являются высокие процентные ставки на внутреннем рынке, и, как следствие поиск финансирования для рискованных проектов отечественными компаниями под низкий процент на внешних рынках. При обвале местной валюты платежи по обслуживанию данного вида долга становятся очень высокими, что является негативным фактором для внутренних игроков. Внешних спекулятивных игроков, напротив, высокие процентные ставки могут удержать на рынке на определенное время, создав стимулы для вложений в облигации страны. В настоящий момент большинство развивающихся рынков перешло к политике плавающих валютных курсов, политика привязки валютного курса осталась в основном на формирующихся рынках. Во избежание повторения валютных кризисов, которые могут отразиться на мировой финансовой системе, страны увеличивают валютные резервы и минимизируют дефицит торгового баланса [269]. Идентичное поведение глобальных инвесторов в различных регионах по всему миру в условиях девальвации валюты на фоне дефицита резервов говорит о том, что, в случае осуществления неэффективной монетарной политики, спекулятивные атаки на валюты развивающихся стран и их рынки акций (например, в случае резкого падения цен на сырьё) могут повторяться.

По мере перехода стран к плавающему валютному курсу крупные игроки стали уходить с их рынков, но по-прежнему сильные изменения цен на активы коррелируют с увеличением позиций по данным активам крупными игроками [132].

В научной литературе нет консенсуса по поводу увеличения вероятности кризиса при наличии на рынке крупных игроков. С одной

стороны, их спекулятивные действия могут привести к кризису, с другой – их присутствие на рынке формирует его ликвидность и стимулирует регулятор осуществлять политику, направленную на предотвращение кризисов, что способствует укреплению стабильности национальной финансовой системы.

Растущим риском для развивающихся рынков с низкой монетарной инфляцией и высокой учетной ставкой является реализация иностранными инвесторами стратегии carry trade, включающей в себя операции на валютных рынках и рынках долга. Стратегия представляет собой заём денег в иностранной валюте под низкий процент и их вложение в инструменты в местной валюте под высокий процент (пример для России – долларовый заём, покупка рублей с последующим их вложением в облигации федерального займа). Возможным последствием carry trade является укрепление валют развивающихся рынков сверх фундаментально обоснованного уровня, провоцирующее взрывной рост импорта с параллельным падением экспорта. Ожидания коллективным инвестором положительной динамики переоцененной валюты приводит к ещё большему росту спекуляций. В долларовом выражении долг страны перед остальным миром растёт, ухудшается сальдо платёжного баланса. Местные банки проявляют большую склонность к спекуляциям, а не к кредитованию, валютный курс становится более чувствительным к глобальным шокам. В случае, если Центральный Банк развивающейся страны в сложившихся обстоятельствах сдерживает инфляцию, жертвуя экономическим ростом, риск обвала национальной валюты существенно возрастает [8]. Странами, подверженным рискам carry trade в наибольшей степени, являются Бразилия, Россия и Аргентина.

Глобальные инвесторы оказывают влияние на российский рынок по таким каналам, как различные сегменты внутреннего финансового рынка; зарубежные рынки фондовых ценностей российского происхождения (ADR/GDR, еврооблигации, еврокоммерческие бумаги); иностранные холдинги, инвестирующие в Россию и другие развивающиеся рынки через

офшорные территории [27, с. 105-106]. При этом значительное число иностранных инвесторов - следствие финансовой либерализации, положительно сказывающееся на информационной эффективности рынка [67].

Ключевые отличия моделей поведения иностранных и внутренних инвесторов на развивающихся финансовых рынках

Главным отличием моделей поведения иностранных и внутренних инвесторов на развивающихся рынках является риск-аппетит. Иностранные игроки толерантны к риску, внутренние – имеют к нему низкую склонность. В большинстве случаев финансовые, информационные и аналитические ресурсы иностранных инвесторов, а также опыт финансовых вложений значительно больше по сравнению с внутренними игроками. Преимущественно модель поведения иностранных инвесторов на развивающихся финансовых рынках близка к англо-саксонской, в редких случаях – к швейцарской или скандинавской – степень индивидуализма этих игроков высока, в структуре портфелей акции преобладают над долговыми инструментами. Более подробная характеристика моделей поведения инвесторов на этих развитых рынках дана на С. 43-49.

В поведении внутренних инвесторов проявляется четко выраженный коллективизм, на рынок акций многие из них приходят, когда по разным причинам возможности инвестиций в банковский сектор, бизнес-проекты и долговые инструменты исчерпаны. Благодаря богатому инвестиционному опыту, вероятность того, что иностранный игрок будет реализовывать стратегию «против рынка», не поддаваясь поведенческим аномалиям, выше.

Неравенство в обществе, концентрация собственности, проблемы в экономике создают внутренним инвесторам барьеры для входа на финансовый рынок. Политический режим и законодательство также в отдельных случаях не позволяют резидентам развивающихся стран инвестировать в зрелые стабильные рынки, более подходящие им по инвестиционному профилю. По

этим причинам инвестиционные горизонты обеих групп игроков рынка краткосрочны. Нерезиденты быстро выводят средства с регионального рынка после достижения желаемой доходности или, напротив, при негативном отклонении от эталонного индекса в рамках реализации спекулятивных стратегий. Внутренние игроки в большинстве случаев, за исключением стратегий долгосрочных вложений в акции крупных компаний, психологически не могут долго удерживать средства в активе, не подходящем им по инвестиционному профилю, проявляя гиперчувствительность к коллективному мнению и аномалиям, связанным с информационными поводами.

Таким образом, предпочтение банковских продуктов и осознание тщетности конкуренции с крупными иностранными игроками, имеющими возможность манипулирования рынком, являются причинами, по которым внутренние инвесторы отказываются вкладывать средства в развивающиеся рынки. Высокая волатильность и отсутствие строгого законодательства, а также превосходство экспертизы иностранных инвесторов, напротив, привлекают на формирующиеся рынки спекулятивный капитал. Именно по этим причинам динамика развивающихся рынков определяется поведением крупных глобальных игроков.

3.2 Применение поведенческих подходов для прогнозирования среднесрочной динамики российского финансового рынка

Из всех сегментов российского финансового рынка рынок акций является наиболее отстающим, уступая по капитализации не только развитым рынкам, но и рынкам Китая, Индии, Южной Кореи, Бразилии, ЮАР и Саудовской Аравии [121]. В 2010-2015 гг. наблюдалась негативная динамика в объёме торгов на бирже, числе эмитентов, коэффициенте оборачиваемости, первичных размещениях акций компаний с малой и средней капитализацией, диверсификации по секторам [4].

Примечание – В 2010-2015 гг. более 50% капитализации рынка составляла нефтегазовая отрасль, более 15% - металлургия.

В 2016-2019 гг. ярко выраженных положительных тенденций в динамике объема торгов и первичных размещений также не было [194]. Существенных изменений в распределении по секторам не произошло – в 2019 году 55% капитализации рынка приходилось на нефтегазовую отрасль, на втором месте была металлургическая и горнодобывающая отрасль, на третьем – финансово-банковская отрасль [41].

При прогнозировании среднесрочной динамики финансового рынка России при прочих равных рекомендуется принимать во внимание нижеперечисленные факторы:

1. низкая роль внутренних розничных инвесторов;
2. значительное влияние глобальных инвесторов – нерезидентов;
3. спекулятивный, краткосрочный характер инвестиций;
4. взаимосвязь финансовых рынков России и Латинской Америки;
5. высокая волатильность развивающихся рынков;
6. движение цен на нефть и курс доллара к евро являются драйверами динамики российского финансового рынка (как правило, ослабление доллара по отношению к евро происходит параллельно с ростом мировых цен на сырьё и наоборот).

В качестве наиболее вероятных внешних шоков могут выступать финансовые инфекции – распространение кризиса крупных зарубежных финансовых рынков на российский рынок из-за пессимистических настроений глобальных инвесторов. Примерами финансовых инфекций являются глобальный финансовый кризис 2007-2009 гг. и кризис, вызванный пандемией коронавируса, в 2020 году.

Существенным внутривнутриотраслевым риском является рост доли проблемных активов в российском банковском секторе, которые в процессе

финансового оздоровления ряда банков будут активно выкупаться центральным банком. Вышеописанный процесс приведёт к росту инфляции, при этом денежная масса будет одновременно сокращаться за счет того, что при банкротстве банков крупные вкладчики – физические лица, а также юридические лица потеряют средства на своих счетах. Обозначенные явления приведут к отрицательной динамике рынка акций, росту доходности облигаций из-за потери бизнесом ликвидности при параллельном падении благосостояния, покупательной способности и доверия к рынку розничными инвесторами. В 2020 году ситуация может осложниться несмотря на государственную поддержку банкротством значительной доли малых и средних предприятий из-за длительного закрытия в период самоизоляции, и, как следствие, ростом безработицы и количества дефолтов по кредитам физических и юридических лиц.

Возможно выделить три укрупненных сценария развития российского финансового рынка: **дальнейшее огосударствление экономики, сохранение текущей экономической ситуации, экономическая либерализация.** Предложенные сценарии в некоторой степени соотносятся со сценариями развития экономики, определенными Я.М. Миркиным [32].

Сценарий дальнейшего огосударствления экономики предполагает ещё более значительные ограничения международной торговли и движения иностранного капитала. Как следствие, капитализация, доходность и ликвидность финансового рынка и финансовых институтов начнут падать. Иностранные игроки с большой долей рынка, как было замечено в предыдущем параграфе диссертации, будут вытеснены российскими крупными игроками с государственным участием, а также Банком России.

Отсутствие долгосрочных стратегических иностранных инвестиций и санкции приведут к значительному технологическому отставанию экономики, проблема сырьевой зависимости останется нерешенной, благоприятные условия для развития бизнеса и формирования среднего класса будут

отсутствовать, качество и продолжительность жизни снизятся, что приведёт к дальнейшему массовому оттоку из страны предпринимателей и высококвалифицированных специалистов [51].

Проблемы информационных асимметрий и непрозрачности будут прогрессировать на фоне снижения экономической эффективности регулирования. При высокой волатильности валютного курса и цен на сырьё российская экономика будет постоянно подвергаться спекулятивным атакам. Следствием этих явлений может стать переход российского рынка из категории развивающихся в категорию рынков «на фронтире». Рынок не сможет полноценно выполнять функции по долгосрочному финансированию экономики и управлению рисками.

В сценарии сохранения текущей экономической ситуации нерезиденты продолжают доминировать на российском финансовом рынке с преобладанием спекулятивных стратегий. Сходная динамика рынков России и Латинской Америки сохранится, так как в представлении глобальных инвесторов вложения в данные рынки расцениваются как подобные с точки зрения уровня риска и доходности. Как и в сценарии огосударствления экономики, негативные тенденции в процессах концентрации собственности, сосредоточения капитала в крупных городах сохраняются.

Возможной версией реализации вышеописанных сценариев могут быть попытки наращивания темпов экономического роста при авторитарном политическом режиме за счет инвестиций в инфраструктуру не только государственных, но и иностранных. Пример успешной реализации такой политики – Испания Франко в конце 1950-х – начале 1960-х годов. В современном мире описанная политика послужила драйвером роста экономики Дубая. Как в Испании, так и в ОАЭ параллельно активно развивался туристический сектор. К сожалению, вероятность реализации данной версии в России сопоставима с вероятностью сценария экономического либерализма из-за экономии бюджета в условиях низких цен

на энергоносители, а также высокой коррупционной составляющей, которая будет препятствовать справедливому отбору эффективных инфраструктурных проектов и подрядчиков для их выполнения, а также соблюдению сроков строительства.

Омоложение кадров в Правительстве при существующем раскладе политических сил в стране не приведёт к изменению системы этими кадрами – напротив, возможно, они станут частью этой системы, тем самым укрепив её. С точки зрения финансового рынка описанная политика не принесёт существенных изменений – к государственным игрокам рынка могут добавиться несколько крупных иностранных компаний – партнеров по инфраструктурным проектам [21].

Во второй главе диссертации было продемонстрировано, что динамика цен на нефть Brent определяет по Грейнджеру движения российского рынка акций (индекса RTS) и валютной пары рубль-доллар, а также, что между индексом RTS и ценами на нефть Brent существует значительная положительная корреляция. Дальнейшая взаимосвязь динамики российского финансового рынка, цен на нефть Brent, значений валютных пар рубль-доллар и евро-доллар в период с 25.06.2012 по 27.03.2020 проиллюстрирована с помощью модели DCC-GARCH (Обобщенной авторегрессионной модели условной гетероскедастичности в спецификации динамической условной корреляции) [135]. Анализ проводился на доходностях индексов для выполнения условия стационарности. Применимость моделей GARCH к анализируемым временным рядам была подтверждена результатами теста Энгла на наличие ARCH-эффектов [134], а также значимостью альфа- и бета-коэффициентов в полученной модели для каждого из временных рядов; применимость спецификации динамической условной корреляции была подтверждена значимостью обобщающих DCC-коэффициентов.

На рисунке 19 представлена динамическая корреляция доходностей рассматриваемых переменных, рассчитанная на основе модели DCC-GARCH.



Источник: расчеты автора по данным [277].

Рисунок 19 – Динамическая корреляция доходностей индекса RTS, нефти Brent, валютных пар рубль-доллар и евро-доллар в период с 25.06.2012 по 27.03.2020, рассчитанная с помощью модели DCC-GARCH

Динамическая корреляция доходностей нефти Brent и индекса RTS была положительной и одной из самых высоких в анализируемом периоде, что объяснимо сырьевой природой российской экономики (детально вопрос разобран во второй главе диссертации). Динамическая корреляция доходностей нефти Brent и валютной пары рубль-доллар демонстрирует практически «зеркальный» разнонаправленный паттерн относительно динамической корреляции доходностей нефти Brent и индекса RTS.

Динамическая корреляция валютных пар рубль-доллар и евро-доллар со второй половины 2012 по первую половину 2015 года, а также в 2018-2019 гг. двигалась в одном направлении с динамической корреляцией индекса RTS и нефти Brent, что соотносилось с периодами ослабления доллара относительно евро и благоприятными возможностями для европейских импортеров соответственно, в остальные периоды – движения динамических корреляций рассматриваемых пар доходностей было разнонаправлено.

Из результатов анализа следует, что рост доходности RTS, укрепление национальной валюты происходят в период роста доходностей нефти Brent. В период падения доходностей нефти Brent происходит падение российского рынка акций и ослабление национальной валюты. При укреплении евро относительно доллара также возрастает взаимосвязь между валютными парами евро-доллар и рубль-доллар за счет повышения активности европейских игроков на товарных рынках.

Экономический либерализм – это предоставление и поддержка максимально возможной (для данной стадии развития экономики) степени свободы хозяйствующим агентам [25]. **В случае сценария экономической либерализации** нерезиденты продолжают доминировать на российском финансовом рынке, при этом их вложения приобретут долгосрочный стратегический характер. Параллельно будет происходить процесс стимулирования прямых иностранных инвестиций, реализация проектов в широком спектре отраслей, создание многофункциональной финансовой инфраструктуры в различных российских регионах [19].

Способами снижения количества спекуляций на российском рынке, в частности кэрри-трейд, являются переход к умеренно-мягкой денежно-кредитной политике, таргетированию не только инфляции, но и других макроэкономических показателей (ВВП, число высокопроизводительных мест, курс рубля), проведение реформы для создания благоприятного налогового климата для инвесторов [51].

Налоговый режим в рамках перехода к экономике роста подразумевает отсутствие пошлин на входящие в страну инвестиции, низкие пошлины на импорт средств производства, высокие пошлины на ряд потребительских товаров. Также для снижения негативного эффекта спекуляций необходимо обеспечение ограниченной волатильности курса рубля, установление умеренно-низкого курса с целью стимулирования экспорта несырьевых товаров и услуг и импортозамещения [51].

Методами достижения вышеназванных целей в критические моменты могут быть ограничение валютной позиции банков, введение обязательства экспортеров к продаже валютной выручки, популяризация индексных облигаций с купоном, привязанным к курсу рубля/корзине валют и т.д.

По оценке, наиболее вероятным сценарием развития российского финансового рынка (около 50%) будет дальнейшее огосударствление экономики в связи с тем, что текущая внешняя политика России не предполагает существенного улучшения экономических отношений с западными иностранными партнерами. Более 80% иностранных портфельных инвестиций в Россию, как было проиллюстрировано в Таблице 12, поступает из западных стран (44% из США). Оценка вероятности сценариев развития финансового рынка, приведенная в диссертации, соотносится с вероятностями реализации сценариев развития экономики, предложенными Я.М. Миркиным [29].

Также существенна вероятность того, что наступление сценария дальнейшего огосударствления экономики будет предваряться сценарием сохранения текущей экономической ситуации (около 35%). Неизменное положение вещей сохранится на протяжении 1-2 лет или на более коротком периоде при серьезных внешних или внутренних шоках. Так как большинство систем нестабильно, а экономическая политика России не является либеральной, постепенное движение к более сильному огосударствлению экономики уже прослеживается в настоящий момент.

Вероятность наступления сценария экономической либерализации 1-2%. В составе Правительства на начало 2020 года представителей партий, поддерживающих данную политику нет. При популяризации либеральных идей и стратегии роста, количество депутатов, поддерживающих их, не превысит 5%.

Конкурентная стратегия Московской биржи до 2024 года подразумевает увеличение интенсивности практики первичных размещений акций, в том числе малыми и средними предприятиями, развитие рынка производных финансовых инструментов, появление новых продуктов для инвесторов и другие технологические инновации [194]. Все эти явления будут происходить при каждом из сценариев развития российского финансового рынка, но их масштаб будет отличаться. Так **при сценариях огосударствления экономики/сохранения текущей экономической ситуации** счета на финансовом рынке будут открыты у менее, чем 6-10% населения. В случае экономической либерализации этот показатель может достичь 15%.

При огосударствлении экономики существенных фундаментальных факторов для роста капитализации всех сегментов рынка не будет. В условиях экономической стагнации в России и отсутствия положительных шоков цен на сырьё, у большинства компаний, акции, которых котируются на российском финансовом рынке практически нет предпосылок для резкого роста капитализации.

Имеющиеся налоговые и правовые стимулы, направленные на привлечение широкого круга инвесторов на рынок, недостаточны. Расширение спектра предлагаемых финансовых инструментов может улучшить ситуацию, но при ограниченном количестве игроков рынка не приведет к существенным изменениям его объёма.

Первичное размещение акций – дорогостоящий процесс, сопряженный с серьезными рисками, поэтому, несмотря на потребность в финансировании, во

времена нестабильности многие компании предпочитают долговые источники для целей развития. IPO в первую очередь подразумевает строгие требования к прозрачности бизнес-процессов, а также существенные расходы на консалтинговые услуги без гарантии положительной динамики цен акций после завершения процесса, к чему не каждая компания готова. Более того, компании, преобразованные в публичное акционерное общество, подвергаются риску недружественных поглощений в российских реалиях.

В сценарии экономической либерализации взрывной рост рынка акций возможен за счет позитивных настроений, как менеджмента компаний, так и инвесторов. Положительные тенденции в бизнесе простимулируют компании на первичное и вторичное размещение акций, произойдет улучшение фундаментальных финансовых показателей. Параллельно для инвесторов будут созданы благоприятные налоговые и правовые условия. Также экономическая либерализация может вернуть доверие населения к паевым инвестиционным фондам.

Рост объема долгового рынка может произойти за счет перехода на него клиентов с рынка капитала. В текущей ситуации крупный бизнес уже имеет размещенные облигации, резкое увеличение их выпуска с большой вероятностью приведет к неблагоприятным изменениям структуры капитала компаний, чего их руководство не допустит.

