

В национальном разрезе

DOI: 10.23932/2542-0240-2018-11-1-155-169

Яков Моисеевич МИРКИН

Национальный исследовательский институт мировой экономики и международных отношений им. Е.М. Примакова Российской академии наук
Профсоюзная ул., 23, Москва, 117997, Российская Федерация
yakov.mirkin@gmail.com

Карина Максимовна ЛЕБЕДЕВА

Финансовый университет при Правительстве РФ
Ленинградский проспект, 49, Москва, 125993, Российская Федерация
herbst-tag01@yandex.ru

Феномен связанный динамики в глобальных финансах (Россия, Бразилия)

АННОТАЦИЯ. В статье обосновывается, что устойчивые взаимозависимости между рынками в мировых финансах, причинно-следственные механизмы, их вызывающие, являются объектом глобальных трансформаций. Показана интенсивная взаимозависимость финансовых рынков России, Бразилии и других развивающихся рынков Латинской Америки (на примере акций и национальных валют). Раскрыт причинно-следственный механизм этой зависимости. Дается характеристика стран как аналогов для инвесторов (сходство моделей коллективного поведения, идеологии, модели и структуры экономики, модели финансового сектора, высоко спекулятивных рынков акций и валют). Статья объясняет низкую роль внутренних, прежде всего розничных инвесторов, в определении динамики финансовых рынков. Обосновывается определяющая роль нерезидентов (глобальных финансовых институтов и институ-

циональных инвесторов) в динамике финансовых рынков России и Бразилии как основа их взаимозависимости. Авторы показывают совпадение для России и Бразилии центров иностранных портфельных инвестиций (англо-саксонская модель (США + Великобритания + британские офшоры) и второй по значению мировой центр (Нидерланды + Люксембург). Раскрыты модели принятия решений глобальными инвесторами в России и Бразилии: по акциям (вслед за динамикой цен на нефть и отчасти рынком акций США), по рублю и реалу (вслед за динамикой цен на нефть и курсом доллара к евро). Анализ и выводы, сделанные в статье, подтверждаются значительными объемами статистического моделирования.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: Бразилия, глобальные финансы, корреляция, поведение инвесторов, связанная динамика, Россия, финансовый рынок

ДЛЯ ЦИТИРОВАНИЯ: Миркин Я.М., Лебедева К.М. (2018). Феномен связанный динамики в глобальных финансах (Россия, Бразилия). Контуры глобальных трансформаций: политика, экономика, право, 11 (1). 155-169. DOI: 10.23932/2542-0240-2018-11-1-155-169

Статья подготовлена за счет гранта Российского научного фонда (проект №14-28-00097 «Оптимизация российских внешних инвестиционных связей в условиях ухудшения отношений с ЕС») в ИМЭМО имени Е.М. Примакова РАН.

National Peculiarities

DOI: 10.23932/2542-0240-2018-11-1-155-169

Yakov M. MIRKIN

Primakov National Research Institute of World Economy and International Relations,
Russian Academy of Sciences
23, ul. Profsoyuznaya, Moscow, Russian Federation, 117997
yakov.mirkin@gmail.com

Karina M. LEBEDEVA

Financial University under the Government of the Russian Federation
49, pr. Lenengradsky, Moscow, Russian Federation, 125993
herbst-tag01@yandex.ru

The Phenomenon of Related Dynamics in Global Finances (Russia, Brazil)

ABSTRACT. The article establishes stable co-dependencies between international financial markets and their underlying cause and effect mechanisms, as an object of a global transformation. We demonstrate an intense co-integration between the financial markets of Russia, Brazil and the other emerging markets of Latin America (through the lens of stock markets and national currencies). The cause and effect mechanisms of this dependency are examined. We characterize the countries as analogous substitutes for investors (abundant similarities include: models of collective behaviour, ideology, model and structure of the economy, model of the financial sector, highly speculative markets in shares and currencies). The article explains

an extremely limited role of the internal (primarily retail) investors in determining dynamics of the financial market. The central role of non-resident actors (global financial institutions and institutional investors) in the dynamics of the markets of Russia and Brazil is established. We demonstrate that for Russia and Brazil sources of foreign portfolio investments coincide. This includes Anglo-Saxon centers, specifically the US and British offshore jurisdictions, and the global centers of secondary importance (the Netherlands and Luxembourg). The decision making models of global investors in Russian and Brazil are examined: stock prices are driven by the oil prices, and in part by the US stock market, and rouble and real exchange rates

follows oil prices and the EUR-USD currency pair. Analysis and conclusions made in the article are supported by a significant volume of statistical modelling.

KEYWORDS: Brazil, correlation, financial market, global finance, interrelated dynamics, investor behavior, Russia

FOR CITATION: Mirkin Ya. M., Lebedeva K.M. (2018). The Phenomenon of Related Dynamics in Global Finances (Russia, Brazil). *Outlines of global transformations: politics, economics, law*, 11 (1). 155-169. DOI: 10.23932/2542-0240-2018-11-1-155-169

ACKNOWLEDGMENTS: *The article was prepared at the expense of the grant of the Russian Science Foundation (Project No. 14-28-00097 "Optimization of Russian foreign investment ties under deterioration of relations with the EU") at the Primakov National Research Institute of World Economy and International Relations, Russian Academy of Sciences.*

Одним из объектов трансформаций являются модели экономики (англо-саксонская, континентальная, скандинавская, азиатская и т. п.); связанные с ними модели финансового сектора и модели компаний; модели коллективного поведения в разных странах (традиции, ценности, уровни принимаемых рисков и др.) (Миркин, 2002). На мировой карте могут быть видны страны / рынки – аналоги, страны / рынки – лидеры. В этом качестве их могут рассматривать глобальные инвесторы. Как следствие, у них возникают устойчивые связи экономических и финансовых динамик. Эти

связи и вызывающие их причинно-следственные механизмы – часть структуры глобальных финансов. Они также могут быть объектом трансформаций.

С конца 1990-х годов одной из «тайн» является высочайшая корреляция между финансовыми рынками России и Бразилии (акции, валюта). Что бы ни случилось в этих странах, как правило, их финансовые динамики – «параллельны». Об этом свидетельствуют многочисленные замеры, делавшиеся на протяжении 20 с лишним лет. С декабря 1995 г. по декабрь 2000 г. коэффициент корреляции рынков акций этих стран составлял 0,9017 (Миркин, 2002, с. 60). На этих же рынках в период с сентября 1997 г. по март 2015 г. коэффициент корреляции был равен 0,889, а с июня 2015 г. по март 2017 г. – 0,914 (Миркин, Добашина, 2017, с. 58). Нагляден «близкий параллелизм движения валютных курсов рубля и реала к доллару США (далее – доллар). Он имеет долгосрочный характер. Даже на временных рядах, охватывающих более 20 лет (I кв. 1996 г. – I кв. 2017 г.), коэффициент корреляции составляет 0,82, в последние 10 лет (I кв. 2007 г. – I кв. 2017 г.) он был еще выше – 0,95» (Миркин, Добашина, 2017, с. 59). Факт тесной связанности финансовых рынков России и Бразилии отмечался и в других исследованиях (Baig, Goldfajn, 2000; Toshniwal 2012).

Результаты последних замеров следующие: по рынкам акций Россия – Бразилия коэффициент корреляции – 0,9¹, по валютному рынку (рубль к доллару США, бразильский реал к доллару) – 0,94². Связанное движение финансовых рынков России и Бразилии отражено на графиках 1 и 2³.

¹ Индекс RTS (в долл. США), индекс BOVESPA (пересчитан в долл. США). Исключено влияние курса бразильского реала к доллару США. Расчеты по данным за период с 31.01.2008 по 29.09.2017 (на основе дневных данных на конец торгового дня).

² Расчеты по данным за период с 22.06.2012 по 29.09.2017 (на основе дневных данных на конец торгового дня).

³ Графики подготовлены на тех же временных рядах, что и расчеты корреляции по «последним замерам». Левая шкала ординат – Бразилия, правая – Россия.

Высока связь России с другими латиноамериканскими рынками. По акциям Россия – Перу коэффициент корреляции – 0,82, Россия – Чили – 0,71⁴. По валюте Россия – Перу (рубль к доллару, перуанский соль к доллару) – 0,93, Россия – Чили (рубль к доллару, чилийский песо к доллару) – 0,95⁵.