Первичными источниками финансирования для среднего и малого бизнеса останутся банки. Переключение розничных инвесторов на облигации как альтернативу депозитам при текущей модели поведения может произойти в случае, если ставки по депозитам приблизятся к показателям европейских стран – иными словами, станут близкими к нулю, что возможно в пятилетней перспективе. Также драйвером роста долгового рынка может стать еще больший приток иностранных инвесторов в рамках описанной в предыдущем пункте диссертации стратегии кэрри-трейд, но негативные последствия этого

явления будет превосходить положительный эффект от роста долгового рынка с точки зрения экономической стабильности в стране.

Сценарий экономической либерализации предполагает ограничение спекулятивных стратегий и создание благоприятных условий для долгосрочных вложений. В связи с тем, что спекулятивные стратегии приносят относительно высокую доходность в короткие сроки, меры по их ограничению могут негативно повлиять на объём торгов на российском долговом рынке. При этом экономический рост простимулирует компании к поиску финансирования для развития бизнеса, но этот положительный фактор для долгового рынка будет существенно зависеть от доступности банковского кредитования.

Рынок производных финансовых инструментов (ПФИ) предполагает большой спектр инструментов относительно других сегментов финансового рынка. В настоящий момент российский рынок ПФИ находится на 7 месте в мире [194]. При успешном запуске на Московской бирже нескольких продуктов, не имеющих точных аналогов на биржах-конкурентах, возможен приток глобальных клиентов, заинтересованных в этих продуктах вне зависимости от того, будет ли происходить огосударствление экономики или либерализация.

Как было упомянуто ранее, внутренние игроки рынка предпочитают привычные и простые для понимания инструменты, поэтому спрос на инновационные ПФИ с их стороны будет ограничен. Серьезным препятствием для развития российского рынка ПФИ при клиентоориентированной стратегии может послужить только закрытие доступа иностранным инвесторам на российский рынок, но детальное рассмотрение этого сценария в диссертации нецелесообразно, так как в этом сценарии сам предмет исследования практически исчезнет или перестанет оказывать даже минимальное влияние на экономику страны.

Основными участниками денежного рынка являются банки, количество которых в России поступательно снижается – многие российские игроки лишаются лицензии из-за недобросовестного подхода к ведению бизнеса, ряд иностранных банков покинул рынок после введения санкций. Резкое увеличение объёма операций на денежном рынке каким-то из его участников мгновенно станет индикатором проблем с краткосрочной ликвидностью у рассматриваемого игрока/спекулятивных действий для регулятора. Описанные тенденции говорят о том, что при сохранении текущей экономической ситуации/дальнейшем огосударствлении экономики объём денежного рынка в России или останется на существующем уровне, или снизится. В сценарии экономической либерализации количество банков будет расти, поэтому тенденция будет противоположной.

Рост объёма валютного рынка не всегда является индикатором экономического развития страны. В благоприятном сценарии подобная динамика свидетельствует об увеличении экспортно-импортных операций, в негативном – о росте спекуляций со стороны внутренних и внешних инвесторов. Текущая ситуация близка к негативному сценарию, и дальнейшее развитие событий будет во многом зависеть от действий регулятора. В сценарии экономической либерализации международная торговля будет активно развиваться, поэтому благоприятный сценарий станет более вероятным [21].

Комплекс мер по предотвращению спекулятивных действий и увеличению инвестиционных горизонтов иностранных участников рынка

В современной России имеет место быть проблема дисбаланса в регулировании прямых и портфельных иностранных инвестиций. Для прямых иностранных инвесторов режим менее благоприятен по сравнению с другими странами по следующим причинам:

- сложная геополитическая ситуация и режим экономических санкций;
- недостаточное количество мер, стимулирующих долгосрочные вложения (нехватка специальных экономических зон с развитой финансовой инфраструктурой, отсутствие налоговых льгот и субсидий);
- незащищенность прав собственности иностранных инвесторов. В частности, законодательство допускает возможность реквизиции и национализации имущества с возмещением стоимости, но методика оценки стоимости реквизированного или национализированного имущества не определена [43];
- огосударствление экономики и возможность чрезмерного вмешательства Правительства в ход крупных инвестиционных проектов. Правительство определяет неблагоприятное изменение условий для иностранных инвесторов, может налагать на инвестиционный процесс запреты и ограничения, но события, при которых это должно происходить, не обозначены [43];
- ограничение иностранных инвестиций в широком спектре отраслей [44].

Для спекулятивных портфельных инвесторов, напротив, существенных ограничений деятельности нет. Законодательно понятие «спекулятивных инвестиций» не определено. Существенные объемы подобных вложений, как правило, приводят к избыточной волатильности на финансовых рынках и, в отдельных случаях, к кризисной ситуации для экономики в целом.

Мерами ограничения спекулятивных инвестиций могут являться действия в рамках монетарной политики регулятора, управление режимом счета капитала, регулирование валютного курса. Регулирование счета капитала может носить рыночно-ориентированный и административный характер. К числу рыночно-ориентированных мер контроля можно отнести введение нормативов, регулирующих риски, балансы, резервы. Под

административными мерами подразумевается законодательное полное ограничение движения финансовых потоков. Применение рыночно-ориентированных мер без ущерба для экономики допустимо в перспективе нескольких лет в то время, как административные меры следует применять только в ситуации острого кризиса, когда решение проблемы иными методами не представляется возможным.

Отношение мирового сообщества к контролю счета капитала претерпевало непрерывные изменения в зависимости от исторического периода. В начале 90-х годов XX века и вплоть до азиатского кризиса 1997-1998 гг. Международный валютный фонд выступал за либерализацию потоков капитала. Отсутствие мер контроля капитала в конце 1990-х – начале 2000-х годов в Азии, России и Латинской Америке начало подвергаться критике из-за переоцененности местных валют, избыточного роста номинальной заработной платы, неэффективно высокого уровня кредитования в период экономического подъема. Обозначенные факторы приводили к безработице и банкротствам в период рецессии на последующей стадии бизнес-цикла [143]. После азиатского кризиса, а также глобального финансового кризиса 2008-2009 гг. ряд регуляторов осознал необходимость мер контроля движения капитала - после 2008 такие меры вводились в Таиланде, Корее, Перу, Индонезии, Бразилии и Исландии [200]. Приведенный далее анализ опыта некоторых из этих стран призван ответить на вопрос о возможной необходимости и эффективности внедрения контроля движения иностранного спекулятивного капитала, оказывающего негативное влияние на российский финансовый и валютный рынок и приводящего к избыточной волатильности валютного курса, в частности из-за реализации стратегии кэрри-трейд.

Внедрение контроля счета капитала может преследовать различные цели, а именно, снижение объёма притока капитала, изменение структуры притока капитала, предотвращение переоцененности местной валюты,

независимое осуществление монетарной политики, регулирование уровня финансовой стабильности [200]. Под независимым проведением монетарной политики подразумевается разрешение так называемой «макροэкономической трилеммы». «Макροэкономическая трилемма» - ситуация, при которой регулятор в открытой экономике желает достичь одновременно три в равной степени значимые, но взаимоисключающие цели: стабилизация валютного курса; свободная международная мобильность капитала; монетарная политика, ориентированная на решение проблем внутри страны [225].

В настоящий момент в России из всех аспектов «макροэкономической трилеммы» не вызывает вопросов только международная мобильность спекулятивного капитала. В последние несколько лет ЦБ РФ не занимается активно стабилизацией валютного курса, а монетарная политика, направленная на таргетирование монетарной инфляции, уже не в полной мере соответствует международной практике. В развитых странах центральные банки перешли к таргетированию пула показателей: экономический рост, уровень занятости, монетарная и немонетарная инфляция [30]. Для снижения стимулов для кэрри-трейд, увеличения объёмов кредитования внутри страны и способствования экономическому росту в среднесрочной перспективе целесообразным было бы постепенное понижение ключевой ставки до 3-4% в течение пяти лет.

Таким образом, меры контроля движения капитала в России должны быть сосредоточены на двух аспектах: изменение структуры притока капитала и повышении уровня финансовой стабильности, что могло бы создать благоприятные условия на применение регулятором более современных и эффективных методов осуществления монетарной политики. Для этих целей мобильность иностранного капитала на российском рынке должна быть ограничена на некоторое время с помощью рыночно-ориентированного подхода.

Рыночно-ориентированные меры регулирования счета капитала: зарубежный опыт и возможность его применения в России

НДФЛ для российских инвесторов - 13%, для нерезидентов – 30% [46]. Налог по дивидендам для резидентов – 13%, для нерезидентов – 15%. Купоны по государственным, субфедеральным и муниципальным облигациям налогом не облагаются [46]. Купоны облигаций, эмитированных в рублях в 2017-2020 гг. освобождаются от налога, если не превышают ставку рефинансирования на 5%. Доход в виде дисконта при погашении российских облигаций, эмитированных в 2017-2020 гг. не облагается налогом [45]. С 1 января 2021 вступит в силу закон по налогообложению процентного дохода по вкладам и корпоративным долговым финансовым инструментам на сумму свыше 1 миллиона рублей в размере 13% [38].

Мерой по увеличению инвестиционных горизонтов иностранных инвесторов могло бы выступить снижение налога по дивидендам нерезидентов до уровня резидентов.

В условиях высокой ключевой ставки и доходности по ОФЗ для предотвращения расшатывания курса рубля из-за кэрри-трейд для иностранных инвесторов было бы целесообразно ввести прогрессивную шкалу налога на продажу облигаций, зависящую от срока владения ценной бумагой. Налоговая база для налога на продажу облигаций могла бы быть равной цене продажи облигации за вычетом цены покупки. Если цена продажи облигации меньше цены покупки, налоговая база рассчитывалась бы как цена продажи облигации за вычетом её номинальной стоимости. Опционально можно не вводить понятие отдельного налога, а прописать специальные условия для повышенного НДФЛ для нерезидентов для нижеописанных случаев [22].

В Таиланде с 2010 года действует налог на покупку государственных облигаций в размере 15% [154]. На взгляд автора, налог на покупку

государственных облигаций не решит проблемы со спекулятивными действиями уже существующих держателей облигаций и послужит стимулом новым держателям облигаций ещё более агрессивно реализовывать стратегию кэрри-трейд. Покупка иностранным инвестором государственных облигаций не несет риска для рынка, например, если владелец будет держать бумаги до погашения. Более того, введение налога на покупку ценных бумаг будет являться препятствием для притока капитала на российский рынок. Существенные рыночные и валютные риски может повлечь массовая продажа ценных бумаг иностранными инвесторами – по этой причине в диссертации предлагается именно введение налога на продажу ценных бумаг который бы позволил смягчить эффект оттока капитала.

С целью смягчения эффекта спекулятивных стратегий купонный доход по облигациям федерального займа для иностранных инвесторов мог бы облагаться налогом, понижающимся с каждым годом владения ценными бумагами. При этом возможно ввести следующую льготную схему: если купонный доход иностранных портфельных инвесторов от российских облигаций, в том числе облигаций федерального займа, реинвестируется иностранным инвестором на российском рынке акций, и срок держания этих ценных бумаг иностранным инвестором превышает 5 лет, налог на доход от их продажи становится таким же, как для резидентов. Если срок владения акциями иностранным инвестором превышает 10 лет, то налог становится - 5%, более 15 лет – 0%. Вышеописанная схема с налогами на облигации должна сохраняться до тех пор, пока ключевая ставка ЦБ превышает 3%- 4%, далее ситуацию возможно пересмотреть [22]. Налог на купонный доход по корпоративным облигациям введен в Коста-Рике (8-33%, повышенная ставка вводится на период до 6 месяцев), в Корее (14%) и Таиланде (15%) действуют налоги на купонный доход по государственным облигациям [154].

В Бразилии для иностранных инвесторов действовал налог на финансовые транзакции, возникавший при любой конвертации реала в

инострannую валюту и наоборот в сделках с ценными бумагами, страховых и кредитных операциях [257]. Ставка по операциям с облигациями в период с 2008 года по 2010 год выросла с 1,5% до 6%, по операциям с акциями в 2009 году была принята на уровне 2%. Налог был отменен летом 2013 года, когда отток капитала с рынков акций и облигаций страны стал существенным [154]. При этом влияние введения мер контроля движения капитала на снижение притока инвестиций было не таким сильным, как эффект отмены этих мер на предотвращение их дальнейшего оттока [200]. Меры контроля движения капитала в 2008-2011 гг. оказали незначительное влияние на снижение переоцененности реала по сравнению с эффектом от введения налога на номинальную стоимость производных финансовых инструментов [96].

Следствием оттока капитала из страны, где вводится контроль за его движением, является приток капитала в другие страны. В зависимости от состояния экономики этих стран и равномерности притока капитала в них, этот фактор может стать положительной или отрицательной экстерналией. Чем меньше рынок, где вводится контроль, тем менее вероятно влияние этого нововведения на другие рынки [149]. В отрицательном сценарии может произойти искажение баланса счета капитала страны и возникновение «пузыря» на её финансовом рынке.

При введении контролируемых мер в одном из сегментов финансового рынка из-за специфики восприятия информации инвесторами вероятен отток капитала со всех сегментов рынка. Ужесточение политики воспринимается как сигнал падения инвестиционной привлекательности региона [75]. Более того, если практика контроля движения капитала в стране отсутствует, введение контролируемых мер окажет на рынок более сильное влияние по сравнению с ситуацией, когда меры контроля существовали долгие годы, и отказа от них не происходило [133]. Именно по этой причине меры контроля движения спекулятивного капитала в России нужно вводить параллельно с льготными условиями для осуществления долгосрочных прямых инвестиций.

После введения вышеупомянутого налога в Бразилии, согласно опросу инвесторов, проведенному Европейским центральным банком, иностранный капитал стал перетекать в другие страны Латинской Америки с сопоставимым риск-профилем. В рассматриваемом случае приток инвестиций произошел в те регионы, экономическое состояние которых зависело от роста экономики Китая и его спроса на сырьё (Чили, Перу). Поскольку в латиноамериканском регионе практически отсутствуют рынки, соответствующие Бразилии по размеру и ликвидности, ряд инвесторов был готов перевести средства в крупные ликвидные развивающиеся рынки в других регионах. По мнению некоторых международных игроков, усиление контроля счета капитала на крупном рынке, чьё функционирование воспринимается в качестве модели развития регуляторами других рынков, может привести к подобным действиям на них (пример Бразилия – Индия) [149].

Альтернативой налоговому регулированию может быть введение обязательных резервных требований по иностранным инвестициям в долговые инструменты страны, эффект которых был бы эквивалентен налоговому. В 1991 году в Чили с целью предотвращения перегрева рынков были установлены резервные требования для иностранных инвесторов по краткосрочным облигациям, были введены требования по минимальным инвестиционным горизонтам, наложены ограничения на иностранные инвестиции в корпоративные облигации [149].

Для того, чтобы вводимые меры не привели к дефолту страны, они должны применяться исключительно к инвесторам, пришедшим на рынок после установления новых правил, и не распространяться на существующих участников рынка.

Регулирование валютного курса

С 2014 года Банк России проводит девальвацию рубля для поддержки экспортеров сырья, от которой реальные доходы населения и предприятий с

импортным сырьём падают. При девальвации национальной валюты иностранные инвесторы получают более лёгкий вход на местный рынок, при этом уход с рынка становится более болезненным. Для смягчения эффекта спекулятивных атак возможно ввести временные ограничения для иностранных портфельных инвесторов на обмен рублей на иностранную валюту в 5-7 рабочих дней. Это поможет предотвратить отток капитала при наличии альтернативных спекулятивных возможностей, например, краткосрочном росте доходности иностранных гособлигаций, а также позволит ЦБ сыграть на опережение в случае массового бегства с рынка иностранных игроков. Для иностранных инвесторов это не должно повлечь серьезных рисков, так как современная Россия переживала неоднократно стремительную девальвацию национальной валюты в то время, как примеров её равнозначного резкого укрепления не было [22].

В ситуации стремительного и существенного оттока капитала из страны в качестве чрезвычайной меры административного регулирования допустимо введение строгих ограничений по сделкам с иностранной валютой. Вышеописанная политика оказалась эффективной в Малайзии в период с конца 1990-х годов по 2002 год, пострадавшей от азиатского кризиса в относительно меньшей степени, чем другие страны, а также в Аргентине в 2001-2002 гг., когда стало очевидно, что привязка аргентинского песо к доллару больше не является экономически эффективной [93]. При этом подобные радикальные действия регулятора могут привести к положительному результату только в регионах с благоприятным режимом для прямых инвестиций и максимальной степенью открытости для международного трансфера технологий. При существующей конъюнктуре Россия не входит в число таких регионов.

Ограничения обмена иностранной валюты не должны затрагивать мелкие суммы денежных средств резидентов страны для того, чтобы мера не повлияла отрицательно на уровень жизни большинства населения. В

долгосрочной перспективе обход ограничений сделок с иностранной валютой может быть выполнен с помощью коррупционных схем, а также путем покупки товара внутри страны с последующей перепродаже за рубеж.

Наиболее жёсткой административной мерой по предотвращению оттока капитала является ограничение снятия денежных средств с банковских депозитов (имело место быть в Аргентине и на Кипре) [93]. Отрицательный эффект подобных действий на инвестиционную привлекательность страны слишком велик, и в комбинации с ограничениями на сделки с иностранной валютой, как это было в Аргентине, приводит к тому, что инвесторы лишаются возможности реинвестировать накопления внутри страны, в частности на финансовом рынке или на рынке недвижимости. На взгляд автора, даже на самом пике кризиса достаточно введения мер валютного контроля, раскрытых выше.

Для смягчения эффекта от вывода капитала в России возможно ввести налог, возникающий при конвертации рубля в иностранную валюту для нерезидентов в размере от 500 тысяч рублей, для резидентов – в размере от 2 млн рублей. Мера должна препятствовать оттоку капитала, но не притоку.

Положительный пример контроля счета капитала с целью предотвращения кэрри-трейд имел место быть в Исландии в 2008 году, когда в стране была резко поднята ключевая ставка для стабилизации валютного курса и смягчения инфляции. При отсутствии возможности зарубежных инвестиций инвесторы вкладывали средства в государственные облигации, помогая финансировать бюджетный дефицит и избежать кризиса суверенного долга [184]. После преодоления пика кризиса Исландия взяла курс на либерализацию счета капитала, так как в долгосрочной перспективе строгий контроль мог привести к оседанию экспортной выручки за пределами страны, что являлось бы препятствием для экономического роста.

Точка зрения автора совпадает с позицией МВФ, заключающейся в том, что административные меры регулирования контроля счета капитала и валютного курса не являются долгосрочными инструментами решения фундаментальных экономических проблем. Рыночно-ориентированное регулирование счета капитала может быть эффективным в среднесрочной перспективе.

Введение ограничений потоков капитала – временная мера по созданию благоприятных условий для проведения реформ, направленных на улучшение инвестиционного климата. Меры контроля движения капитала должны вводиться только в тех случаях, когда традиционные методы осуществления монетарной политики, не могут повлиять на поведение иностранных портфельных игроков на местном рынке. В частности, контроль оттока капитала предотвращает ситуацию, когда первые результаты реформ могут быть нивелированы спекулятивной атакой на местную валюту с последующим массовым уходом инвесторов с рынка.

Введение мер контроля счета капитала должно быть направлено на определенную группу инвесторов, осуществляться по единому каналу и не предусматривать исключений, позволяющих обойти данные меры. Многолетний опыт контроля движения капитала в Индии показал, что обратная ситуация приводит к колоссальным бюрократическим издержкам при отсутствии положительного эффекта для экономики [226].

Выводы по третьей главе

1) В Бразилии и Мексике рыночная модель экономики, в России и Аргентине - банковская. По уровню экономической свободы Мексика и Россия лидируют. Финансовый сектор в наибольшей степени развит в Бразилии, в наименьшей – в Аргентине. Как на бразильском, так и на российском рынке акций и производных финансовых инструментов иностранные инвесторы занимают значительную долю. С целью уменьшения

зависимости рынков от спекулятивных потоков необходимо привлекать внутренних розничных инвесторов путем предоставления налоговых льгот, повышения финансовой грамотности и технологических разработок, максимально упрощающих процесс вложения средств.