В чем причины этой «таинственной» связи? Можно было бы немедленно предположить, что она зеркально отражает движения рынков США как доминирующих в мировых финансах. США – это примерно одна треть глобальных финансовых активов. Но в части рынков акций факты это не под-

График 1. Совместное движение рынков акций России и Бразилии

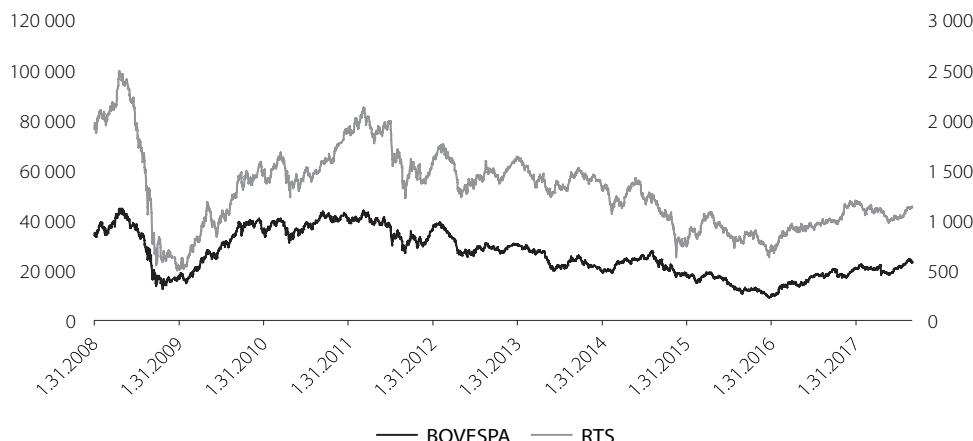


График 2. Совместное движение российского рубля и бразильского реала



4 Расчеты по той же методике, что и с Бразилией, фондовые индексы S&P/BVL Peru General Index, IPSA SANTIAGO DE CHILE, переведенные в доллары США.

5 Расчеты по той же методике, что и «Россия – Бразилия».

твёрдывают. Связь намного слабее, чем это можно было ожидать, корреляция – обратная. По рынкам акций Россия – США коэффициент корреляции – -0,36, Бразилия – США – -0,58, Перу – США – -0,15, Чили – США – -0,02⁶.

По валюте, конечно, должна быть гораздо более тесная связка. Доллар США – мировая резервная валюта номер один, более 60% глобальных финансовых активов номинированы в долларах. Но эта связь тем не менее намного слабее, чем прямая корреляция рубля и названных латиноамериканских валют. Россия – США (рубль к доллару США, доллар к евро), коэффициент корреляции – 0,72, Бразилия – США (бразильский реал к доллару, доллар к евро) – 0,74, Перу – США (перуанский соль к доллару, доллар к евро) – 0,78, Чили – США (чилийский песо, доллар к евро) – 0,75⁷.

Таким образом, однородные факты показывают, что должен существовать «отдельный» причинно-следственный механизм, который бы заставлял финансовые рынки, находящиеся в разных часовых поясах, в 12 – 14 тысяч километров друг от друга, двигаться совместно.

Исследование феномена связанныго движения финансовых рынков

Такая связанность замечена давно, регулярно раскрываются данные о корреляции рынков. Обычно это эконометрические исследования, сосредоточивающиеся на эффектах передачи

шоков между национальными рынками во время кризисов, на связях между рынками базовых активов и деривативов, между рынками различных классов финансовых активов, а также между национальными рынками в «обычные времена»⁸. Отдельные работы посвящены связи развивающихся рынков (*emerging markets*) с крупнейшими развитыми рынками и между собой. Они также носят преимущественно эконометрический характер⁹.

Существует потребность в работах, которые бы на основе количественной оценки связанности финансовых рынков и ее детерминант могли бы раскрывать причинно-следственный механизм этого феномена на качественном уровне, подробно и последовательно описывая действие факторов, вызывающих совместные динамики в глобальных финансах. Связки «финансовые рынки России и Бразилии» или «рынки акций и валюты России и стран Латинской Америки» представляют удобный предмет для такого исследования.

Россия как Бразилия?

Анализ черт сходства экономик, идей, общественного устройства России и Бразилии делался неоднократно (Миркин, 2014, с. 135-137; Миркин, Добашина, 2017, с. 58). Эти экономики – во многом сырьевые. Идеология – «особого пути», идеи великой державы, сильного влияния в регионе. Уровень зрелости, место в мировой эконо-

6 Расчеты по той же методике, что и «Россия – Бразилия». Индекс RTS (в долл. США), индексы BOVESPA S&P/BVL Peru General Index, IPSA SANTIAGO DE CHILE, пересчитанные в доллары США, индекс NASDAQ.

7 Расчеты по той же методике, что и «Россия – Бразилия».

8 См.: (Lu Liu, 2012; Mayer, 2009), а также: Baur D. The Interdependence of Financial Markets -Econometric Modeling and Estimation. Inaugural-Dissertation zur Erlangung des Doktorgrades. Tübingen: Eberhard-Karls-Universität. 2004.

9 См.: (Elyasiani, Wanli Zhao, 2008; Searat et al., 2011; Mariničevaitė, Ražauskaitė, 2015), а также: Fedorova E. Interdependence of Emerging Eastern European Markets. Thesis for the degree of Doctor of Science (Economics and Business Administration). Lappeenranta: Lappeenranta University of Technology. 2013.

мике – сопоставимое для России и Бразилии. Обе страны рассматриваются, прежде всего, как сырьевые экономики (нефть, продовольствие, металлы). Всё это – предпосылки, но не сама причинно-следственная связь, создающая тесную связь финансовых рынков.

Однородные модели финансовых рынков

Давно выделены и исследованы модели финансовых рынков. Англо-саксонская – диверсифицированная собственность на бизнес, высокая роль капитализации компаний, рынков акций и, в целом, финансовых рынков, небанковских институтов, меньшее значение кредита, долгов, банков и их активов (табл. 1). Континентальная модель – всё ровным счетом наоборот (табл. 1).

Хорошо известны причины отличий – разные модели коллективного поведения населения (розничных инвесторов)¹⁰. В англо-саксонской – мобильное население, обладающее высоким аппетитом к рискам, к независимости, любящее инновации. В континентальной модели – обратный вектор. Ясно видны скандинавская, азиатская (Япония, Южная Корея) и другие переходные модели финансовых рынков (в основе которых модели коллективного поведения населения и связанные с ними модели рыночных экономик).

Еще один известный факт – развивающиеся рынки (emerging markets) наиболее близки к континентальной модели (Восточная Европа, СНГ, Латинская Америка) или к азиатской (Китай). В этой связи очевидно, насколько схожи финансовые рынки (а это значит, что и модели поведения населения

Таблица 1. Модели финансовых рынков Европы и США

Модель поведения инвесторов	Банковские активы / ВВП, %, среднегодовые показатели, 2011-2015	Рыночная капитализация отечественных компаний / ВВП, %, среднегодовые показатели, 2001-2015	Займы нефинансовых организаций / ВВП, %, среднеквартальные показатели, 2001-2016	Банковские депозиты / ВВП, %, среднегодовые показатели, 2001-2014	Средняя доля небанковских институтов в финансовом секторе, %, 2015-2016 ¹¹
Англо-саксонская ¹²	251	99	149	93	33
Континентально-европейская ¹³	289	55	219	75	20

Источник: Всемирный банк, Всемирная федерация бирж (World Federation of Exchanges Database), Банк международных расчетов (BIS Total Credit Statistics), HelgiLibrary (Bank Assets (As % of GDP) by Country), МВФ (International Financial Statistics).

10 Подробный обзор см.: (Миркин, 2002, с. 196-231). См. также обзоры моделей финансовых рынков и различий в поведении розничных и оптовых инвесторов: (Лебедева, 2017; Миркин и др., 2017, с. 17-21; Aggarwal, Goodell, 2009; Breuer, Salzmann, 2012; Dupuy, Lavigne, 2008; Hens, Meier, 2015).

11 Швейцария – данные за 2015 год, остальные страны – 2016 год.

12 Австралия, Новая Зеландия, Великобритания, США, Канада. Доля небанковских институтов в финансовом секторе приведена для всех указанных стран, за исключением Новой Зеландии.

13 Австрия, Бельгия, Франция, Германия, Италия, Испания.

Таблица 2. Модели финансовых рынков России и Бразилии

Страна	Банковские активы / ВВП, %, среднегодовые показатели, 2010-2014	Рыночная капитализация отечественных компаний / ВВП, %, среднегодовые показатели, 2009-2016	Займы нефинансовых организаций / ВВП, %, среднеквартальные показатели, 2000-2016	Банковские депозиты / ВВП, %, среднегодовые показатели, 1993-2014	Доля небанковских институтов в финансовом секторе, %, 2015-2016,
Россия	73	41	69	22	< 10
Бразилия	96	49	123	43	< 10

Источник: Всемирный банк, Всемирная федерация бирж (World Federation of Exchanges Database), Банк международных расчетов (BIS Total Credit Statistics), HeligLibrary (Bank Assets (As % of GDP) by Country), МВФ (International Financial Statistics).