2) Россия и рассмотренные страны Латинской Америки испытывают проблему сильного социального неравенства. Общими чертами их культур по шестимерной модели Г. Хофстеде являются коллективизм и низкая толерантность к неопределенности, что соотносится с поведением внутренних розничных инвесторов и является противоположностью стратегиям крупных опытных международных игроков рынка.

3) Доминирующее положение одних и тех же глобальных инвесторов на финансовых рынках России и стран Латинской Америки было подтверждено исследованием инвестиционных проспектов и структуры портфелей крупных международных фондов, а также факторным анализом по методу главных компонент, показавшим, что сферой интересов глобальных спекулятивных инвесторов являются развивающиеся рынки, нефть и цветные металлы, глобальных консервативных инвесторов – благородные металлы.

4) Анализ динамической корреляции российского финансового рынка, цен на нефть Brent и валютных пар рубль-доллар и евро-доллар с помощью модели DCC-GARCH подтвердил, что рост индекса RTS и укрепление курса рубля к доллару, как правило сопровождаются положительной динамикой цен на энергоносители и ослаблением доллара к евро, обратная зависимость также имеет место быть.

5) Были предложены три сценария развития финансового рынка: огосударствление экономики (вероятность 60%), сохранение текущей экономической ситуации (вероятность 35%) и экономическая либерализация (вероятность 5%). Сценарий экономической либерализации наиболее благоприятен, так как подразумевает создание условий для привлечения крупных долгосрочных инфраструктурных инвестиций со всего мира и ограничение спекулятивных краткосрочных вложений путем повышения

прозрачности регулирования рынка и защиты прав его участников, изменения налогообложения, управления резервами и валютными операциями, что позволит повысить устойчивость экономики, будет стимулировать рост ВВП и активное развитие финансового сектора.

б) Основываясь на зарубежном опыте, также предложен комплекс мер по минимизации спекулятивных инвестиций и увеличению инвестиционных горизонтов иностранных участников российского финансового рынка, в частности, снижение ключевой ставки, введение налоговой шкалы, зависящей от длительности инвестиционных горизонтов или обязательных резервных требований, уменьшение ставки налога на дивиденды, установление временного лага при конвертации рубля в иностранную валюту иностранными участниками рынка / введение налога на конвертацию рубля для нерезидентов при существенных объемах сделок.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Современная Россия начала испытывать проблему оттока капитала с 2008 года, что совпало с глобальным финансовым кризисом. В связи с рядом макроэкономических, геополитических и институциональных факторов, проблема низкой конкурентоспособности России с точки зрения инвестиционной привлекательности осталась нерешенной. Международный кризис, связанный с распространением коронавирусной инфекции в 2020 году, ставит перед страной новые вызовы с точки зрения сохранения экономической устойчивости.

Целью диссертации являлось предложение новых научно обоснованных экономических решений по формированию эффективной политики, направленной на привлечение широкого круга инвесторов на российский финансовый рынок, имеющих существенное значение для развития страны, а также расширение научного аппарата поведенческих финансов. В ходе работы над исследованием были изучены теоретические аспекты поведения инвесторов на зрелых и развивающихся рынках и факторы, влияющие на действия участников рынка. Также были проанализированы результаты научных трудов международных организаций, зарубежных и российских ученых. Прделанная работа позволила достичь цель научного исследования и поставленные задачи.

Так, в первой главе настоящей диссертации дана характеристика концептуальной модели поведения инвесторов, иллюстрирующей причинно-следственные связи между действиями отдельных игроков рынка, их устойчивыми предпочтениями и иррациональной составляющей поведения, а также конъюнктурой рынка и прошлым опытом. Также модель демонстрирует, что в условиях нестабильности поведение и мнения отдельных инвесторов трансформируются в коллективное поведение и настроения рынка. В дополнение, модель раскрывает факторы, под влиянием которых формируются устойчивые предпочтения инвесторов: состояние

макроэкономики, зрелость рынка, институциональные характеристики, политическое и социальное устройство общества, ценностно-идеологические составляющие, качество жизни, человеческий капитал.

В первой главе также систематизированы методы исследования поведения инвесторов, которые можно разделить на три группы: прямой метод (социологические опросы, нейроэкономика); непрямой метод (количественные модели, построенные на основе «больших данных»); системный анализ (комбинирование прямого и непрямого методов). В диссертации были раскрыты причины, по которым системный анализ является наиболее подходящим для применения на развивающихся рынках, в дальнейшем предложенный подход был успешно применен для достижения поставленных задач.

Также в первой главе диссертации представлена классификация моделей поведения инвесторов на развивающихся рынках. Выделены и охарактеризованы азиатская, исламская, латиноамериканская и постсоветская модели поведения инвесторов, установлено, что латиноамериканская и постсоветская модели обладают наибольшим числом общих черт.

Во второй главе диссертации представлены результаты корреляционного анализа и теста причинности по Грейнджеру, проведенного для индексов акций развивающихся рынков, рынка США, цен на сырьё, валютных пар. Проведенная работа позволила сформулировать следующий вывод: между долей прямых и инвестиций США в экономику страны и её совместным движением её рынка с глобальным рынком существует прямая зависимость. Цены на сырьё и динамика валютных курсов также являются драйверами динамики развивающихся рынков. В частности, модель DCC-GARCH, построенная в третьей главе диссертации, продемонстрировала взаимосвязь динамики российского рынка акций с ценами на нефть, валютными парами евро - доллар и рубль- доллар.

В третьей главе диссертации эмпирические результаты, полученные во второй главе, интерпретированы с точки зрения поведенческих финансов.

Было продемонстрировано, что нередко на развивающихся рынках крупные зарубежные спекулятивные инвесторы со значительным профессиональным опытом, серьезными ресурсами и англо-саксонской моделью поведения доминируют над менее опытными внутренними игроками рынка, демонстрирующими коллективизм и высокую чувствительность к информационным поводам. Анализ инвестиционных проспектов глобальных фондов, специализирующихся на развивающихся рынках, показал, что рынки, входящие в сферу интересов крупных игроков, часто совпадают. Таким образом, помимо макроэкономических трендов, определяющих движения формирующихся рынков, одним из самых значительных драйверов их динамики является поведение глобальных игроков – результатом этого является совместное движение, упомянутое выше.

Также в третьей главе проведен факторный анализ по методу главных компонент, позволяющий выявить основные группы глобальных инвесторов. Сделан вывод о том, что сферой интересов глобальных спекулятивных инвесторов являются рынки акций и фьючерсы на нефть, сферой интересов глобальных консервативных инвесторов – благородные металлы, также есть несколько групп глобальных игроков рынка, специализирующихся на сырье: цветные металлы, злаковые культуры, агропромышленные культуры Латинской Америки, фьючерсы на природный газ Henry Hub.

В дополнение, в третьей главе диссертации охарактеризованы модели поведения внутренних инвесторов на рынках России, Бразилии, Мексики и Аргентины с применением инструментария, предложенного в первой главе. Уровень зрелости рынка и экономики рассматриваемых стран сопоставим. С точки зрения структуры собственности Россия близка к Аргентине – обе страны имеют ярко выраженную банковскую модель экономики, в аспекте доминирования иностранных инвесторов на рынке акций – к Бразилии. Наибольшим количеством сходств ценностно-идеологических факторов (дистанция власти, коллективизм, избегание неопределенности) с Россией обладают Бразилия и Мексика. Россия опережает латиноамериканские страны

по ВВП на душу населения и длительности образования, но при этом сильно уступает по продолжительности жизни.

Также в третьей главе представлены три среднесрочных сценария развития российского финансового рынка: огосударствление экономики, сохранение текущей экономической ситуации, экономическая либерализация. Вероятность наступления первого и второго сценария велика – третьего, напротив, минимальна. Наиболее серьезными рисками огосударствления экономики является потеря страной инвестиционной привлекательности и глобальной конкурентоспособности, падение качества жизни и, как следствие, отток высококвалифицированных специалистов за рубеж. Реализация политики экономической либерализации может не только предотвратить вышеописанные последствия, но и привести экономику к темпам роста, опережающим среднемировые.

В дополнение к вышеперечисленному, в третьей главе исследования представлен комплекс мер по предотвращению спекулятивных действий и увеличению инвестиционных горизонтов иностранных участников рынка. Предложены способы рыночно-ориентированного контроля счета капитала – установление налогов/обязательных резервов для иностранных спекулятивных инвесторов. Рекомендовано введение прогрессивной шкалы налогообложения дохода от продажи облигаций, а также купонного дохода по облигациям в зависимости от срока владения ценной бумагой. Налог на дивиденды по акциям, напротив, предложено понизить. Также разработаны схемы по перенаправлению инвестиций нерезидентов из рынка облигаций в рынок акций. В аспекте монетарной политики рекомендовано постепенное снижение ключевой ставки и умеренное вмешательство Банка России для предотвращения резких колебаний валютного курса.

В настоящее время остается значительная область для дальнейших исследований в сфере моделей поведения инвесторов, которые, по нашему мнению, позволят усовершенствовать политику государства, направленную на привлечение инвестиций, в том числе с учетом новых вызовов и рыночной

конъюнктуры. Среди наиболее актуальных проблемных областей на данный момент можно выделить следующие:

1. сравнительный анализ российской модели поведения инвесторов с моделями поведения инвесторов на рынках развивающихся стран, решивших проблему инвестиционной привлекательности (большинство таких стран демонстрирует азиатскую модель поведения), анализ возможности применения опыта рассматриваемых регионов для России;

2. разработка финансовых инструментов для привлечения широкого круга внутренних розничных инвесторов на российский финансовый рынок.

Таким образом, выводы и рекомендации настоящего диссертационного исследования имеют высокую научную значимость, позволяя усовершенствовать теоретико-методологические основы применения системного анализа поведения инвесторов и интерпретации его результатов с целью повышения региональной инвестиционной привлекательности.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Аптекарь, П. Средний класс Владимира Путина / П. Аптекарь. – Текст : электронный // Ведомости. – 2020. – 18 марта. – URL: <https://www.vedomosti.ru/opinion/articles/2020/03/18/825601-srednii-klass> (дата обращения: 15.04.2020).
2. Аузан, А. Культурные факторы модернизации / А. Аузан, А. Архангельский, П. Лунгин [и др.]. - Москва, Санкт-Петербург : Фонд «Стратегия 2020» - 218 с. – Текст: непосредственный.
3. Банковский сектор: официальный сайт Банка России. – Москва. – URL: https://www.cbr.ru/banking_sector/ (дата обращения: 30.03.2020). – Текст : электронный.
4. Берзон, Н.И. Российский финансовый рынок: вызовы, проблемы и перспективы / Н.И. Берзон, А.И. Столяров, Т.В. Теплова // XVII Апрельская международная научная конференция по проблемам развития экономики и общества. – Москва : Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», 2016. – Текст : непосредственный.
5. Блумер, Г. Коллективное поведение. Американская социологическая мысль: Тексты / Г. Блумер. – Москва : Издательство Международного университета бизнеса и управления, 1996. - 215 с. – ISBN отсутствует.
6. Вавина, Е. «Выйти из сделки было большой ошибкой». Аналитики о развале соглашения ОПЕК+ / Е. Вавина, А. Топорков, Г. Старинская. – Текст : электронный // Ведомости. – 2020. – 6 марта. – URL: <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2020/03/06/824696-opек> (дата обращения: 15.04.2020).
7. Глазов, М.М. Управление персоналом: анализ и диагностика персонал-менеджмента: учебник / М.М. Глазов, И.П. Фирова, О.Н. Истомина. – Санкт-Петербург : ООО «Андреевский издательский дом», 2007. – 251 с. – ISBN 5-902894-11-5.

8. Голубович, А. Игра на разрушение: почему Банк России поощряет carry trade в России / А. Голубович, А. Орлов. – Текст : электронный // Forbes. – 2017. – 30 марта. – URL: <http://www.forbes.ru/biznes/341743-igra-na-razrushenie-pochemu-bank-rossii-pooshchryaet-carry-trade-v-rossii> (дата обращения: 15.04.2017).

9. Инвесторы поверили в Россию: официальный сайт РБК. – Москва. – 2017. – 9 января. – URL: <http://www.rbc.ru/newspaper/2017/01/10/5873713b9a79472e67f8b42b> (дата обращения: 01.02.2018). – Текст: электронный.

10. Инглхарт, Р. Модернизация, культурные изменения и демократия / Р. Инглхарт, К. Вельцель. – Москва : Новое издательство, 2011. – 464 с. – ISBN 978-5-98379-144-2.

11. Ицхоки, О. Валютный кризис 2014-2015 годов / О. Ицхоки. – Текст : электронный // Ведомости. – 2015. – 11 января. – URL: <https://www.vedomosti.ru/opinion/articles/2015/01/12/valyutnyj-krizis-20142015-gg> (дата обращения: 20.09.2017).

12. Канеман, Д. Думай медленно...решай быстро / Д. Канеман. – Москва : АСТ, 2013. – 656 с. – ISBN 978-5-17-080053-7.

13. Кантолинский, М.И. Ценовые аномалии на российском фондовом рынке: факторный анализ и прогнозирование: специальность 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит»: диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Кантолинский Михаил Иосифович; Федеральное государственное образовательное учреждение высшего профессионального образования «Финансовая академия при Правительстве Российской Федерации» – Москва, 2010. – 195 с. – Библиогр.: с. 129-142. – Текст: непосредственный.

14. Клаус, Г. Кибернетика и философия / Г. Клаус, перевод с немецкого И.С. Добронравова, послесловие Л.Б. Баженова. – Москва : Издательство иностранной литературы, 1963. – 142 с. – ISBN отсутствует.

15. Коряковцев, В. Облигации федерального займа / В. Коряковцев. – Екатеринбург : Издательские решения, 2007. – 120 с. – ISBN (EAN) 9785448336065.

16. Кун, Т. Структура научных революций. С вводной статьей и дополнениями 1969 г. / Т. Кун. – Москва : Прогресс, 1977. – 300 с. – ISBN отсутствует.

17. Лебедева, К.М. Особенности структуры поведения инвесторов на развивающихся финансовых рынках / К.М. Лебедева // Банки, монетарное регулирование и финансовые рынки на пути к устойчивому росту экономики; под редакцией Н.Э. Соколинской, И.Е. Шакер, Л.Н. Андриановой. — Москва : РУСАЙНС, 2016. — с. 382-389. – 1000 экз. – ISBN 978-5-4365-0929-7.

18. Лебедева, К.М. Инвестиционная привлекательность развивающихся рынков в условиях глобализации / К.М. Лебедева // Глобальная экономика в XXI веке: диалектика конфронтации и солидарности: сборник научных трудов по итогам IV-й Международной научной конференции; под редакцией Д.Е. Сорокина, М.Л. Альпидовской – Краснодар : Издательство Научно-исследовательского института экономики Южного федерального округа, 2017. – С. 181-183. – ISBN 978-5-9952-0021-5.

19. Лебедева, К.М. Модели поведения инвесторов на европейских финансовых рынках / К.М. Лебедева // Банковские услуги. – 2017. - № 4. – с. 20-24. – ISSN 2075-1915.

20. Лебедева, К.М. Влияние инвестиций США на динамику рынков акций России и Латинской Америки / К.М. Лебедева // Банковские услуги. – 2018. - № 2. – с. 25-30. – ISSN 2075-1915.

21. Лебедева, К.М. Применение поведенческих подходов для прогнозирования среднесрочной динамики российского финансового рынка /

К.М. Лебедева // Финансы, Деньги, Инвестиции. – 2018 - № 1 / 2018 (65). – с. 34-39. – ISSN 2222-0917.

22. Лебедева, К.М. Комплекс мер по минимизации спекулятивных инвестиций и увеличению инвестиционных горизонтов на развивающихся финансовых рынках: пример России / К.М. Лебедева // Финансы, Деньги, Инвестиции. – 2020. - № 2 / 2020 (74). – С. 35-40. - ISSN 2222-0917.

23. Лебон, Г. Психология толп. Мнение и толпа / Г. Лебон, Г. Тард. – Москва : Институт психологии РАН, КСП+, 1998. – 416 с. – ISBN 5-201-02259-6, 5-89692-002-4.

24. Лебон, Г. Психология народов и масс / Г. Лебон. – Санкт – Петербург : Макет, 1995. – 316 с. – ISBN 5-85186-037-5.

25. Мамедов, О.Ю. Глобализация национальной экономики начинается с её либерализации / О.Ю. Мамедов // Terra Economicus. – 2014. – № 2. Том 12. – С. 6 – 11. – ISSN 2073-6606.

26. Миркин, Я.М. Рынок ценных бумаг России: Воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития / Я.М. Миркин. – Москва : Альпина Паблишер, 2002. – 623 с.

27. Миркин, Я.М. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски / Я.М. Миркин. – Москва : GELEOS Publishing House; Кэпитал Трейд Компани, 2011. – 480 с. – ISBN 978-5-412-00252-1.

28. Миркин, Я.М. Развивающиеся рынки и Россия в структуре глобальных финансов: финансовое будущее, многолетние тренды / Я.М. Миркин. - Москва : Магистр, 2015. – 176 с. – ISBN 978-5-9776-0402-4.

29. Миркин, Я.М. Российское финансовое будущее 2016-2025 гг. / Я.М. Миркин // Рынок ценных бумаг. – 2016. - № 2. – С. 6-12. – ISSN 0869-6608.

30. Миркин, Я.М. Лечи сложное сложным / Я.М. Миркин // Эксперт. – 2017. – 1030: № 21. – ISSN 1812-1896. – Текст : электронный. – URL: <http://expert.ru/expert/2017/21/lechi-slozhnoe-slozhnyim/> (дата обращения: 01.02.2018).

31. Миркин, Я.М. Феномен связанной динамики в глобальных финансах (Россия, Бразилия) / Я.М. Миркин, К.М. Лебедева // Контуры глобальных трансформаций: политика, экономика, право. – 2018. - № 1. Том 11. – С. 155-169. – ISSN 2542-0240, 2587-9324.

32. Миркин, Я.М. Российская экономика: вызовы, сценарии, стратегия, роста / Я.М. Миркин // Проблемы теории и практики управления. – 2018. - № 3. – С. 67-74. – ISSN 0234-4505.

33. Мировой спрос на золото в 2018 году вырос на 4% за счет рекордных почти за 50 лет госзакупок: официальный сайт Интерфакс. - Москва – 2019. – 31 января. – URL: <https://www.interfax.ru/business/648632> (дата обращения: 20.03.2020). – Текст: электронный.

34. Московская биржа с 22 июня запустит вечерние торги акциями российских компаний: официальный сайт Интерфакс. – Москва. – 2020. – 22 июня. – URL: <https://www.interfax.ru/russia/714152> (дата обращения: 30.06.2020). – Текст : электронный.

35. Наварро, Д. Я вижу, о чем вы думаете / Д. Наварро, М. Карлинс. - Минск: Попурри, 2009. – 336 с. – ISBN 978-985-15-4487.

36. Обзор российского финансового сектора и финансовых инструментов: официальный сайт Банка России. – Москва. – URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/107372/overview_2019.pdf (дата обращения: 30.04.2020). – Текст : электронный.

37. Парето, В. Трансформация демократии / В. Парето // Тексты по истории социологии XIX – XX веков: хрестоматия / Составители В.И. Добреньков, Л.П. Беленкова. – Москва : Наука, 1994. – 383 с. – ISBN 5-02-013601-8.