как экономических агентов, модели экономики) России и Бразилии (табл. 2). И насколько они близки к континентальной модели (табл.1).

Еще одна общая черта этих рынков (как и всей группы развивающихся) – низкая капитализация рынков акций и очень низкая насыщенность деньгами, кредитами, банковскими активами. Она кратно ниже, чем в группе развитых стран (табл. 1, 2).

Модели поведения населения: Россия и Бразилия

Есть ли сходство в коллективном поведении населения в России и Бразилии и, соответственно, в том влиянии, которое оно оказывает на то, как устроена экономика и финансовые рынки в этих странах? И в той, и в другой стране значимую роль играют «ценности выживания». В развитых экономиках, на-

оборот, большее значение у ценностей «самовыражения»¹⁴. Выживание – не лучший способ создать крупные, стремящиеся к самостоятельному движению финансовые рынки.

Различия в коллективных моделях поведения хорошо видны в результатах международного социологического проекта «World Values Survey» (табл.3)¹⁵.

Очевидно, более высокая степень автономности людей в развитых экономиках (Германия, США, Нидерланды против России и Бразилии), гораздо большая ценность независимости и «тяжелой работы» (вместо «удачи и связей»), гораздо меньшая – «послушания» (табл. 3). Кратно большая степень доверия, чем на развивающихся рынках (что является ключевым для инвестирования). И гораздо меньшее стремление быть защищенными, быть равными по доходам, быть под государством, правительством, как гарантами выживания.

14 World Values Survey, Inglehart-Welzel Cultural Map. URL <http://www.worldvaluessurvey.org> (Accessed: 18.01.2018).

15 Многолетний академический проект, в котором по одной и той же методике и одним и тем же вопросам осуществляются опросы в различных странах с тем, чтобы выявить традиции, ценности, модели поведения населения и осуществить их сравнительный анализ. Открытая база данных и публикаций проекта расположена на: URL <http://www.worldvaluessurvey.org> (Accessed: 18.01.2018).

Таблица 3. Сравнительный анализ моделей коллективного поведения

Утверждение	Россия	Бразилия	Германия	США	Нидерланды
Я считаю себя автономным индивидом – в самой высокой степени	8,0	3,0	38,8	19,0	23,6
Какие качества особенно важны, чтобы воспитать их у детей в семье (выбрать не более 5)					
Независимость	37,8	37,6	73,5	53,6	60,7
Послушание	34,8	51,5	12,6	27,9	25,6
Большинству людей можно доверять	27,8	7,1	44,6	34,8	66,1
Доходы должны быть в наибольшей степени равными	34,4	25,9	16,3	9,2	7,0
Государственную собственность в бизнесе и промышленности нужно увеличить	23,0	18,2	4,1	2,3	2,0
Правительство должно нести больше ответственности за то, чтобы все граждане были обеспечены	41,9	39,0	12,0	8,5	4,8
Тяжелая работа не приносит успех – это дело удачи и связей	8,1	13,9	3,7	3,6	2,3

Источник: Международный проект «World Values Survey». URL: <http://www.worldvaluessurvey.org>. (Accessed: 18.01.2018). WV6_Results Brasil 2014 Technical record v.2016.01.01; WV6_Results Germany 2013 Technical record v.2016.01.01; WV6_Results Netherlands 2012 Technical record v.2016.01.01; WV6_Results Russia 2011 Technical record v.2016.01.01; WV6_Results United States 2011 Technical record v.2016.01.01.

И, наоборот, очевидно, что коллективная модель поведения (Россия, Бразилия) в кратно большей степени полагается на опеку государства, на меньшую автономность и независимость индивида, на вертикали («послушание»), на выравнивание доходов и, значит, меньшую толерантность к риску, на связи и удачу, как ключевые механизмы динамики в развивающемся обществе (и, в гораздо меньшей степени, на «тяжелую работу»).

Понятно, что именно такая коллективная модель поведения выстраивает модели экономики с высоко концентрированной собственностью, с крупными участиями государства, с вертикальными владениями. Она основа-

на на нерасположении населения к риску, к рисковым инвестициям и часто – к инновациям. Соответственно, возникает финансовый сектор, основанный на банках и долгах, с очень небольшими рынками акций и финансовых инноваций. Участие розничных и, в целом, местных инвесторов в них резко ограниченно.

Это значит, что, когда на глобальном уровне мы видим связанное, параллельное движение финансовых рынков, то естественно полагать – оно вызывается не инвесторами внутри страны, тем более розничными (их роль невелика, они создают очень небольшие финансовые рынки), а прежде всего нерезидентами, глобальными инвесторами.

Роль глобальных инвесторов на внутренних рынках (Россия, Бразилия)

И у России, и у Бразилии открытый счет капитала. Доля нерезидентов в оборотах на рынке акций Московской биржи – 48%¹⁶, бразильской биржи B3 – 49%¹⁷. Источники однородны – как обычно, крупнейшие в мире центры портфельных инвестиций, из ко-

торых действуют институциональные инвесторы, работающие на глобальном уровне (табл. 4). Для России в 2016 г. – США (45,3% в структуре иностранных портфельных инвестиций в Россию), оффшорный Люксембург (12,4%), Великобритания (5,7%). Велика роль оффшоров (Ирландия – 4,9%, Нидерланды – 4,5% и традиционный для России Кипр – 2,7%) (табл. 4). Бразилия во многом повторяет ту же смысловую

Таблица 4. Страны – основные источники портфельных инвестиций в акции, декабрь 2016 г.

8 стран – главных источников портфельных инвестиций в акции	В Россию		В Бразилию	
	Млрд долл.	В % к итогу	Млрд долл.	В % к итогу
США	51,3	45,3	108,2	51,3
Люксембург	14,0	12,4	23,8	11,3
Германия	x	x	12,7	6,0
Канада	x	x	10,7	5,1
Великобритания	6,5	5,7	9,2	4,4
Ирландия	5,6	4,9	7,7	3,6
Нидерланды	5,1	4,5	5,7	2,7
Кипр	3,1	2,7	x	x
Германия	2,9	2,6	x	x
Норвегия	2,9	2,6	4,6	2,2
Прочие	21,8	19,3	28,4	13,4
Всего инвестиции в акции от нерезидентов	113,2	100,0	211,0	100,0

Источник: IMF Coordinated Portfolio Investment Survey. Russian Federation, Brazil. CPIs. Derived Portfolio Investment Liabilities (All Economies) by Economy of Nonresident Holder (Derived from Creditor Data).

16 Moscow Exchange. Investor Presentation. December, 2017. Equities Market. January – November, 2017.

17 B3 – крупнейшая биржа Бразилии, созданная на базе слияния BM&FBOVESPA с внебиржевым организатором торговли B3 Investor Relations. Monthly Presentation. BOVESPA Segment. January – December, 2017.

структуре инвестиций. США – 51,3%, Люксембург – 11,3%. Как и в случае с Россией, примерно 60% иностранных портфельных инвестиций приходит из США и Люксембурга. Из Великобритании – 4,4%, из Канады – 5,1%. Так же, как и в России, велика роль офшоров – Гернси – 6,0%, Ирландия – 3,6%, Нидерланды – 2,7%.

Таким образом, кто «питает» Россию и Бразилию иностранными портфельными инвестициями? Хорошо видны два одних и тех же ядра – из англо-саксонской модели (США + Великобритания + Ирландия + британские офшоры) и второго по значению мирового центра инвестиций – Нидерланды + Люксембург.

Это примерно одни и те же глобальные институты (инвестиционные и коммерческие банки, институциональные инвесторы, финансовые холдинги, основанные на них, хедж-фонды и др.).

Экономическая природа портфельных инвестиций нерезидентов в Бразилию и Россию

Расчеты показывают (табл.5), что волатильность и, соответственно, риски финансовых рынков России и Бразилии кратно выше, чем США.

Риск инвестирования в акции на рынках России и Бразилии был в 2,6 – 2,8 раз выше, чем в рынок NASDAQ (который сам по себе традиционно считается более рискованным, чем классический рынок акций Нью-Йоркской фондовой биржи). Риски инвестиций в рубль и реал примерно в два раза выше, чем в пару «доллар – евро».