38. Петрова, Ю. Налог на процентный доход по вкладам введут с 2021 года / Ю. Петрова, А. Михеева. – Текст : электронный // Ведомости – 2020. – 26 марта. – URL: <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2020/03/26/826351-nalog-na-protsentnii-dohod> (дата обращения: 01.04.2020).

39. Прямые инвестиции в Российскую Федерацию. Операции по видам экономической деятельности: официальный сайт Банка России. – Москва. – URL: https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/ (дата обращения: 03.04.2020). – Текст : электронный.

40. Прямые инвестиции в Российскую Федерацию. Операции по инструментам и странам-партнерам: официальный сайт Банка России. – Москва. – URL: https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/svs/ (дата обращения: 15.04.2020). – Текст : электронный.

41. Пучкарев, Д. Как изменился российский рынок за последние 10 лет / Д. Пучкарев. – Текст : электронный // BCS Express – 2019. – 27 сентября. – URL: <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/kak-izmenilsia-rossiiskii-rynok-za-poslednie-10-let> (дата обращения: 15.04.2020).

42. Райзберг, Б.А. Современный экономический словарь / Б.А. Райзберг, Л.Ш. Лозовский, Е.Б. Стародубцева. – 2-е изд. – Москва : ИНФРА-М, 1999. – 479 с. – ISBN 978-5-16-009966-8.

43. Российская Федерация. Законы. Об иностранных инвестициях в Российской Федерации: федеральный закон от 09.07.1999 № 160-ФЗ – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_16283/ (дата обращения 15.04.2018).

44. Российская Федерация. Законы. О порядке осуществления иностранных инвестиций в хозяйственные общества, имеющие стратегическое значение для обеспечения обороны страны и безопасности государства: федеральный закон от 29.04.2008 № 57-ФЗ – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. –

URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_76660/ (дата обращения 16.04.2018).

45. Российская Федерация. Законы. О внесении изменений в главу 23 части второй Налогового кодекса Российской Федерации: федеральный закон от 03.04.2017 № 58-ФЗ (ред. от 30.09.2017) – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. –

URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_214795/ (дата обращения 30.04.2018).

46. Российская Федерация. Законы. Налоговый кодекс Российской Федерации. Часть вторая: от 05.08.2000 № 117-ФЗ (ред. от 03.08.2018) (с изменениями и дополнениями, вступившими в силу с 04.09.2018) – Справочно-правовая система «Консультант Плюс». – Текст : электронный. –

URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_28165/ (дата обращения 01.12.2018).

47. Россия продала Великобритании золото на рекордные \$ 5 млрд: официальный сайт РБК. - Москва – 2020. – 28 февраля. –

URL:<https://www.rbc.ru/economics/28/02/2020/5e57904a9a79479d2346177a>

(дата обращения: 15.04.2020). – Текст : электронный.

48. Рубцов, Б.Б. Современные фондовые рынки / Б.Б. Рубцов. - Москва: Альпина Высшая Школа, 2007. – 922 с. – ISBN 978-5-9614-0435-7.

49. Рыжкова, М.В. Иррациональное потребительское поведение как предмет экономической науки / М.В. Рыжкова // Вестник Томского государственного университета. – 2012. - № 4. – С. 64 – 72. – ISSN 1561-7793.

50. Сорокин, П.А. Человек. Цивилизация Общество / П.А. Сорокин. – Москва : Политиздат, 1992. – 543 с. – ISBN 5-250-01297-3.

51. Среднесрочная программа социально-экономического развития страны до 2025 года «Стратегия роста»: официальный сайт Института экономики роста им. Столыпина П.А. – Москва. –

URL: <http://stolypinsky.club/strategiya-rosta-3/> (дата обращения: 01.02.2018). – Текст : электронный.

52. Торговый календарь на 2020 год: официальный сайт Московской биржи. – Москва. – URL: <https://www.moex.com/s223> (дата обращения: 30.06.2020). – Текст : электронный.

53. Третьяков, А.В. Корреляционный анализ фондовых рынков / А.В. Третьяков // Рынок ценных бумаг. – 2001. - № 15. – ISSN 0869-6608.

54. Федорова, Е.А. Влияние макроэкономических факторов на фондовый рынок России / Е.А. Федорова, К.А. Панкратов // Проблемы прогнозирования. – 2010. – № 2. – С. 78–83. – ISSN 1075-7007.

55. Фишер, П. Прямые иностранные инвестиции для России: Стратегия возрождения промышленности / П. Фишер. – Москва : Финансы и статистика, 1999. – 512 с. – ISBN 5-279-02172-5.

56. ФТС России: импорт-экспорт важнейших товаров за январь-сентябрь 2019 года: официальный сайт Федеральной таможенной службы. – Москва. - URL: <http://customs.ru/press/federal/document/214167/> (дата обращения: 06.04.2020). – Текст : электронный.

57. Численность населения с денежными доходами ниже величины прожиточного минимума и дефицит денежного дохода: официальный сайт Федеральной службы государственной статистики. - Москва. – URL: <https://www.gks.ru/folder/13723?print=1> (дата обращения: 15.04.2020). – Текст : электронный.

58. Abbes, M.B. Does Hajj Pilgrimage Affect The Islamic Investor Sentiment? = Как паломничество хадж влияет на настроения исламских инвесторов? / M.B. Abbes, M. Abdelhedi-Zouh // Research in International Business and Finance. - 2015. – № 2015. Vol. 35. - P. 138-152. – DOI: 10.1016/j.ribaf.2015.02.011. – ISSN 0275-5319.

59. About the fund = О фонде: сайт Norges Bank Investment Management. – Осло. – URL: <https://www.nbim.no/en/the-fund/about-the-fund/> (дата обращения: 15.04.2020). – Текст : электронный.

60. After Dream Run, Fed and Trump Worry Emerging-Market Investors = После волны успеха ФРС и Трамп вызывают беспокойство инвесторов на развивающихся рынках: официальный сайт Bloomberg Markets. – 2017. – 12 October. - URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2017-10-12/korea-dodged-as-russia-brazil-favored-in-em-poll-with-fed-focus> (дата обращения: 01.12.2017). – Текст : электронный.

61. Akaike, H. A New Look at the Statistical Model Identification = Новый взгляд на идентификацию статистической модели / H. Akaike // IEEE Transactions on Automatic Control. – 1974. – № 6. Vol.19. – P. 716 – 723. – ISSN 0018-9286.

62. Akaike, H. Fitting Autoregressive Models for Prediction = Подбор авторегрессионных моделей для прогнозирования / H. Akaike // Annals of the Institute of Statistical Mathematics. – 1969. – № 1969. Vol. 21. – P. 243-247. – ISSN 0020-3157.

63. Allen, F. Comparing Financial Systems = Сравнение финансовых систем / F. Allen, D. Gale. - Cambridge, Massachusetts : MIT Press, 1999. – 520 p. – ISBN 9780262011778.

64. Andersen, T.M. The Nordic Model. Embracing Globalization And Sharing Risks = Скандинавская модель. Распределение рисков в условиях глобализации / T.M. Andersen, B. Holmström, S. Honkapohja [и др.]. – Helsinki : The Research Institute of The Finnish Economy (ETLA), 2007. – 165 p. – ISBN 978-951-628-468-5.

65. Argentina's Top 10 Exports = Топ-10 составляющих экспорта Аргентины: сайт World's Top Exports. - Торонто. – URL: <http://www.worldstopexports.com/argentinas-top-10-exports/> (дата обращения: 15.04.2020). – Текст : электронный.

66. Austin, J. What Exactly Is Market Integrity? An Analysis of One of the Core Objectives of Securities Regulation = Чем именно является целостность рынка? Анализ одной из ключевых целей регулирования в сфере ценных бумаг / J. Austin // *William & Mary Business Law Review*. - 2017. – № 2. Vol.8. – P. 215-240. – ISSN 2159-7146.

67. Bae, K.-H. Do Foreigners Facilitate Information Transmission in Emerging Markets? = Упрощают ли иностранцы передачу информации на развивающихся рынках? / К.-Н. Бэе, А. Ozoguz, Н. Тан [и др.] // *Journal of Financial Economics*. - 2012. - № 1. Vol. 105. - P. 209-227. – DOI: 10.1016/j.jfineco.2012.01.00. – ISSN 0304-405X.

68. Baker, M. Investor Sentiment and The Cross-Section of Stock Returns = Настроения инвесторов и доходность акций в моменте / M. Baker, J. Wurgler // *Journal of Finance*. – 2006. - Vol. 61. – P. 1645 – 1680. – DOI: 10.3386/w10449. – ISSN 0022-1082.

69. Baker, M. Investor Sentiment in the Stock Market = Настроения инвесторов на рынке акций / M. Baker, J. Wurgler // *Journal of Economic Perspectives*. - 2007. - № 2. Vol. 21. - P. 129-152. – DOI: 10.3386/w13189. – ISSN 08953309.

70. Baker, M. Global, Local and Contagious Investor Sentiment = Глобальные, локальные и переходящие настроения инвесторов / M. Baker, J. Wurgler, Y. Yuan // *Journal of Financial Economics*. - 2012. - Vol. 104. - P. 272-287. – DOI: 10.1016/j.jfineco.2011.11.002. – ISSN 0304-405X.

71. Baker, N.L. Low Risk Stocks Outperform within All Observable Markets of The World = Акции с низким риском показывают лучшую динамику на всех наблюдаемых мировых рынках / N.L. Baker, R.A. Haugen. – Текст : электронный // SSRN. – 2012. – DOI: 10.2139/ssrn.2055431. – URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2055 (дата обращения: 01.10.2017).

72. Bank Assets (As % of GDP) = Банковские активы (как % от ВВП): сайт HelgiLibrary. – Прага. – URL: <https://www.helgilibrary.com/indicators/bank-assets-as-of-gdp/> (дата обращения: 31.03.2020). – Текст : электронный.

73. Bank Deposits to GDP = Банковские депозиты к ВВП (%): официальный сайт Всемирного банка. – Вашингтон. – URL: <https://data.worldbank.org/indicator/GFDD.OI.02> (дата обращения: 31.03.2020). – Текст : электронный.

74. Barcena, A. Foreign Direct Investment in Latin America and the Caribbean = Прямые иностранные инвестиции в Латинскую Америку и Карибский регион / A. Barcena, M. Cimoli, R. Garcia-Burchaca [и др.]. – Santiago: United Nations, 2019. – 178 p. – ISBN 978-92-1-122023-0.

75. Bartolini, L. Capital Account Liberalization as a Signal = Либерализация счета капитала как индикатор / L. Bartolini, A. Drazen // American Economic Review. – 1997. – 1: Vol. 87. – P. 138–154. – ISSN 0002-8282.

76. Bathia, D. An Examination of Investor Sentiment Effect on G7 Stock Market Returns = Исследование влияния настроений инвесторов на доходность рынка акций стран «Большой семерки» / D. Bathia, D. Bredin // The European Journal of Finance. - 2013. - № 9. Vol. 19. - P. 909-937. – DOI: 10.1080/1351847X.2011.636834. – ISSN 1351847X, 14664364.

77. BCBA Trading Hours = часы работы BCBA: сайт TradingHours.com. – Страудсберг. – URL: <https://www.tradinghours.com/exchanges/bcba/trading-hours> (дата обращения: 30.06.2020). – Текст : электронный.

78. Becker, G. Human Capital: A Theoretical and Empirical Analysis, with Special Reference to Education = Человеческий капитал: теоретический и эмпирический анализ с отдельным фокусом на образование / G. Becker. - Chicago: University of Chicago Press, 1994. – 412 p. – ISBN 0-226-04119-0.

79. Ben Aissia, D. Home and Foreign Investor Sentiment and The Stock Returns = Настроения внутренних и иностранных инвесторов и доходность

акций / D. Ben Aissia // The Quarterly Review of Economics and Finance. – 2016. - Vol. 59. - P. 71-77. – DOI: 10.1016/j.qref.2015.06.009. – ISSN 1062-9769.

80. Bialkowski, J. Fast Profits: Investor Sentiment and Stock Returns during Ramadan = Быстрая прибыль: Настроения инвесторов и доходность акций во время Рамадана / J. Bialkowski, A. Etebari, T.P. Wisniewski // Journal of Banking & Finance. - 2012. - № 12. Vol. 36. - P. 835-845. – DOI: 10.1016/j.jbankfin.2011.09.014. – ISSN 0378-4266.

81. Black, F. Beta and Return: Announcements of The ‘Death of Beta’ Seem Premature = Бета и доходность: выводы о неприменимости показателя бета выглядят преждевременными / F. Black // Journal of Portfolio Management. – 1993. – № 20. Vol.1. - P. 8-18. – ISSN 0095 – 4918.

82. BlackRock Emerging Markets Fund, Inc. Supplement Dated March 31, 2020 to the Summary Prospectuses and the Prospectuses of the Fund, Each Dated February 28, 2020, as Amended or Supplemented to Date = BlackRock Emerging Markets Fund, Inc. = Приложение от 31 марта 2020 к резюме проспектов и инвестиционным проспектам фонда, датированным 28 февраля 2020, скорректировано и дополнено на дату предоставления: официальный сайт BlackRock. – Нью-Йорк. –

URL: <https://www.blackrock.com/us/individual/resources/regulatory-documents/stream-document?stream=reg&product=DCM->

[AG&shareClass=Class+Inst&documentId=920607%7E920858%7E920670%7E1626590%7E1712674&iFrameUrlOverride=%2Fus%2Findividual%2Fliterature%2Fprospectus%2Fpro-brintnatl-emergingmkt-latinamericafunds-inv-us.pdf](https://www.blackrock.com/us/individual/resources/regulatory-documents/stream-document?stream=reg&product=DCM-AG&shareClass=Class+Inst&documentId=920607%7E920858%7E920670%7E1626590%7E1712674&iFrameUrlOverride=%2Fus%2Findividual%2Fliterature%2Fprospectus%2Fpro-brintnatl-emergingmkt-latinamericafunds-inv-us.pdf) (дата обращения: 15.04.2020). – Текст : электронный.

83. Blitz, D. The Volatility Effect in Emerging Markets = Влияние волатильности на развивающиеся рынки / D. Blitz, J. Pang, V. Vilet // Emerging Markets Review. – 2013. – Vol. 16. – P. 31-45. – DOI: 10.1016/j.ememar.2013.02.004. – ISSN 1566-0141.

84. Blitz, D.C. Agency-Based Asset Pricing and The Beta Anomaly = Ценообразование активов, основанное на посредничестве, и бета-аномалия / D.C. Blitz. – Текст : электронный // SSRN – 2012. – DOI: 10.2139/ssrn.2068535 (дата обращения: 01.11.2017).

85. BMV Trading Hours = часы работы BMV: сайт TradingHours.com. – Страудсберг. – URL: <https://www.tradinghours.com/exchanges/bmv/trading-hours> (дата обращения: 30.06.2020). – Текст : электронный.

86. Brazil's Top 10 Exports = Топ-10 составляющих экспорта Бразилии: сайт World's Top Exports. - Торонто. – URL: <http://www.worldstopexports.com/brazils-top-10-exports/> (дата обращения: 15.04.2020). – Текст : электронный.

87. Brennan, M. Agency and Asset Pricing = Посредничество и ценообразование активов / M. Brennan // University of California Working Paper. - 1993. – ISSN отсутствует.

88. Brown, G.W. Volatility, Sentiment and Noise Traders = Волатильность, настроения и шумовая торговля / G.W. Brown // Financial Analysts Journal. - 1999. - № 2. Vol. 55. - P. 82-90. – ISSN 0015198X.

89. Brown, G.W. Investor Sentiment and The Near-Term Stock Market = Настроения инвесторов и ближайшая перспектива рынка акций / G. W. Brown, M.T. Cliff // Journal of Empirical Finance. - 2004. - Vol. 1. - P. 1-27. – DOI: 10.1016/j.jempfin.2002.12.001. – ISSN 09275398.

90. Brzeszczyński, J. Investor Response to Public News, Sentiment and Institutional Trading in Emerging Markets: A Review = Реакция инвесторов на новости в публичном пространстве, настроения и институциональная торговля на развивающихся рынках: обзор / J. Brzeszczyński, J. Gajdka, A.M. Kutan // International Review of Economics and Finance. - 2015. - Vol. 40. - P. 338-352. – DOI: 10.1016/j.iref.2015.10.042. – ISSN 1059-0560.

91. BVS Trading Hours = часы работы BVS: сайт TradingHours.com. – Страудсберг. – URL: <https://www.tradinghours.com/exchanges/bvs/trading-hours> (дата обращения: 30.06.2020). – Текст : электронный.

92. Cakici, N. Do The Size, Value and Momentum Factors Drive Stock Returns in Emerging Markets? = Как факторы размера, стоимости и динамики влияют на доходность акций на развивающихся рынках? / N. Cakici, Y. Tang, A. Yan // Journal of International Money and Finance. – 2016. – Vol.69. – P. 179-204. – DOI: 10.1016/j.jimonfin.2016.06.001. – ISSN 0261-5606.

93. Capital Controls. Cash cowed = Меры контроля капитала. Источник дохода // The Economist. – 2013 – 6 April. – Текст : электронный. - URL: <https://www.economist.com/finance-and-economics/2013/04/06/cash-cowed> (дата обращения 07.05.2018).

94. Causes and Consequences of Income Inequality: A Global Perspective = Причины и следствия неравенства доходов: глобальная перспектива: официальный сайт Международного валютного фонда. – Вашингтон. – URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1513.pd> (дата обращения: 15.04.2018). – Текст : электронный.

95. Central Government Debt, total (% of GDP) = Общий долг центрального правительства (% ВВП): официальный сайт Всемирного банка. – Вашингтон. – URL: <http://data.worldbank.org/indicator/GC.DOD.TOTL.GD.ZS?locations=BR> (дата обращения: 25.03.2020). – Текст : электронный.

96. Chamon, M. Capital Controls in Brazil: Effective? = Меры контроля капитала в Бразилии: эффективны? / M. Chamon, M. Garcia // Journal of International Money and Finance. – 2016. – № C. Vol. 61. – P. 163-187. – DOI: 10.1016/j.jimonfin.2015.08.008. – ISSN 0261-5606.

97. Chang, Y.Y. Working Paper. Does Investor Sentiment Impact Global Equity Markets? = Влияют ли настроения инвесторов на глобальные рынки

акций? / Y.Y. Chang, R. Faff, C.-Y. Hwang: официальный сайт European Financial Management Association. – Норфолк. – URL:<https://efmaefm.org/0efmameetings/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2009-Milan/papers/149.pdf> (дата обращения: 01.10.2017). – Текст : электронный.

98. Chile's Top 10 Exports = Топ-10 составляющих экспорта Чили: сайт World's Top Exports. - Торонто. – URL: <http://www.worldstopexports.com/chiles-top-10-exports/> (дата обращения: 15.04.2020). – Текст : электронный.

99. Chung, S.L. When Does Investor Sentiment Predict Stock Returns? = Когда настроения инвесторов помогают прогнозировать доходность акций? / S.L. Chung, C.H. Hung, C.Y. Yeh // Journal of Empirical Finance. - 2012. - Vol. 19. - P. 217-240. – DOI: 10.1016/j.jempfin.2012.01.002. – ISSN 09275398.

100. Clark, P.K. A Subordinated Stochastic Process Model with Finite Variance for Speculative Prices = Модель подчиненного стохастического процесса с конечной дисперсией для спекулятивных цен / P.K. Clark // Econometrica. - 1973. - Vol. 41. - P. 135-155. – ISSN 1468-0262.

101. Cohen, L. Complicated Firms = Сложные компании / L. Cohen, D. Lou // Journal of Financial Economics. – 2012. – Vol. 104. – P. 383 - 400. – DOI: 10.1016/j.jfineco.2011.08.006. – ISSN: 0304 – 405X.

102. Comgest Growth Emerging Markets: официальный сайт Comgest. – 2017. – 30 September. – Гонконг. – URL:http://www.comgest.com/export/sites/default/data/shared_data/document_fonds/MR_COMGEST_GROWTH_EMERGING_MARKETS_USD_I_ACC_En.pdf (дата обращения: 01.02.2018). - Текст : электронный.

103. Comgest Growth Emerging Markets USD Acc. Portfolio = Агрегированный инвестиционный портфель в долларах США фонда Comgest Growth Emerging Markets: сайт Morningstar. – Чикаго. – URL: <https://www.morningstar.co.uk/uk/funds/snapshot/snapshot.aspx?id=F0GBR052SV&tab=3> (дата обращения: 16.04.2020). – Текст : электронный.

104. Constantinides, G.M. Handbook of the Economics of Finance: Financial Markets and Asset Pricing / G.M. Constantinides, M. Harris, R.M. Stulz. - Wormer : North Holland, 2003. – 694 p. – ISBN 0444513639, 978-0444513632.

105. Cooray, A. The Role of the Government in Financial Sector Development = Роль Правительства в развитии финансового сектора / A. Cooray // Economic Modelling. – 2011. - № 28. Vol.3. – P. 928 – 938. – DOI: 10.1016/j.econmod.2010.11.001. – ISSN 0264-9993.

106. Coordinated Portfolio Investment Survey. Derived Portfolio Investment Liabilities (All Economies) by Economy of Nonresident Holder: Total Portfolio Investment (Derived from Creditor Data) = Координированный опрос о портфельных инвестициях. Выведенные обязательства по портфельным инвестициям (все экономики) по экономике держателя – нерезидента: общие портфельные инвестиции (на основе данных кредиторов): официальный сайт Международного валютного фонда. – Вашингтон. – URL: <https://data.imf.org/?sk=B981B4E3-4E58-467E-9B90-9DE0C3367363&sId=1424963554286> (дата обращения: 31.03.2020). – Текст : электронный.

107. Copper Ore Exports by Country = Экспорт медной руды по странам: сайт World's Top Exports. - Торонто. – URL: <http://www.worldstopexports.com/copper-ore-exports-by-country/> (дата обращения: 15.04.2020). – Текст : электронный.

108. Corredor, P. Investor Sentiment Effect in Stock Markets: Stock Characteristics or Country-Specific Factors? = Влияние настроений инвесторов на рынки акций: характеристики акций или страновые факторы? / P. Corredor, E. Ferrer, R. Santamaria // International Review of Economics & Finance. - 2013. - Vol. 27. - P. 572-591. – DOI: 10.1016/j.iref.2013.02.001. – ISSN 1059-0560.

109. Corruption Perceptions Index 2016 = Индекс восприятия коррупции 2016: официальный сайт Transparency International. – Берлин. – URL:

<https://www.transparency.org/en/news/corruption-perceptions-index-2016#> (дата обращения: 15.03.2017). – Текст : электронный.

110. Corruption Perceptions Index 2019 = Индекс восприятия коррупции 2019: официальный сайт Transparency International. – Берлин. – URL: <https://www.transparency.org/en/publications/corruption-perceptions-index-2019> (дата обращения: 16.04.2020). – Текст : электронный.

111. Covid-19 Presents Stark Choices between Life, Death and the Economy = Covid-19 ставит перед выбором между жизнью, смертью и экономикой // The Economist. – 2020 – 2 April. – Текст : электронный. – URL: <https://www.economist.com/leaders/2020/04/01/covid-19-presents-stark-choices-between-life-death-and-the-economy> (дата обращения: 05.04.2020).

112. Crawford, M. Mexico Positioned to Attract Increased Foreign Investment, Anchored by Manufacturing = Позиционирование Мексики для привлечения иностранных инвестиций с фокусом на промышленность / M. Crawford: официальный сайт AreaDevelopment. – Нью-Йорк. – URL: <http://www.areadevelopment.com/InternationalLocationReports/q3-2016/open-economy-reforms-attract-FDI-to-Mexico-37826721.shtml> (дата обращения: 01.10.2017). – Текст : электронный.

113. Credit to the Non-Financial Sector = Кредитование нефинансового сектора: официальный сайт Bank for International Settlements. – Базель. – URL: <http://www.bis.org/statistics/totcredit.htm> (дата обращения: 01.04.2020). – Текст : электронный.

114. Criminal Law of the People's Republic of China. Chapter VIII = Уголовное право Китайской Народной Республики. Часть VIII. – Permanent Mission of the People's Republic of China to The United Nations and Other International Organizations in Vienna. - Текст : электронный. - URL: <http://www.fmprc.gov.cn/ce/cgvienna/eng/dbtyw/jdwt/crimelaw/t209043.htm> (дата обращения: 01.11.2017).

115. Da, Z. The Sum of All FEARS, Investor Sentiment and Asset Prices = Итог всех страхов (индекса FEARS), настроения инвесторов и цены активов

/ Z. Da, J. Engelberg, P. Gao // Review of Financial Studies. - 2015. - № 1. Vol. 28. - P. 1-32. – DOI: 10.1093/rfs/hhu072. – ISSN 0893-9454.

116. Dabrowski, M. Currency Crises in Emerging-Market Economies: Causes, Consequences and Policy Lessons = Валютные кризисы на развивающихся рынках: причины, последствия и уроки для регулирования / M. Dabrowski, M. Antczak, R. Antczak [и др.]. - Warsaw : CASE, 2002. – 60 p. – ISBN 83-7178-285-3.

117. Dacorogna, M. An Introduction to High-Frequency Finance = Введение высокочастотные финансы / M. Dacorogna, R. Gençay, U.A. Müller [и др.]. - San Diego : Academic Press, 2001. - 383 p. – ISBN 0122796713.

118. Da Silva, O. Top Copper Production by Country = Лидеры по добыче меди по странам / O. Da Silva. – Текст : электронный // Investing News. – 2019. - URL: <https://investingnews.com/daily/resource-investing/base-metals-investing/copper-investing/copper-production-country/> (дата обращения: 30.03.2020).

119. Damodaran, A. Insider and Institutional Holdings by Industry Sector = Инсайдерские и институциональные активы по отраслям / A. Damodaran. – Текст: электронный // Damodaran Online – 2020. – URL: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (дата обращения: 01.04.2020).

120. Damodaran, A. Debt Ratio Trade Off Variables by Industry = Переменные по соотношению долга по отраслям / A. Damodaran. – Текст: электронный // Damodaran Online – 2020. – URL: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> (дата обращения: 15.04.2020).

121. Defosse, M.J. Stock Exchanges by Market Capitalization = Фондовые биржи по уровню рыночной капитализации / M.J. Defosse. – Текст: электронный // Globex Markets. – 2019. – 25 November. – URL: <http://www.globexmarkets.com/blog/articles/top-50-stock-exchanges.html> (дата обращения: 15.05.2020).

122. De Giorgi, E. A Concave Security Market Line = Вогнутая линия рынка ценных бумаг / E. De Giorgi, T. Post, Y. Atakan. – Текст: электронный // SSRN. – 2011. – DOI: 10.2139/SSRN.1800229. – URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1800229 (дата обращения: 01.07.2016).

123. Demirguc-Kunt, A. Bank-based and Market-based Financial Systems – Cross Country Comparisons = Банковская и рыночная финансовые системы – сравнение по странам / A. Demirguc – Kunt, A. Levine. - Washington D.C. : World Bank, 1999. – 73 p. – ISBN отсутствует.

124. Dewulf, J. Switzerland, a Country of Paradoxes: An Interview about Swiss Identity, Politics and Culture with Hugo Loetscher, Roger de Weck and Iso Camartin = Швейцария, страна парадоксов: интервью о швейцарской идентичности, политике и культуре с Hugo Loetscher, Roger de Weck и Iso Camartin / J. Dewulf, K. Feng, H. Hunsicker [и др.]: сайт eScholarship. – Беркли. - URL: <https://escholarship.org/uc/item/6jd0v592> (дата обращения: 01.06.2017). – Текст : электронный.

125. Doing Business Database = База данных по ведению бизнеса: сайт проекта «Ведение бизнеса» при поддержке Всемирного банка. – Вашингтон. – URL: <http://www.doingbusiness.org/data/exploretopics/entrepreneurship> (дата обращения: 25.03.2020). – Текст : электронный.

126. Dorricott, S. 3 Biggest and Best Emerging Markets Funds = Три крупнейших и лучших фонда, инвестирующих в развивающиеся рынки / S. Dorricott. – Текст : электронный // Morningstar. – 2017. – 31 July. - URL: <http://www.morningstar.co.uk/uk/news/159742/3-biggest-and-best-emerging-markets-funds.aspx> (дата обращения: 15.06.2018).

127. Drakos, K. Terrorism Activity, Investor Sentiment and Stock Returns = Террористическая активность, настроения инвесторов и доходность акций

/ K. Drakos // Review of Financial Economics. - 2010. - Vol. 19. - P. 128-135. – DOI: 10.1016/j.rfe.2010.01.001. – ISSN 10583300.

128. Durbin, J. Testing for Serial Correlation in Least Squares Regression I = Тест на автокорреляцию остатков в регрессии по методу наименьших квадратов I / J. Durbin, G.S. Watson // Biometrika. – 1950. – № 3-4. Vol. 37. – P. 409-428. – ISSN 0006 – 3444.

129. Durbin, J. Testing for Serial Correlation in Least Squares Regression II = Тест на автокорреляцию остатков в регрессии по методу наименьших квадратов II / J. Durbin, G.S. Watson // Biometrika. – 1951. – № 1-2. Vol. 38. – P. 159-179. – ISSN 0006 – 3444.

130. E-Handbook Of Statistics = Электронный статистический справочник: официальный сайт Конференции Организации Объединенных Наций по торговле и развитию. – Женева. – URL: <https://stats.unctad.org/handbook/EconomicTrends/Fdi.html> (дата обращения: - 03.04.2020). – Текст : электронный.

131. ECLAC: The Region Has Underestimated Inequality = Экономическая комиссия по Латинской Америке и Карибскому региону: Неравенство в регионе недооценено: официальный сайт Economic Commission for Latin America and Caribbean. – Сантьяго. – URL: <https://www.cepal.org/en/pressreleases/eclac-region-has-underestimated-inequality> (дата обращения: 16.04.2020). – Текст : электронный.

132. Edwards, S. Preventing Currency Crises in Emerging Markets = Предотвращение валютных кризисов на развивающихся рынках / S. Edwards, J.A. Frankel. - Chicago : The University of Chicago Press Books, 2002. – 720 p. – ISBN 0-226-18494-3.

133. Eichengreen, B. Capital Controls in the 21st Century = Контроль капитала в 21-ом веке / B. Eichengreen, A. Rose // Journal of International Money

and Finance. – 2014. - № А. – P. 1-16. – DOI: 10.1016/j.jimonfin.2014.08.001. – ISSN 0261- 5606.

134. Engle, R.F. Autoregressive Conditional Heteroscedasticity with Estimates of the Variance of United Kingdom Inflation = Авторегрессионная условная гетероскедастичность в оценках дисперсии инфляции в Соединенном Королевстве / R.F. Engle // *Econometrica*. – 1982. – № 4. Vol. 50. – P. 987-1007. – ISSN 1468-0262.

135. Engle, R.F. Dynamic Conditional Correlation: A Simple Class of Multivariate Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity Models = Простой тип многомерных обобщенных авторегрессионных моделей с условной гетероскедастичностью / R.F. Engle // *Journal of Business and Economic Statistics*. – 2002. – № 3. Vol. 20. – P. 339-350. – ISSN 07350015, 15372707.

136. Ertl, A.W. Capitalism, The Swiss Model = Капитализм, швейцарская модель / A.W. Ertl – Bloomington : AuthorHouse UK, 2014. – 324 p. – ISBN: 1491893494, 978-1491893494.

137. Esposito, A. Best and Worst Performing Emerging Markets Funds = Лучшие и худшие по доходности фонды, инвестирующие в развивающиеся рынки / A. Esposito. – Текст: электронный // Morningstar. – 2020. – 16 April. - URL: <https://www.morningstar.co.uk/uk/news/201350/best-and-worst-performing-emerging-markets-funds.aspx> (дата обращения: 15.05.2020).

138. Equities Market Trading Hours = Часы работы фондовых рынков: официальный сайт B3. – Сан-Паулу. – URL: http://www.b3.com.br/en_us/solutions/platforms/puma-trading-system/for-members-and-traders/trading-hours/equities/ (дата обращения: 30.06.2020). – Текст : электронный.

139. Falkenstein, E.G. Risk and Return in General: Theory and Evidence = Риск и доходность: теория и факты / E.G. Falkenstein. – Текст : электронный //

SSRN. – 2009. – DOI: 10.2139/ssrn.1420356. – URL: <https://www.semanticscholar.org/paper/Risk-and-Return-in-General%3A-Theory-and-Evidence-Falkenstein/77be4115d2639e3ab577d4006b32609205147aa8>
(дата обращения: 01.10. 2016).

140. Fama, E.F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work = Эффективные рынки капитала: обзор теории и эмпирических работ / E. F. Fama // The Journal of Finance. - 1970. - № 2. Vol. 25. - P. 383-417. – ISSN 0022-1082.

141. Fama, E.F. Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds = Общие факторы риска в доходности акций и облигаций / E.F. Fama, K.R. French // Journal of Financial Economics. - 1993. - Vol. 33. - P. 33-56. – ISSN 0304-405X.

142. Fauver, L. International Variation in Sin Stocks and Its Effects on Equity Valuation = Международные различия в акциях компаний неэтичных отраслей и их влиянии на оценку акций / L. Fauver, M.B. McDonald // Journal of Corporate Finance. – 2014. – Vol. 25. – P. 173-187. - DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2013.11.017. – ISSN 0929-1199.

143. Fernandez, A. Are capital controls countercyclical = Являются ли меры контроля капитала контрциклическими / A. Fernandez, A. Rebucci, M. Uribe // Journal of Monetary Economics. – 2015. – Vol.76. – P. 1-14. – DOI: 10.1016/j.jmoneco.2015.07.001. – ISSN 0304-3932.

144. Fidelity Advisor Emerging Markets Fund. Prospectus = Инвестиционный проспект. – Boston : Fidelity Investments, 2016. – 46 p. – ISBN отсутствует.

145. Fidelity Global Emerging Markets Fund = фонд Fidelity Global Emerging Markets: сайт Fidelity International. – Бостон. – URL: <https://www.fidelity.com.au/funds/fidelity-global-emerging-markets-fund/> (дата обращения: 15.04.2020). – Текст : электронный.

146. Financial Corporations Debt to Equity Ratio = Отношение долга финансовых корпораций к капиталу: официальный сайт Организации экономического сотрудничества и развития. – Париж. – URL: <https://data.oecd.org/corporate/financial-corporations-debt-to-equity-ratio.htm#indicator-chart> (дата обращения: 01.10.2016). – Текст : электронный.

147. Financial Soundness Indicators = Показатели финансовой устойчивости: официальный сайт Международного валютного фонда. – Вашингтон. – URL: <http://data.imf.org/?sk=51B096FA-2CD2-40C2-8D09-0699CC1764DA> (дата обращения: 31.03.2020). – Текст : электронный.

148. Finter, P. CFR Working Paper. The Impact of Investor Sentiment on The German Stock Market = Влияние настроений инвесторов на рынок акций Германии / P. Finter, A. Niessen-Ruenzi, S. Ruenzi. – Cologne : University of Cologne, 2012. – 43 p. – ISBN отсутствует.

149. Forbes, K. Bubble thy Neighbour: Portfolio Effects and Externalities from Capital Controls = Создай «пузырь» на соседнем рынке: влияние мер контроля капитала на инвестиционные портфели и экстерналии / K. Forbes, M. Fratzscher, T. Kostka [и др.] // Journal of International Economics. – 2016. – Vol.99. - P. 85-104. – DOI: 10.1016/j.jinteco.2015.12.010. – ISSN 2110 – 7017.

150. Frazzini, A. Betting Against Beta = Ставка против беты / A. Frazzini, L.H. Pedersen. – Текст: электронный // SSRN. - 2010. – DOI: 10.2139/ssrn.2049 - URL: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2049939 (дата обращения: 01.10.2016).

151. Frijns, B. On The Determinants of Portfolio Choice = Об определяющих факторах выбора инвестиционного портфеля / B. Frijns, E.Koellen, T. Lehnert // Journal of Economic Behaviour and Organization. - 2008. - № 66. - P. 373-386. – ISSN 0167-2681.

152. Gao, Z. Googling Investor Sentiment Around the World = Поиск в Google настроений инвесторов по всему миру / Z. Gao, H. Ren, B. Zhang:

официальный сайт The Chinese University of Hong Kong. – Гонконг. – URL: http://www.cuhk.edu.hk/fin/event/symposium/SEFM_2016_paper_58.pdf (дата обращения: 01.10.2017). – Текст : электронный.

153. GDP growth (annual %) = Рост ВВП (годовой %): официальный сайт Всемирного банка. – Вашингтон. – URL: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.МКТР.KD.ZG> (дата обращения: 31.03.2020). – Текст : электронный.

154. Ghosh, A. What’s in a Name? That Which We Call Capital Controls = В чем смысл понятия мер контроля капитала? / A. Ghosh, M.S. Quershi: официальный сайт Международного валютного фонда. – Вашингтон. – URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2016/wp1625.pdf> (дата обращения: 01.04.2018). – Текст : электронный.

155. GINI Index (World Bank Estimate) = Индекс Джини (Оценка Всемирного банка): официальный сайт Всемирного банка. – Вашингтон. – URL: <https://data.worldbank.org/indicator/SI.POV.GINI> (дата обращения: 31.03.2020). – Текст : электронный.

156. Global Investment Survey Latin America: Key Findings = Глобальный инвестиционный опрос по Латинской Америке: ключевые выводы: сайт Legg Mason Global Asset Management. – Балтимор. – URL: <https://www.leggmason.com/global/perspectives.html#tab=grid> (дата обращения: 01.02.2018). – Текст : электронный.

157. Gold Exports by Country = Экспорт золота по странам: сайт World’s Top Exports. - Торонто. – URL: <http://www.worldstopexports.com/gold-exports-country/> (дата обращения: 15.04.2020). – Текст : электронный.

158. Golden Growth: Restoring the Lustre of the European Economic Model. Country benchmarks = Золотой рост: восстановление блеска европейской экономической модели. Сравнение по странам: официальный сайт Всемирного банка. – Вашингтон. – URL:

<https://www.worldbank.org/en/region/eca/publication/golden-growth> (дата обращения: 01.02.2017). – Текст : электронный.

159. Goldman Sachs Emerging CORE Equity Portfolio Monthly Fund Update 0817 = Ежемесячное обновление портфеля акций фонда. Goldman Sachs Emerging CORE 0817: официальный сайт Goldman Sachs. – Нью-Йорк. - URL: http://www.goldmansachs.com/gsam/docs/funds_international/fund_updates/monthly_fund_updates/mfui_emce_en.pdf (дата обращения: 02.03.2018). – Текст : электронный.

160. Goldman Sachs Emerging CORE Equity Portfolio Holdings & Characteristics = Состав и характеристики портфеля акций Goldman Sachs Emerging CORE: официальный сайт Goldman Sachs Asset Management. – Нью-Йорк. - URL: <https://www.gsam.com/content/gsam/are/en/advisors/fund-center/fund-finder/goldman-sachs-emerging-markets-core-equity-portfolio.html#activeTab=holdings> (дата обращения: 02.03.2018). – Текст : электронный.

161. Granger, C.W.G. Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-spectral Methods = Исследование отношений причинности с помощью эконометрических моделей и перекрестных методов / C.W.G. Granger // *Econometrica*. – 1969. – № 3. Vol. 37. – P. 424-438. – ISSN 1468-0262.