Подобные наблюдения верны для всего периода 1990-х – 2010-х годов. Это значит, что экономическая природа иностранных портфельных инвестиций в финансовые активы России и Бразилии одна и та же – спекуляция

Таблица 5. Сравнение волатильности финансовых рынков России, Бразилии и США¹⁸

Показатель	Россия	Бразилия	США
Рынок акций			
	Индекс RTS	Индекс BOVESPA	Индекс NASDAQ
Стандартное отклонение доходности за день			
	2,3	2,6	0,9
Рынок валют			
	RUB/USD	BRL/USD	EUR/USD
Стандартное отклонение доходности за день			
	1,17	0,99	0,53
Стандартное отклонение доходности за день			
	1,17	0,99	0,53

18 Индекс RTS (в долл. США), индекс BOVESPA (пересчитан в долл. США). Исключено влияние курса бразильского реала к доллару США. Расчеты по данным о доходностях за период с 31.01.2008 по 29.09.2017 (на основе дневных данных на конец торгового дня). По валютам расчеты по данным за период с 22.06.2012 по 29.09.2017 (на основе дневных данных о доходностях на конец торгового дня).

прежде всего. Эти активы традиционно рассматриваются инвесторами как высоко спекулятивные, игровые, с высокой обрачиваемостью, для активного трейдинга.

Причинно-следственный механизм связанный динамики финансовых рынков России и Бразилии

Мы подошли ближе к объяснению связанный финансовой динамики. Ее предпосылки (анализ см. выше):

- схожие страны (модели экономики, финансовых рынков);
- очень небольшие, с малой емкостью местные финансовые рынки; подавленная роль внутренних, прежде всего розничных инвесторов;
- как следствие – зависимость динамики финансовых рынков от нерезидентов;
- однородные структуры иностранных портфельных инвестиций (США как ключевой центр, США + Люксембург – примерно 60% инвестиций, два ведущих ядра инвестирования в Россию и Бразилию – англо-саксонский + Нидерланды – Люксембург);
- совпадающие модели портфельного инвестирования – как спекулятивные (очень высокая волатильность и риски рынков).

Эти предпосылки значимы. Но для того, чтобы финансовые динамики действительно оказались связанными, нужно, чтобы глобальные инвесторы придерживались однородных моде-

лей поведения на финансовых рынках как России, так и Бразилии. Грубо говоря, чтобы инвестиционные решения по России и Бразилии как развивающимся рынкам, принимались бы в «одном пакете», исходя из схожего понимания причинно-следственных связей, ведущих либо к росту, либо к падению этих рынков.

Это возможно, если:

- Россия и Бразилия рассматриваются как страны-аналоги, схожие объекты инвестирования (см. выше);
- если инвесторы привязывают динамику этих финансовых рынков к каким-либо общим для них переменным, от которых, по их мнению, зависит судьба той или иной экономики и направление движения ее рынков.

Анализ показывает, что для финансовых рынков России и Бразилии одной из таких выбранных, общих переменных является мировая цена на нефть. Глобальный экспорт нефти и товаров, основанных на ней, многократно опережает по стоимостным объемам другие виды экспортимого в мире сырья¹⁹. Расчеты показывают, что корреляция между ценами на нефть и природным газом колеблется в районе 0,7, ценами на нефть и продовольствие (пшеница, кукуруза, сахар, кофе) – в пределах 0,7–0,8, ценами на нефть и цветными металлами (алюминий, медь) – в границах 0,6–0,9, ценами на нефть и драгоценными металлами (золото, серебро, платина) – от 0,6 до 0,85²⁰. По сути, в части мировых цен сырье ведет себя на длинных временных дистанциях как «стая» (при всех цено-

19 UN & WTO International Trade Center. Trade Map – International Trade Statistics. URL: www.trademap.org (Accessed: 12.01.2018).

20 Расчеты по данным за период с 22.06.2012 по 29.09.2017, Bloomberg (на основе дневных данных на конец торгового дня).

вых разрывах и временно разнонаправленных динамиках по разным группам товаров), в которой доминирует цена на нефть как на крупнейший объект в глобальном экспорте сырья.

Для финансовых рынков России и Бразилии цена на нефть стала «основным поводком». Коэффициент корреляции между рынком акций России и мировой ценой на нефть «Брент» – 0,87, между рынком акций Бразилии и той же ценой на нефть – 0,82²¹.