162. Gwartney, J. Economic Freedom of the World: 2016 Annual Report = Экономическая свобода в мире: годовой отчет 2016 / J. Gwartney, R. Lawson. – Vancouver : Fraser Institute, 2016. – 320 p. – ISBN 978-0-88975-408-9.

163. Gwartney, J. Economic Freedom of the World: 2019 Annual Report = Экономическая свобода в мире: годовой отчет 2019 / J. Gwartney, R. Lawson, J. Hall [и др.]. – Vancouver : Fraser Institute, 2019. – 258 p. – ISBN 978-0-88975-561-1.

164. Hall, P.A. Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage = Виды капитализма: институциональные основы

сравнительного преимущества / P.A. Hall, D. Sokice. – New York : Oxford University Press, 2001. – 560 p. – ISBN 0199247757, 978-0199247752.

165. Hannan, E.J. The Determination of the Order of an Autoregression = Определение порядка авторегрессии / E.J. Hannan, B.G. Quinn // Journal of the Royal Statistical Society. – 1979. – Vol. 41. – P. 190 – 195. – ISSN 0964-1998.

166. Helliwell, J. World Happiness Report 2020 = Отчет по уровню счастья в мире 2020 / J. Helliwell, R. Layard, J. Sachs [и др.]. - New York: Sustainable Development Solutions Network, 2020. – 202 p. – ISBN 978-1-7348080-0-1.

167. Hermes Investment Funds Public Limited Company Annual Report and Audited Financial Statements for The Year Ended 31 December 2014 = Годовой отчет Hermes Investment Funds Public Limited Company и аудированная финансовая отчетность по состоянию на 31 декабря 2014 года: сайт [Fondsvermittlung24.de](http://www.fondsvermittlung24.de) – Лондон. – URL: http://www.fondsvermittlung24.de/fonds-documents/fwwdok_mW64FE8RDv.pdf (дата обращения: 02.04.2018). – Текст : электронный.

168. Hermes Investment Funds Public Limited Company Annual Report and Audited Financial Statements for The Year Ended 31 December 2015 = Годовой отчет Hermes Investment Funds Public Limited Company и аудированная финансовая отчетность по состоянию на 31 декабря 2015 года: сайт Teletrader – Лондон. – URL: <https://www.teletrader.com/hermes-asia-ex-japan-equity-f-acc-gbp/funds/GetPdf.aspx?id=RSEN20151231-0000727259.pdf> (дата обращения: 02.04.2018). – Текст : электронный.

169. Hermes Investment Funds Public Limited Company Annual Report and Audited Financial Statements for The Year Ended 31 December 2016 = Годовой отчет Hermes Investment Funds Public Limited Company и аудированная финансовая отчетность по состоянию на 31 декабря 2016 года: сайт [Fondsvermittlung24.de](http://www.fondsvermittlung24.de) – Лондон. – URL:

https://www.fondsvermittlung24.de/fonds-documents/fwwdok_Nir3Y1d05S.pdf
(дата обращения: 02.04.2018). – Текст : электронный.

170. Hermes Investment Funds Public Limited Company Prospectus = Инвестиционный проспект Hermes Investment Funds Public Limited Company. – London : Hermes Investment Funds Public Limited Company, 2017. – 115 p. – ISBN отсутствует.

171. Hermes Investment Funds Public Limited Company Annual Report and Audited Financial Statements for The Year Ended 31 December 2019 = Годовой отчет Hermes Investment Funds Public Limited Company и аудированная финансовая отчетность по состоянию на 31 декабря 2019 года: сайт api.uk13.kurtosys.io – Лондон. – URL: <https://api-uk13.kurtosys.io/tools/ksys319/fundfinder/DocumentDownload?documentid=2622688549&semiAnnualReportDocFilter=1&country=Spain&lang=English&shareclassName=Hermes%20UK%20Small%20and%20Mid%20Cap%20Companies%20Fund> (дата обращения: 01.04.2020). – Текст : электронный.

172. Hofstede, G. Culture Compass Survey = Опрос Культурный Компас / G. Hofstede: официальный сайт Geert Hofstede. – Вагениген. - URL: <https://geert-hofstede.com/cultural-survey.html> (дата обращения: 15.04.2018). – Текст : электронный.

173. Hofstede, G. Culture's Consequences: Comparing Values, Behaviors, Institutions, and Organizations Across Nations = Культурные последствия: сравнение поведения, институтов и организаций по нациям / G. Hofstede. - Thousand Oaks CA: Sage Publications, 2001. – 616 p. – ISBN 0803973241, 9780803973244.

174. Hofstede, G. The 6-D Model of National Culture = Шестимерная модель национальной культуры / G. Hofstede: официальный сайт Geert Hofstede. – Вагениген. - URL: <http://www.geerthofstede.nl/> (дата обращения: 15.04.2018). – Текст : электронный.

175. Hofstede, G. Cultures and Organizations: Software of the Mind = Культуры и организации: программирование смыслов / G. Hofstede, G.J. Hofstede, M. Minkov. – New York : McGraw-Hill USA, 2010. – 576 p. – ISBN 0071664181, 978-0071664189.

176. Holdings = Активы: сайт Norges Bank Investment Management. – Осло. – URL: <https://www.nbim.no/en/the-fund/holdings/> (дата обращения: 15.04.2020). – Текст : электронный.

177. Hong, H. Speculative Betas = Спекулятивные беты / H. Hong, D.A. Sraer // Journal of Finance. – 2015. – № 5. Vol. 71. – P. 2095-2144. – DOI: 10.1111/jofi.12431 – ISSN 0022-1082.

178. Howard, C.T. Behavioral Portfolio Management: How Successful Investors Master Their Emotions and Build Superior Portfolios = Поведенческое управление портфелем: как успешные инвесторы управляют эмоциями и строят выдающиеся портфели / C.T. Howard. – Petersfield : Harriman House Ltd, 2014. - 324 p. – ISBN 0857193570, 9780857193575.

179. Howard, C.T. Strategy Market Barometer = Стратегический барометр рынка [Patent] / C.T. Howard, A.T. Howard. - USA, March 29, 2011.

180. Hudson, Y. Is Investor Sentiment Contagious? International Sentiment and UK Equity Returns = Являются ли настроения инвесторов переходящими? Международные настроения и доходность акций Соединенного Королевства / Y. Hudson, C.J. Green // Journal of Behavioral and Experimental Finance. - 2015. - Vol. 5. - P. 46-59. – DOI: 10.1016/j.jbef.2015.02.004 – ISSN 2214-6350.

181. Hull, M. Do Emerging Markets Become More Efficient as They Develop? Long Memory Persistence in Equity Indices = Становятся ли развивающиеся рынки более эффективными по мере развития? Преобладание долгосрочной памяти в индексах акций / M. Hull, F. McGroarty // Emerging Markets Review. - 2014. - Vol. 18. - P. 45-61. – DOI: 10.1016/j.ememar.2013.11.001 – ISSN 1566-0141.

182. Human Development Index = Индекс человеческого развития: официальный сайт программы развития Организации Объединенных Наций. – Нью-Йорк. - URL: <http://hdr.undp.org/en/content/human-development-index-hdi> (дата обращения: 26.03.2020). – Текст : электронный.

183. IMF World Economic Outlook - Too Slow for Too Long = Слишком медленно слишком долгое время: официальный сайт Международного валютного фонда. – Вашингтон. - URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2016/01/> (дата обращения: 01.10.2017). – Текст : электронный.

184. IMF Country Report № 12/91. Iceland: Ex Post Evaluation of Exceptional Access under the 2008 Stand-by Arrangement = Исландия: фактическая оценка исключительного доступа к кредиту поддержки по соглашению 2008 года. Washington D.C. : International Monetary Fund, 2012. – 33 p. – ISBN 9781475503135/1934-7685.

185. IMF Country Report № 12/206. Brazil: Financial System Stability Assessment = Бразилия: оценка стабильности финансовой системы. Washington D.C. : International Monetary Fund, 2012. – 64 p. – ISBN 9781475506723/1934-7685.

186. IMF Country Report № 16/231. Russian Federation Financial System Stability Assessment = Оценка стабильности финансовой системы Российской Федерации. Washington D.C. : International Monetary Fund, 2016. – 50 p. – ISBN 9781498363068/1934-7685.

187. IMF Country Report № 16/361. Mexico Financial System Stability Assessment = Оценка стабильности финансовой системы Мексики. Washington D.C. : International Monetary Fund, 2016. – 58 p. – ISBN 9781475556384/1934-7685.

188. IMF Country Report № 16/64. Argentina Financial Stability Assessment = Оценка стабильности финансовой системы Аргентины.

Washington D.C. : International Monetary Fund, 2016. – 66 p. – ISBN 9781475559989/1934-7685.

189. Industry Report: Latin America = Отраслевой отчет: Латинская Америка – Zurich: Julius Baer Group, 2014. – 57 p. – ISBN отсутствует.

190. Inflation Targeting Track Record = Статистика по таргетированию инфляции: официальный сайт Banco Central Do Brasil. – Рио-де-Жанейро. – URL: <https://www.bcb.gov.br/en/monetarypolicy/historicalpath> (дата обращения: 15.04.2020). - Текст: электронный.

191. Investing.com – котировки и финансовые новости: сайт Investing.com. – Дорал. – URL: <https://ru.investing.com/> (дата обращения: 01.05.2020). – Текст : электронный.

192. Investor Relations Monthly Presentation = Ежемесячная презентация, посвященная отношениям с инвесторами: официальный сайт BM&FBOVESPA. – 2017. – August. – Сан-Паулу. - URL: <http://ir.bmfbovespa.com.br/> (дата обращения: 01.12.2018). – Текст : электронный.

193. Investor Presentation August 2017 = Презентация для инвесторов август 2017: официальный сайт Московской биржи. – Москва. - URL: <http://www.moex.com/s756> (дата обращения: 01.09.2017). – Текст : электронный.

194. Investor Presentation April 2020 = Презентация для инвесторов апрель 2020: официальный сайт Московской биржи. – Москва. - URL: <http://www.moex.com/s756> (дата обращения: 01.05.2020). – Текст : электронный.

195. Iqbal, R. The Nordic Model: Existence, Emergence and Sustainability = Нордическая модель: появление, существование и устойчивость / R. Iqbal, P. Todi // Procedia Economics and Finance. – 2015. – Vol. 30. – P. 336-351. – DOI: 10.1016/S2212-5671(15)01301-5. – ISSN 2212-5671.

196. J.P Morgan Asset Management Prospectus = Инвестиционный проспект J.P Morgan Asset Management. Luxembourg: J.P Morgan Asset Management, 2017. – 363 p. – ISBN отсутствует.

197. J.P Morgan Emerging Markets Equity Fund (JFMAX) Portfolio = Инвестиционный портфель фонда J.P Morgan Emerging Markets Equity(JFMAX): официальный сайт J.P Morgan. – Нью-Йорк. – URL: <https://am.jpmorgan.com/us/en/asset-management/gim/adv/products/d/jpmorgan-emerging-markets-equity-fund-a-4812a0607###Portfolio> (дата обращения: 01.04.2018). – Текст : электронный.

198. J.P Morgan Emerging Markets Equity Fund (JFMAX) Portfolio = Инвестиционный портфель фонда J.P Morgan Emerging Markets Equity (JFMAX): официальный сайт J.P Morgan. – Нью-Йорк. – URL: <https://am.jpmorgan.com/us/en/asset-management/gim/adv/products/d/jpmorgan-emerging-markets-equity-fund-a-4812a0607#/portfolio> (дата обращения: 16.04.2020). – Текст : электронный.

199. Jacobs, H. What Explains The Dynamics of 100 anomalies? = Динамика 100 аномалий? / H. Jacobs // Journal of Banking & Finance. – 2015. – Vol. 57. – P. 65 – 85. – DOI: 10.1016/j.jbankfin.2015.03.006 – ISSN 0378-4266.

200. Jinjarak, Y. Capital Controls in Brazil – Stemming a tide with a signal? = Контроль капитала в Бразилии – смягчение потоков с помощью индикаторов? / Y. Jinjarak, I. Noy, H. Zheng // Journal of Banking & Finance. – 2013. – 2013: Vol. 37. – P. 2938-2952. – DOI: 10.1016/j.jbankfin.2013.04.007 – ISSN 0378-4266.

201. Kahneman, D. Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases = Суждения в условиях неопределенности: эвристики и погрешности / D. Kahneman, A. Tversky // Science. - 1974. – № 4157. Vol. 185. - P. 1124-1131. – ISSN 1095-9203.

202. Kahneman, D. Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk = Теория перспектив: анализ решений в условиях риска / D. Kahneman,

A. Tversky // *Econometrica*. - 1979. - № 2. Vol. 47. - P. 263-292. – ISSN 1468-0262.

203. Kahneman, D. *Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty* = Преимущества теории перспектив: представление неопределенности в накопительном виде / D. Kahneman, A. Tversky // *Journal of Risk and Uncertainty*. - 1992. - Vol. 5. - P. 297-323. – ISSN 0895-5646.

204. Kaplanski, G. *Sentiment and Stock Prices: The Case of Aviation Disasters* = Настроения и цены акций: случай авиационных катастроф / G. Kaplanski, H. Levy // *Journal of Financial Economics*. - 2010. - Vol. 95. - P. 174-201. – DOI: 10.1016/j.jfineco.2009.10.002 – ISSN 0304-405X.

205. Karceski, J. *Returns-Chasing Behavior, Mutual Funds, and Beta's Death* = Погоня за доходностью, взаимные фонды и «смерть» беты / J. Karceski // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. – 2002. - № 37. Vol. 4. – P. 559–594. – DOI: 10.2307/3595012 – ISSN 0022-1090.

206. Kent Baker, H. *Behavioral Finance: Investors, Corporations, and Markets* = Поведенческие финансы: инвесторы, корпорации и рынки / H. Kent Baker, J.R. Nofsinger. - New Jersey: Wiley, 2010. - 768 p. – ISBN 0470499117, 978-0470499115.

207. *Latin American Economic Outlook 2017. Youth, Skills and Entrepreneurship* = Экономический обзор по Латинской Америке 2017. Молодежь навыки и предпринимательство. - Paris : OECD Publishing, 2017. – 309 p. – ISBN 9789264262546.

208. Lebedeva, K.M. *Comovement of the Russian and Chinese Financial Markets: Undergraduate Dissertation BA(Hons) Finance & Investment Management* = Совместное движение финансовых рынков России и Китая: диссертация на соискание степени бакалавра по финансовому и инвестиционному менеджменту / Lebedeva Karina Maximovna. – Newcastle upon Tyne, 2013. – 65 p. – Библиогр.: с. 55-60. – Текст : непосредственный.

209. Lee, C.M.C. Investor Sentiment and the Closed-End Fund Puzzle = Настроения инвесторов и загадка закрытых инвестиционных фондов / C.M.C. Lee, A. Schleifer, R.H. Thaler // The Journal of Finance. - 1991. - № 1. Vol. 46. - P. 75-109. – ISSN 0022-1082.

210. Lee, H.C. Spillovers of Currency Carry Trade Returns, Market Risk Sentiment, and U.S. Market Returns = Распространение настроений инвесторов, связанных с рыночным риском, доходностью от валютной стратегии кэрри-трейд и доходностью рынка США / H.C. Lee, S.L. Chang // North American Journal of Economics and Finance. - 2013. - Vol. 26. - P. 197-216. – DOI: 10.1016/j.najef.2013.10.001 - ISSN 1055-0925.

211. Lekvall, P. The Nordic Corporate Governance Model = Нордическая модель корпоративного управления / P. Lekvall. - Stockholm: SNS Forlag, 2014. – 284 p. - ISBN 978-91-86949-62-4.

212. Liang, Y. Do Investors Buy Lotteries in China's Stock Market? = Покупают ли инвесторы лотерейные активы на рынке акций Китая? / Y. Liang, W. Zhang // Journal of Applied Finance and Banking. – 2016. – № 6. Vol. 5. – P. 89-106. – DOI: 10.2139/ssrn.2767599 – ISSN 1792-6580.

213. Lima Stock Exchange = Часы работы фондовой биржи Лимы: сайт TradingHours.com. – Страудсберг. – URL: <https://www.tradinghours.com/exchanges/bvl> (дата обращения: 30.06.2020). – Текст : электронный.

214. Linder, W. Swiss Democracy: Possible Solutions to Conflict in Multicultural Societies = Швейцарская демократия: возможные решения конфликта в многокультурных обществах / W. Linder. - Houndmills : Palgrave Macmillan, 2010. – 246 p. – ISBN 978-0-230-27497-6.

215. Lo, A.W. The Adaptive Market Hypothesis: Market Efficiency from An Evolutionary Perspective = Гипотеза адаптивного рынка: эволюционная

перспектива эффективности рынка / A.W. Lo // Journal of Portfolio Management. - 2004. - Vol. 30. - P. 15-29. – DOI: 10.3905/jpm.2004.442611 – ISSN 0095-4918.

216. Lo, A.W. Reconciling Efficient Markets with Behavioral Finance: The Adaptive Market Hypothesis = Соотнесение эффективных рынков с поведенческими финансами: гипотеза адаптивного рынка / A.W. Lo // Journal of Investment Consulting. - 2005. - № 2. Vol. 7. - P. 21-44. – ISSN 1545-9144.

217. Mantica, M. Bovespa: 2019 Performance and Prospects for 2020 = Bovespa: результаты в 2019 и перспективы на 2020 / M. Mantica // Update Brazil. – 2020. – 29 January. – Текст : электронный. - URL: <https://updatebrazil.com/2020/01/29/bovespa-2019-performance-and-prospects-for-2020/> (дата обращения: 15.04.2020).

218. Market Capitalization of listed domestic companies (% of GDP) = Рыночная капитализация местных публичных акционерных обществ (% ВВП): официальный сайт Всемирного банка. – Вашингтон. – URL: <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS> (дата обращения: 31.03.2020). – Текст : электронный.

219. Market Classification Framework = Основа классификации рынков: сайт MSCI. – Нью-Йорк. - URL: https://www.msci.com/documents/1296102/1330218/MSCI_Market_Classification_Framework+2016.pdf/d935f87f-15cb-4ded-bcb8-c79da9a54606 (дата обращения: 25.03.2020). – Текст : электронный.

220. Mexico's Top 10 Exports = Топ-10 составляющих экспорта Мексики: сайт World's Top Exports. - Торонто. – URL: <http://www.worldstopexports.com/mexicos-top-exports/> (дата обращения: 15.04.2020). – Текст : электронный.

221. Mitchell, W. Growth And Cohesion in the European Union: The Impact of Macroeconomic Policy = Рост и единство в Европейском союзе: влияние макроэкономической политики / W. Mitchell, J. Muysken. – Cheltenham : Edward Elgar Publishing Limited, 2006. – 250 p. – ISBN 9781845426118.

222. Mobius, M. The Little Book of Emerging Markets: How To Make Money in the World's Fastest Growing Markets = Маленькая книга по развивающимся рынкам: как зарабатывать на самых быстрорастущих рынках в мире / M. Mobius. - New Jersey : Wiley, 2012. - 229 p. - ISBN 1118153812, 978-1118153819.

223. Nartea, G.V. Do Extreme Returns Matter in Emerging Markets? Evidence from The Chinese Stock Market = Имеют ли значение экстремальные доходности на развивающихся рынках? Факты по рынку акций Китая / G.V. Nartea, D. Kong, J. Wu // Journal of Banking and Finance. - 2017. - № 3. Vol. 76. - P. 189-197. - DOI: 10.1016/j.jbankfin.2016.12.008 - ISSN 0378-4266.

224. Nartea, G.V. Extreme Returns in Emerging Stock Markets: Evidence of a MAX Effect in South Korea = Экстремальные доходности на развивающихся рынках акций: данные по эффекту максимума в Южной Корее / G.V. Nartea, J. Wu, H.-T. Liu // Applied Financial Economics. - 2014. - № 6. Vol. 24. - P. 425 - 435. - DOI: 10.2139/ssrn.2311077 - ISSN 09603107, 14664305.

225. Obstfeld, M. The Trilemma in History: Tradeoffs Among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility = Трилемма в истории: выбор между валютным курсом, монетарной политикой и мобильностью капитала / M. Obstfeld, J.C. Shambaugh, A.M. Taylor // The Review of Economics and Statistics. - 2005 - № 3. Vol. 87. - P. 423-438. - DOI: 10.1162/0034653054638300 - ISSN 00346535, 15309142.

226. Patnaik, I. Did the Indian Capital Controls Work as a Tool of Macroeconomic Policy? = Сработали ли в Индии меры контроля капитала в качестве инструмента макроэкономической политики? / I. Patnaik, A. Shah // IMF Economic Review - 2012. - № 3. Vol. 60. - P. 439-464. - DOI: 10.1057/imfer.2012.16 - ISSN 2041-4161.

227. Peru. Foreign Direct Investment Stock by Country of Origin December 2015 = Перу. Прямые инвестиции по стране – источнику капитала по состоянию на декабрь 2015: сайт Private Investment Promotion Agency. – Лима.

– URL:
<http://www.investinperu.pe/modulos/JER/PlantillaStandard.aspx?are=1&prf=0&je r=6037&sec=17> (дата обращения: 10.04.2020). – Текст: электронный.

228. Peru's Top 10 Exports = Топ-10 составляющих экспорта Перу: сайт World's Top Exports. - Торонто. – URL:
<http://www.worldstopexports.com/perus-top-10-exports/> (дата обращения: 15.04.2020). – Текст : электронный.

229. Portfolio Holdings Listing as at March 31, 2017 = Активы в портфеле по состоянию на 31 марта 2017 года: сайт Fidelity Emerging Markets Fund. – Бостон. -
 URL:<http://www.fidelity.ca/sites/Satellite?c=Page&childpagename=FIC%2FPopu pLayout&cid=1466520309753&packedargs=language- alias%3Den&pagename=FIC%2FWrapper&fundcode=EP&period=CM> (дата обращения: 01.10.2017). – Текст : электронный.

230. Productivity: a Key Issue for Fighting Poverty in Brazil = Производительность: ключевой вопрос в борьбе с бедностью в Бразилии: официальный сайт Всемирного банка. – Вашингтон. – URL:
<http://www.worldbank.org/en/news/feature/2016/08/24/brazil-increase-productivity-share-prosperity> (дата обращения: 05.10.2017). – Текст : электронный.

231. Quack, S. National Capitalisms, Global Competition, and Economic Performance = Национальный капитализм, глобальная конкуренция и экономические результаты / S. Quack, G. Morgan, R. Whitley. – Amsterdam : John Benjamins Publishing Company, 1999. – 334 p. – ISBN 9789027233004.

232. Rabouin, D. After Reversing Trump Slump, Investors Say Mexico's Peso Has Further to Go? = После того, как спад, вызванный Трампом, пройдет, инвесторы говорят, что мексиканское песо восстановится? / D. Rabouin // Reuters. – 2017. – 14 June. – Текст : электронный. – URL:

<http://www.reuters.com/article/uk-mexico-peso-idUSKBN1951T> (дата обращения: 01.10.2017).

233. Raghurir, P. The Psychology of Financial Decision Making: A Case for Theory-Driven Experimental Inquiry = Психология принятия финансовых решений: экспериментальное исследование, основанное на теории / P. Raghurir, S.R. Das // *Financial Analysts Journal*. – 1999. – № 6. Vol. 55. - P. 56-80. – ISSN 0015-198X.

234. Rahman, M.A. Herding Where Retail Investors Dominate Trading: The Case of Saudi Arabia = Стадный эффект при доминировании в торговле розничных инвесторов: ситуация в Саудовской Аравии / M.A. Rahman, S.S.H. Chowdhury, M.S. Sadique // *The Quarterly Review of Economics and Finance*. - 2015. - Vol. 57. - P. 46-60. – DOI: 10.1016/j.qref.2015.01.002 – ISSN 1062-9769.

235. Rapoza, K. Russia Becomes One Big Money Magnet = Россия превращается в один большой магнит для денег / K. Rapoza // *Forbes*. – 2017 – 23 January. – Текст: электронный. - URL: <https://www.forbes.com/sites/kenrapoza/2017/01/23/russia-becomes-one-big-money-magnet/#921f7986d72d> (дата обращения: 01.10.2017).

236. Recorded Alcohol per Capita Consumption, Three-Year Average By Country = Статистика по потреблению алкоголя на душу населения: средние по странам за последние три года: официальный сайт Всемирной Организации Здравоохранения. – Женева. - URL: <http://apps.who.int/gho/data/view.main.52240> (дата обращения: 15.04.2018). – Текст : электронный.

237. Refined Copper Trade = Торговля рафинированной медью: сайт MIT Observatory of Economic Complexity. – Кембридж - URL: <https://atlas.media.mit.edu/en/profile/hs92/7403/> (дата обращения: 02.02.2018). – Текст : электронный.

238. Rhine Capitalism, Anglo-Saxon Capitalism and Redistribution = Рейнский капитализм, англо-саксонский капитализм и перераспределение: сайт Indymedia. – Сиэтл. – URL: <https://www.indymedia.org.uk/en/2004/10/299588.html> (дата обращения: 01.10.2016). – Текст : электронный.

239. Richest Latin American Billionaires 2016 = Богатейшие миллиардеры Латинской Америки 2016: официальный сайт Forbes. – Нью-Джерси. – URL: <https://www.forbes.com/pictures/geeg45fdgdm/carlos-slim-helu/#6961fdfc20ff> (дата обращения: 15.10.2017). – Текст : электронный.

240. Robbery = Кражи: официальный сайт Службы статистики по наркотикам и преступности Организации Объединенных наций. – Нью-Йорк. - URL: <https://data.unodc.org/?lf=1&lng=en#state:15> (дата обращения: 15.04.2018). – Текст : электронный.

241. Rodriguez, G. Mexico. What to Expect on Financial Markets in 2017 = Что ожидать от финансовых рынков в 2017 / G. Rodriguez // Seeking Alpha. – 2016 – 29 December. – Текст : электронный. - URL: <https://seekingalpha.com/article/4033178-mexico-expect-financial-markets-2017> (дата обращения: 02.10.2016).

242. Saeed, A. Islamic Banking and Interest: A Study of Prohibition of Riba and Its Contemporary Interpretation = Исламская банковская сфера и процент: исследование запрета Рыбы и современная интерпретация / A. Saeed. – Leiden : E.J. Brill, 1996. – 169 p. – ISBN 9004105654, 978-9004105652.

243. Sayim, M. An Examination of U.S. Institutional and Individual Investor Sentiment on the Turkish Stock Market = Исследование настроений американских институциональных и розничных инвесторов на рынке акций Турции / M. Sayim, H. Rahman // Global Finance Journal. - 2015. - Vol. 26. - P. 1-17. – DOI: 10.1016/j.gfj.2015.01.001 – ISSN 1044-0283.

244. Schmeling, M. Investor Sentiment and Stock Returns: Some International Evidence = Настроения инвесторов и доходность акций: некоторые международные данные / M. Schmeling // Journal of Empirical Finance. - 2009. – № 3. Vol. 16. - P. 394-408. – DOI: 10.1016/j.jempfin.2009.01.002 – ISSN 0927-5398.

245. Schwarz, G.E. Estimating the Dimension of a Model = Оценка параметров модели / G.E. Schwarz // Annals of Statistics. – 1978. – 6: Vol. 2. – P. 461-464. – ISSN 0090-5364.

246. Shefrin, H. Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and The Psychology of Investing = За пределами жадности и страха: понимание поведенческих финансов и психологии инвестирования / H. Shefrin. - New York : Oxford University Press, 2002. – 368 p. – ISBN 9780195304213, 978-0195304213.

247. Shefrin, H. Ethics, Fairness and Efficiency in Financial Markets = Этика, справедливость и эффективность финансовых рынков / H. Shefrin, M. Statman // Financial Analysts Journal. – 1993. – № 6. Vol.49 – P. 21-29. – ISSN 0015-198X.

248. Skinner, B.F. Science and Human Behaviour = Наука и человеческое поведение / B.F. Skinner. - New York: Free Press, 1965. – 480 p. – ISBN 1977317944, 978-1977317940.

249. Smelser, N.J. Theory of Collective Behavior = Теория коллективного поведения / N.J. Smelser. – New York : Free Press, 1962. – 436 p. – ISBN 1610270843, 978-1610270847.

250. So, E.C. A New Approach to Predicting Analyst Forecast Errors: Do Investors Overweight Analyst Forecasts? = Новый подход к предсказыванию ошибок в прогнозах аналитиков. Переоценивают ли инвесторы прогнозы аналитиков? / E.C. So // Journal of Financial Economics. – 2013. – Vol. 108. - P. 615-640. – DOI: 10.1016/j.jfineco.2013.02.002 – ISSN 0304-405X.

251. Stubbs, R. Political Economy and The Changing Global Order = Политическая экономия и изменение глобального порядка / R. Stubbs, G.R.D. Underhill. - Oxford: Oxford University Press, 2005. – Vol. 3. - 492 p. – ISBN 978-0195419894, 0195419898.

252. Sugar Exports by Country = Экспорт сахара по странам: сайт World's Top Exports. - Торонто. – URL: <http://www.worldstopexports.com/sugar-exports-country/> (дата обращения: 15.04.2020). – Текст : электронный.

253. Suicide Mortality Rate. Data by Country = Смертность от суицида. Данные по странам: официальный сайт Всемирной Организации Здравоохранения. – Женева. – URL: <http://apps.who.int/gho/data/view.main.GSWCAN22v> (дата обращения: 15.04.2018). – Текст : электронный.

254. Tetlock, P.C. Giving Content to Investor Sentiment: The Role of Media in the Stock Market = Придание смыслов настроениям инвесторов: роль СМИ на рынке акций / P.C. Tetlock // The Journal of Finance. - 2007. - № 3. Vol. 62. - P. 1139-1168. – DOI: 10.1111/j.1540-6261.2007.01232.x – ISSN 0022-1082.

255. The 2016 A.T. Kearney Foreign Direct Investment Confidence Index = Индекс уверенности в прямых иностранных инвестициях А.Т. Kearney за 2016 год : официальный сайт А.Т. Kearney. – Чикаго. – URL: <https://www.atkearney.com/gbpc/foreign-direct-investment-confidence-index> (дата обращения: 01.02.2017). – Текст : электронный.

256. The 2019 A.T. Kearney Foreign Direct Investment Confidence Index = Индекс уверенности в прямых иностранных инвестициях А.Т. Kearney за 2019 год : официальный сайт А.Т. Kearney. – Чикаго. – URL: <https://www.kearney.com/foreign-direct-investment-confidence-index> (дата обращения: 31.03.2020). – Текст : электронный.

257. The Foreign Investment Regulation Review– Edition 5. Brazil = Обзор регулирования иностранных инвестиций. Издание 5. Бразилия: сайт The Law Reviews. – Лондон. - URL: <https://thelawreviews.co.uk/chapter/1149281/brazil> (дата обращения: 01.02.2018). – Текст : электронный.

258. The Global Financial Centers Index 27 = Глобальный индекс финансовых центров: сайт аналитического агентства Z/Yen. – Лондон. – URL: https://www.longfinance.net/media/documents/GFCI_27_Full_Report_2020.03.26_v1.1_.pdf (дата обращения: 20.04.2020). – Текст : электронный.

259. Mexico’s Top Free Trade Agreements and Their Impact = Влияние ключевых соглашений Мексики о свободной торговле: сайт The Offshore Group. – Мехико. - URL: <https://insights.offshoregroup.com/top-free-trade-agreements-with-mexico> (дата обращения: 01.10.2017). – Текст : электронный.

260. The Working Group of the Self-Regulatory Corporate Governance Bodies of the Five Nordic Countries. Corporate Governance in the Nordic Countries = Корпоративное управление в скандинавских странах: сайт торгово-промышленной палаты Исландии. – Рейкьявик. - URL: http://vi.is/files/Nordic%20CG%20-%20web_1472238902.pdf (дата обращения: 15.05.2017). – Текст : электронный.

261. Trading Hours for the Nasdaq Stock Markets = Торговые часы фондовых рынков Nasdaq: официальный сайт Nasdaq. – Нью-Йорк. – URL: <https://www.nasdaq.com/stock-market-trading-hours-for-nasdaq#:~:text=For%20Nasdaq%2C%20pre%2Dmarket%20trading,00%20pm%2C%20Eastern%20Standard%20Time.> (дата обращения: 30.06.2020). – Текст : электронный.

262. Trending Conversations: 2016 Global Investment Survey = Актуальные суждения: Глобальный инвестиционный опрос 2016: сайт Legg Mason Global Asset Management. – Балтимор. – 2017. - URL:

<https://ww2.leggmason.com/trendingconversations/> (дата обращения: 01.10.2017). – Текст : электронный.

263. Tse, Y. The Relationship Between Currency Carry Trades and U.S. stocks = Связь между валютной стратегией кэрри-трейд и акциями США / Y. Tse, L. Zhao // Journal of Futures Markets. - 2012. - Vol. 32. - P. 252-271. – DOI: 10.1002/fut.20516 – ISSN 10969934, 02707314.

264. Turner, R.H. Collective Behavior = Коллективное поведение / R.H. Turner, L.M. Killian. - New Jersey : Prentice-Hall, 1972. – 435 p. – ISBN отсутствует.

265. Unemployment, total (% of total labor force) (modeled ILO estimate) = Безработица, суммарно (% от суммарного трудоспособного населения) (смоделированная оценка Международной организации труда): официальный сайт Всемирного банка. – Вашингтон. – URL: <http://data.worldbank.org/indicator/SL.UEM.TOTL.ZS> (дата обращения: 30.03.2020). – Текст : электронный.

266. Unger, V. The German Model: Seen by Its Neighbours = Немецкая модель: взгляд со стороны соседних стран / V. Unger. - Berlin : SE Publishing, 2015. – 422 p. – ISBN 0992653746, 978-0992653743.

267. U.S. Code: Title 18 – Crimes and Criminal Procedure = Преступления и уголовный процесс: сайт Cornell Law School. – Нью-Йорк. – URL: <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/18> (дата обращения: 30.11.2016). – Текст : электронный.

268. What Is Secularism? = Что такое секуляризм: сайт National Secular Society. – Лондон. – URL: <http://www.secularism.org.uk/what-is-secularism.html> (дата обращения: 01.10.2016). – Текст : электронный.

269. Why Emerging-Market Weakness Is Not a Replay of the 1997 Financial Crisis = Почему слабость развивающихся рынков не является повторением

финансового кризиса 1997 года // The Economist. – 2015 – 24 August. – Текст: электронный. - URL: <https://www.economist.com/blogs/economist-explains/2015/08/economist-explains-17?fsrc=scn/tw/te/pe/ed/whyemergingmarketweakness> (дата обращения 07.04.2018).

270. World Development Indicators: Population Ages 65 and Above = Всемирные индикаторы развития: население возраста 65 лет и старше: официальный сайт Всемирного банка. – Вашингтон. – URL: <http://data.worldbank.org/indicator/SP.POP.65UP.TO.ZS?end=2015&start=2015&view=map> (дата обращения: 20.03.2020). – Текст : электронный.

271. World Development Indicators: Structure of Demand = Всемирные индикаторы развития: структура спроса: официальный сайт Всемирного банка. – Вашингтон. - URL: <http://wdi.worldbank.org/table/4.8#> (дата обращения: 02.04.2020). – Текст: электронный.

272. World Economic Outlook. Frequently Asked Questions = Взгляд в будущее мировой экономики. Часто задаваемые вопросы: официальный сайт Международного валютного фонда. – Вашингтон. - URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/faq.htm#q4b> (дата обращения: 26.03.2020). – Текст : электронный.

273. World Economic Situation and Prospects 2020 = Мировая экономическая ситуация и перспектива 2020: официальный сайт Организации Объединенных Наций. – Нью-Йорк. - URL: https://www.un.org/development/desa/dpad/wp-content/uploads/sites/45/publication/WESP2020_FullReport_web.pdf (дата обращения: 15.04.2020). – Текст : электронный.

274. Worldwide Governance Indicators = Всемирные показатели системы управления: официальный сайт Всемирного банка. – Вашингтон. – URL:

<https://info.worldbank.org/governance/wgi/Home/Reports> (дата обращения: 31.03.2020). – Текст : электронный.

275. World Investment Report: Annex Tables = Всемирный отчет по инвестициям: приложения: официальный сайт Конференции Организации Объединенных Наций по торговле и развитию. – Женева. - URL: <https://unctad.org/en/Pages/DIAE/World%20Investment%20Report/Annex-Tables.aspx> (дата обращения: 05.04.2020). – Текст : электронный.

276. World Values Survey = Всемирный обзор ценностей: официальный сайт Всемирного обзора ценностей. - Вена. – URL: www.worldvaluessurvey.org/WVSContents.jsp (дата обращения: 03.10.2018). – Текст : электронный.

277. Yahoo!Finance: сайт Yahoo!Finance. – Саннивейл. – URL: <https://finance.yahoo.com/> (дата обращения: 01.05.2020). – Текст : электронный.

278. Yang, C. Investor Trading Behaviour, Investor Sentiment and Asset Prices = Поведение инвесторов в процессе торговли, настроения инвесторов и цены активов / C. Yang, L. Zhou // North American Journal of Economics and Finance. - 2015. - 2015 : Vol. 34. - P. 42-62. – DOI: 10.1016/j.najef.2015.08.00 – ISSN 1062-9408.

279. Yang, C.-Y. Do Investor Sentiment, Weather and Catastrophe Effects Improve Hedging Performance? Evidence from The Taiwan Options Market = Улучшают ли настроения инвесторов, погода и эффекты катастроф стратегии хеджирования? Данные по тайваньскому рынку опционов / C.-Y. Yang, L.-J. Jhang, C.-C. Chang // Pacific-Basin Finance Journal. - 2016. - Vol. 37. - P. 35-51. – DOI: 10.1016/j.pacfin.2016.03.002 – ISSN 0927-538X.

280. Zhu, B. Investor Sentiment, Accounting Information and Stock Price: Evidence from China = Настроения инвесторов, бухгалтерская информация и цены акций: данные по Китаю / B. Zhu, F. Niu // Pacific-Basin Finance Journal. -

2016. - Vol. 38. - P. 125-134. – DOI: 10.1016/j.pacfin.2016.03.010 – ISSN 0927-538X.

281. Zweig, M.E. An Investor Expectations Stock Price Predictive Model Using Closed-end Price Premiums = Модель для прогнозирования ожиданий инвесторов по ценам акций с помощью ценовых премий закрытых инвестиционных фондов / M.E. Zweig // Journal of Finance. - 1973. - Vol. 28. - P. 67-87. – ISSN 1540-6261.

Список иллюстративного материала

Список рисунков

Рисунок 1	Модель поведения инвесторов	18
Рисунок 2	Взаимосвязь продолжительности жизни, ВВП на душу населения и отношения рыночной капитализации местных компаний к ВВП	29
Рисунок 3	Иррациональная составляющая поведения инвесторов	30
Рисунок 4	Методы исследования поведения инвесторов	36
Рисунок 5	Структура собственности по регионам	46
Рисунок 6	Наиболее важные факторы для инвесторов при принятии инвестиционных решений	55
Рисунок 7	Корреляционный анализ развивающихся рынков акций и рынка акций США в период с 01.02.2008 по 27.03.2020 (коэффициент Спирмана)	63
Рисунок 8	Динамика рынков акций России, Бразилии, Чили, Аргентины, Мексики, Перу и США в период с 01.02.2008 по 27.03.2020.....	64
Рисунок 9	Динамика экономического роста России, Бразилии, Чили, Аргентины, Мексики и Перу в 2011-2019 гг.	71
Рисунок 10	Динамика цен на нефть, природный газ, золото, серебро, медь, алюминий, платину в период с 22.06.2012 по 27.03.2020.....	73
Рисунок 11	Корреляционный анализ индексов рынков акций России, Латинской Америки и США, цен на сырьё и товары в период с 22.06.2012 по 27.03.2020 (коэффициент Спирмана)	74
Рисунок 12	Пересечение торговых дней с учетом разницы часовых поясов на рынках США, России и Латинской Америки	78
Рисунок 13	Результаты анализа причинности по Грейнджеру индексов рынка акций России, США и стран Латинской Америки, цен на сырьё с лагом 1 день в период с 22.06.2012 по 27.03.2020	79
Рисунок 15	Корреляционный анализ курсов валют России, Бразилии, Аргентины, Мексики, Чили и Перу и товарных рынков в период с 22.06.2012 по 27.03.2020 (коэффициент Спирмана)	83
Рисунок 16	Трансграничные потоки капитала в странах Латинской Америки и Карибского региона в 2010-2018 гг., млрд. долларов США	87
Рисунок 17	Динамика Индекса экономической свободы для России и стран Латинской Америки в 2000-2017 гг.	94

Рисунок 18	Результаты исследования социокультурных характеристик России и стран Латинской Америки	103
Рисунок 19	Динамическая корреляция доходностей индекса RTS, нефти Brent, валютных пар рубль-доллар и евро-доллар в период с 25.06.2012 по 27.03.2020, рассчитанная с помощью модели DCC-GARCH	126
Рисунок А.1	Диаграмма ценностей Инглхарта-Вельцеля	198
Рисунок Б.1	Уровень Индекса Человеческого Развития по регионам	199

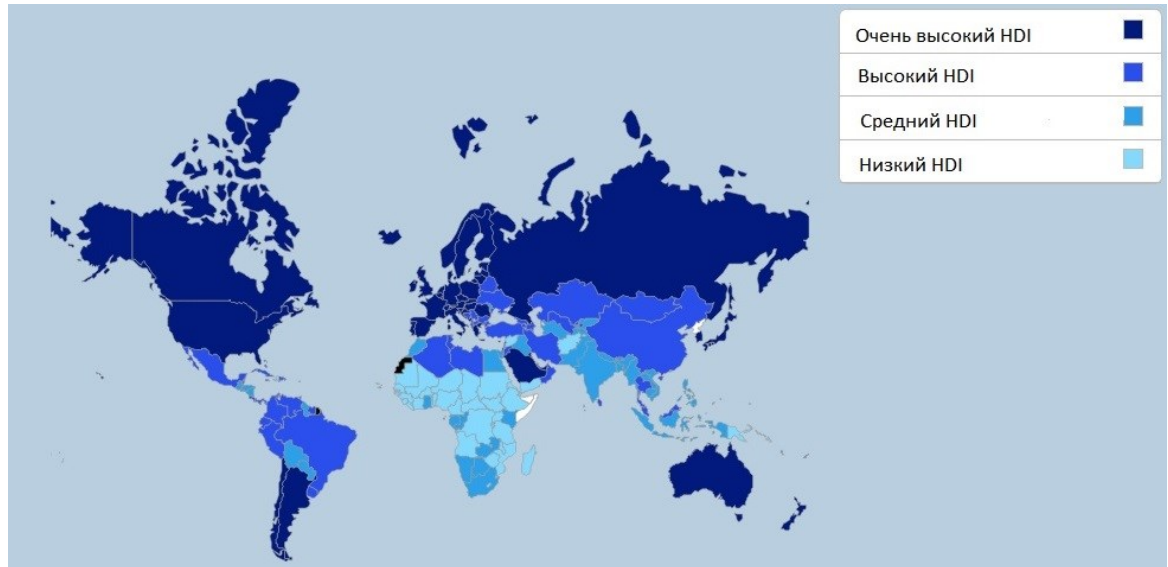
Список таблиц

Таблица 1	Эффективность непрямых методов анализа поведения инвесторов.....	40
Таблица 2	Основные показатели финансового сектора Европы и США	44
Таблица 3	Основные показатели финансового сектора развивающихся рынков	53
Таблица 4	Доля США в портфельных инвестициях на рынках России, Бразилии, Чили, Аргентины, Мексики и Перу, %	66
Таблица 5	Показатели, характеризующие значимость прямых инвестиций США для экономики России, Бразилии, Чили, Аргентины, Мексики и Перу.....	66
Таблица 6	Показатели, характеризующие структуру экспорта и внешнеторгового оборота России, Бразилии, Чили, Аргентины, Мексики и Перу в 2019 году, %	68
Таблица 7	Показатели экономического роста, безработицы, коррупции, государственного долга России, Бразилии и Перу	70
Таблица 8	Результаты анализа причинности по Грейнджеру курсов латиноамериканских валют, российского рубля, евро к доллару США и товарных рынков рассматриваемых стран с лагом 1 день в период с 22.06.2012 по 27.03.2020.....	85
Таблица 9	Источники портфельных иностранных инвестиций в акции России, Бразилии и Мексики по состоянию на июнь 2019 года.....	88
Таблица 10	Источники портфельных иностранных инвестиций в акции Чили, Аргентины и Перу по состоянию на июнь 2019 года.....	89
Таблица 11	Динамика структуры иностранных портфельных инвестиций в российские акции	89

Таблица 12	Источники прямых иностранных инвестиций в экономику развивающихся стран.....	90
Таблица 13	Основные показатели финансового сектора России и стран Латинской Америки.....	96
Таблица 14	Сравнительный анализ моделей коллективного поведения в России и Латинской Америке.....	102
Таблица В.1	Исходные данные для моделей зависимости отношения рыночной капитализации местных компании к ВВП от ранга страны в Индексе политической стабильности – 2016 и 2018 годы.....	200
Таблица Е.1	Исходные данные для графиков зависимости отношения рыночной капитализации местных компаний к ВВП от продолжительности жизни и ВВП на душу населения.....	203
Таблица Д.1	Показатели, характеризующие структуру экспорта и внешнеторгового оборота России, Бразилии, Чили, Аргентины, Мексики и Перу в 2016 году,%.....	205
Таблица Е.1	Показатели экономического роста, безработицы, коррупции, государственного долга в России, Бразилии, Перу, Чили, Мексике, Аргентине в 2015-2016 гг.....	206
Таблица Ж.1	Источники прямых иностранных инвестиций в экономику развивающихся стран.....	207

ПРИЛОЖЕНИЕ Б
(информационное)

Уровень Индекса Человеческого Развития по регионам



Источник: [182].

Рисунок Б.1 – Уровень Индекса Человеческого Развития по регионам

ПРИЛОЖЕНИЕ В
(информационное)

Исходные данные для моделей зависимости отношения рыночной капитализации местных компании к ВВП от ранга страны в Индексе политической стабильности – 2016 и 2018 годы

Таблица В.1 - Исходные данные для моделей зависимости отношения рыночной капитализации местных компании к ВВП от ранга страны в Индексе политической стабильности – 2016 и 2018 годы

Страна	Рыночная капитализация местных компаний/ВВП, в процентах - 2018 год	Индекс политической стабильности (ранг) – 2018 год	Рыночная капитализация местных компаний/ВВП, в процентах - 2016 год	Индекс политической стабильности (ранг) – 2016 год
Гонконг	1053,0	74,8	-	-
ЮАР	235,0	36,2	-	-
Швейцария	204,4	95,2	-	-
Сингапур	188,7	98,6	-	-
США	148,1	61,9	146,9	58,6
Канада	113,1	84,8	129,8	93,3
Малайзия	111,0	54,3	121,3	50,0
Япония	106,5	88,1	100,1	86,2
Нидерланды	-	-	103,7	77,6
Таиланд	99,2	19,5	106,4	15,7
Австралия	88,1	82,9	105,3	81,9
Южная Корея	87,3	65,2	88,9	51,9
Катар	85,2	69,0	-	-
Франция	85,2	51,9	87,6	44,3
Чили	84,1	61,4	86,0	63,8
Филиппины	78,0	12,9	78,6	10,0
Индия	76,6	14,8	69,2	14,3
Люксембург	69,8	96,2	103,9	97,6
Маврикий	69,2	79,0	62,2	88,6
Барбадос	68,8	81,4	-	-
Саудовская Аравия	63,1	28,6	69,4	28,6

Продолжение таблицы В.1

Страна	Рыночная капитализация местных компаний/ВВП, в процентах - 2018 год	Индекс политической стабильности (ранг) – 2018 год	Рыночная капитализация местных компаний/ВВП, в процентах - 2016 год	Индекс политической стабильности (ранг) – 2016 год
Норвегия	61,6	90,5	62,3	91,4
Бельгия	59,2	59,5	80,8	61,4
Бахрейн	57,9	17,1	60,3	18,1
ОАЭ	56,8	71,4	63,5	61,0
Вьетнам	54,1	53,8	32,3	51,4
Иордания	53,8	31,4	63,6	26,7
Марокко	51,8	33,8	55,6	35,7
Испания	51,0	55,2	56,9	61,9
Израиль	50,6	15,2	67,3	18,6
Бразилия	49,1	31,9	42,2	30,0
Индонезия	46,7	27,6	45,7	33,3
Китай	46,5	36,7	65,4	27,1
Германия	44,5	66,7	49,3	71,0
Перу	42,1	37,1	42,2	41,0
Новая Зеландия	42,0	99,0	43,3	99,0
Россия	34,8	29,0	48,5	16,7
Мальта	34,7	93,8	40,3	89,5
Хорватия	33,6	73,8	39,8	68,1
Пакистан	-	-	32,9	1,4
Мексика	31,5	25,7	33,5	20,0
Колумбия	31,4	17,6	36,8	13,8
Ирландия	28,8	86,2	39,3	76,7
Бангладеш	28,2	13,8	-	-
Польша	27,4	65,7	29,4	63,3
Португалия	25,7	89,5	27,9	88,1
Австрия	25,7	81,0	31,0	72,9

Продолжение таблицы В.1

Страна	Рыночная капитализация местных компаний/ВВП, в процентах - 2018 год	Индекс политической стабильности (ранг) – 2018 год	Рыночная капитализация местных компаний/ВВП, в процентах - 2016 год	Индекс политической стабильности (ранг) – 2016 год
Западный берег и сектор Газа	25,6	6,7	-	-
Панама	24,1	56,2	24,6	60,5
Оман	23,7	68,6	35,1	71,9
Тунис	20,9	16,2	20,1	13,3
Иран	-	-	26,0	20,5
Казахстан	20,6	45,7	29,3	47,6
Турция	19,4	10,0	19,9	5,7
Венгрия	18,3	73,3	17,9	69,0
Греция	17,6	50,0	19,3	41,9
Шри-Ланка	17,5	40,5	23,0	49,5
Ливан	17,1	7,1	24,4	8,1
Намибия	17,0	68,1	-	-
Египет	16,7	11,9	10,0	9,0
Словения	13,5	80,0	11,8	83,8
Кипр	13,3	64,8	12,5	65,7
Аргентина	8,8	46,7	11,7	53,8
Нигерия	7,9	4,3	7,4	6,7
Украина	3,4	6,2	-	-
Алжир	0,2	18,6	-	-

Источник: [218; 274].

ПРИЛОЖЕНИЕ Г
(информационное)

Исходные данные для графика зависимости отношения рыночной капитализации местных компаний к ВВП от продолжительности жизни и ВВП на душу населения

Таблица Г.1 - Исходные данные для графиков зависимости отношения рыночной капитализации местных компаний к ВВП от продолжительности жизни и ВВП на душу населения

Страна	Рыночная капитализация местных компаний/ ВВП, в процентах - 2018	Продолжительность жизни - 2018	ВВП на душу населения, в долларах США - 2018	Рыночная капитализация местных компаний/ ВВП, в процентах - 2015	Продолжительность жизни - 2015	ВВП на душу населения, в долларах США - 2015
Гонконг	1 053,0	84,7	60 221	-	-	-
ЮАР	235,0	63,9	11 756	-	-	-
Швейцария	204,4	83,6	59 375	-	-	-
Сингапур	188,7	83,5	83 793	-	-	-
США	148,1	78,9	56 140	138,3	79,2	53 245
Канада	113,1	82,3	43 602	102,6	82,2	42 582
Малайзия	111,0	76,0	27 227	129,2	74,9	24 620
Япония	106,5	84,5	40 799	111,7	83,7	37 268
Таиланд	99,2	76,9	16 129	87,4	74,6	14 519
Нидерланды	-	-	-	96,1	81,7	46 326
Австралия	88,1	83,3	44 097	88,2	82,5	42 822
Южная Корея	87,3	82,8	36 757	89,0	82,1	34 541
Катар	85,2	80,1	110 489	-	-	-
Франция	85,2	82,5	40 511	85,8	82,4	38 085
Чили	84,1	80,0	21 972	78,5	82,0	21 665
Филиппины	78,0	71,1	9 540	81,6	68,3	8 395
Индия	76,6	69,4	6 829	72,6	68,3	5 663
Люксембург	69,8	82,1	65 543	81,6	81,9	62 471
Маврикий	69,2	74,9	22 724	61,9	74,6	17 948
Барбадос	68,8	79,1	15 912	-	-	-
Саудовская Аравия	63,1	75,0	49 338	64,6	74,4	51 320
Норвегия	61,6	82,3	68 059	50,1	81,7	67 614
Бельгия	59,2	81,5	43 821	91,1	81,0	41 243
Бахрейн	57,9	77,2	40 399	61,8	76,7	37 236
ОАЭ	56,8	77,8	66 912	54,7	77,1	66 203
Вьетнам	54,1	75,3	6 220	26,8	75,9	5 335
Иордания	53,8	74,4	8 268	67,8	74,2	10 111
Марокко	51,8	76,5	7 480	45,4	74,3	7 195
Испания	51,0	83,4	35 041	65,7	82,8	32 779
Израиль	50,6	82,8	33 650	81,5	82,6	31 215
Бразилия	49,1	75,7	14 068	27,2	74,7	14 145
Индонезия	46,7	71,5	11 256	41,0	69,1	10 053
Китай	46,5	76,7	16 127	74,0	76,0	13 345
Германия	44,5	81,2	46 946	50,8	81,1	45 000
Перу	42,1	76,5	12 323	29,9	74,8	11 295
Новая Зеландия	42,0	82,1	35 108	42,3	82,0	32 870
Россия	34,8	72,4	25 036	28,8	70,3	23 286
Мальта	34,7	82,4	34 795	42,8	80,7	29 500
Хорватия	33,6	78,3	23 061	-	-	-

Продолжение таблицы Г.1

Мексика	31,5	75,0	17 628	34,9	77,0	16 383
Колумбия	31,4	77,1	12 896	29,5	74,2	12 762
Ирландия	28,8	82,1	55 660	44,0	81,1	43 798
Бангладеш	28,2	72,3	4 057	-	-	-
Польша	27,4	78,5	27 626	28,9	77,6	24 117
Португалия	25,7	81,9	27 935	30,0	81,2	26 104
Австрия	25,7	81,4	46 231	25,1	81,6	43 609
Западный берег и сектор Газа	25,6	73,9	5 314	26,3	73,1	5 256
Панама	24,1	78,3	20 455	25,3	77,8	19 470
Оман	23,7	77,6	37 039	58,9	77,0	34 402
Иран	-	-	-	23,2	75,6	16 395
Тунис	20,9	76,5	10 677	20,4	75,0	10 249
Казахстан	20,6	73,2	22 168	18,9	69,6	22 093
Турция	19,4	77,4	24 905	22,0	75,5	18 705
Венгрия	18,3	76,7	27 144	14,4	75,3	23 394
Греция	17,6	82,1	24 909	21,5	81,1	24 808
Шри-Ланка	17,5	76,8	11 611	25,8	75,0	10 789
Ливан	17,1	78,9	11 136	23,0	79,5	13 312
Намибия	17,0	63,4	9 683	-	-	-
Египет	16,7	71,8	10 744	16,6	71,3	10 064
Словения	13,5	81,2	32 143	14,0	80,6	28 664
Кипр	13,3	80,8	33 100	13,7	80,3	29 459
Аргентина	8,8	76,5	17 611	9,6	76,5	20 945
Нигерия	7,9	54,3	5 086	10,4	53,1	5 443
Украина	3,4	72,0	7 994	-	-	-
Алжир	0,2	76,7	13 639	-	-	-

Источник: [182; 218].

ПРИЛОЖЕНИЕ Д
(информационное)

Показатели, характеризующие структуру экспорта и внешнеторгового оборота России, Бразилии, Чили, Аргентины, Мексики и Перу в 2016 году

Таблица Д.1 - Показатели, характеризующие структуру экспорта и внешнеторгового оборота России, Бразилии, Чили, Аргентины, Мексики и Перу в 2016 году

В процентах

Показатель	Россия	Бразилия	Перу	Чили	Мексика	Аргентина
Доля топливно-энергетических товаров	47	6	6	Импорт	5	2
Доля продовольствия и с/х сырья	2	25	15	21	3	51
Доля меди, золота, драгоценных металлов	4	2	53	28	2	4
Доля транспорта, электрического оборудования, компьютеров	4	12	<1	2	60	9
Доля Китая во внешнеторговом обороте	14	18	20	26	5	10
Доля США во внешнеторговом обороте	4	17	20	18	70	12
Примечание - Полужирным шрифтом выделены категории товаров, составляющие наибольшую долю в экспорте страны						

Источник: [54; 65; 86; 98; 220; 228].

ПРИЛОЖЕНИЕ Е
(информационное)

**Показатели экономического роста, безработицы, коррупции,
государственного долга в России, Бразилии, Перу, Чили, Мексике,
Аргентине в 2015-2016 гг.**

Таблица Е.1 - Показатели экономического роста, безработицы, коррупции, государственного долга в России, Бразилии, Перу, Чили, Мексике, Аргентине в 2015-2016 гг.

Показатель	Год	Россия	Бразилия	Перу	Чили	Мексика	Аргентина
Экономический рост, в процентах	2016	-0,2	-3,6	3,8	1,6	2,3	-2,3
Безработица, в процентах	2016	5,7	11,5	4,9	6,6	4,0	6,6
Государственный долг/ВВП, в процентах	2015	13,5	67,5	23,0	17,4	53,7	56,0
Место в индексе восприятия коррупции Transparency International	2016	131	79	101	24	123	95
Примечание - Темп роста ВВП представлен в национальной валюте, постоянных ценах. Чем ниже позиция страны в рейтинге восприятия коррупции, тем больше уровень коррупции в рассматриваемом государстве							

Источник: [95; 110; 153; 265].

ПРИЛОЖЕНИЕ Ж
(информационное)

**Источники прямых иностранных инвестиций в экономику
развивающихся стран**

Таблица Ж.1 - Источники прямых иностранных инвестиций в экономику развивающихся стран

Бразилия	Россия	Аргентина	Мексика	Чили
Нидерланды	Сингапур	США	США	Испания
Люксембург	Багамы	Испания	Испания	США
США	Швейцария	Нидерланды	Германия	Нидерланды
Великобритания	Ирландия	Бразилия	Израиль	Багамы
Испания	Джерси	Франция	Канада	Бермуды
Италия	Бермуды	Чили	Япония	
Франция	Нидерланды	Германия	Бельгия	
Норвегия	Франция	Уругвай		

Примечание - Страны – источники инвестиций представлены в порядке убывания. Данные по России, Бразилии и Мексике – на конец 2016 года, по Аргентине и Чили – на конец 2015 года. Зелёным цветом отмечены оффшорные территории.

Источник: [40; 74].