Это значит, что основой принятия решений глобальных инвесторов по действиям на рынках акций России и Бразилии являются три детерминанты:

а) динамика цен на нефть (грубо говоря, их падение означает будущее движение вниз на рынках акций России и Бразилии и наоборот). Соответственно этому и действуют инвесторы (их трейдеры), ежедневно принимая решения;

б) тесная связанность динамики акций России и Бразилии. То есть инвесторы (их трейдеры), наблюдая ту или иную динамику на одном рынке акций (России или Бразилии), автоматически ожидают, что другой рынок будет повторять это движение и, соответственно этому, «покупают» или «продают». Коэффициент корреляции рынков акций России и Бразилии – 0,91. Финансовые рынки России и Бразилии достаточно глубоко пересекаются и по времени. В Бразилии биржи начинают работать, когда в России самый разгар торгового дня (зимой, например, 15.00 в Москве – это 9.00 в Сан-Паулу и 7.00 в Нью-Йорке)²²;

в) и рядом «дремлет», как детерминанта, динамика рынка акций США – как крупнейшего ядра глобальных финансов в этом сегменте. Эта связь то усиливается, то сходит на нет. Коэффициент корреляции «Россия – США (NASDAQ)» – 0,64, «Бразилия – США (NASDAQ)» – 0,61²³.

Эти три детерминанты и описывают однородную модель коллективного поведения глобальных инвесторов на рынках акций России и Бразилии.

На валютных рынках России и Бразилии картина схожа. Точно также три детерминанты, но место курсов акций США занимает валютный курс доллар/евро как двух мировых резервных валют (в них номинированы более 90% глобальных финансовых активов). Имеются в виду:

а) динамика цен на нефть. И рубль, и бразильский реал признаны сырьевыми валютами. Коэффициент корреляции между курсом рубля к доллару и ценами на нефть «Брент» – -0,92, между курсом реала к доллару и ценами на нефть «Брент» – -0,9²⁴. Т. е. рост цен на нефть вызывает укрепление рубля или реала к доллару (падение количества рублей или реалов за доллар). И, наоборот, снижение цен на нефть приводит к ослаблению рубля или реала к доллару (увеличение количества рублей или реалов за доллар);

б) жесткая связь динамики рубля и бразильского реала. То есть инвесторы (их трейдеры), наблюдая ту или иную динамику на одном рынке валют (России или Бразилии), неизбежно предполагают, что другой рынок повторит это движение и, соответственно этому,

21 Расчеты по данным за период с 22.06.2012 по 29.09.2017, индекс RTS (в долл. США), индекс BOVESPA (пересчитан в долл. США), цена на нефть «Брент» (ICE), Bloomberg (на основе дневных данных на конец торгового дня).

22 Расчеты по той же методике и за тот же период времени.

23 Расчеты по той же методике и за тот же период времени.

24 Расчеты по данным за период с 22.06.2012 по 29.09.2017, Bloomberg (на основе дневных данных на конец торгового дня).

«покупают» или «продают». Коэффициент корреляции рубля и бразильского реала – 0,94²⁵;

в) третья по значению детерминанта – курс доллар/евро. Коэффициент корреляции между курсом рубля к доллару и курсом доллара к евро – -0,72, между курсом реала к доллару и ценами на нефть «Брент» – -0,74²⁶. Это означает, что укрепление доллара к евро вызывает ослабление рубля и реала к доллару и наоборот.

Эти причинно-следственные связи уже больше 20 лет заложены как детерминанты в поведении крупных инвесторов-нерезидентов. Они «переданы» и укоренились в мышлении и внутренних инвесторов в России и Бразилии – корпоративных, финансовых институтов, розничных, составляя саму ткань их ежедневных решений по покупке-продаже финансовых активов. Они на долго сохраняют характер финансовых рынков России и Бразилии как спекулятивных, высокоскоростных, не связанных с портфельным инвестированием на длинных временных дистанциях, полностью зависящих от внешних факторов. Дают возможности прогнозировать их динамику, риски, способности вызывать регулярные экономические кризисы.

Такие модели поведения инвесторов, встроенные в мировые финансы (Россия и Бразилия – частные примеры), должны быть объектом трансформаций, «созидающего разрушения» со стороны экономических властей, если они стремятся создавать в своих странах крупные развитые финансовые рынки, имеющие глобальное значение и приносящие инвестиции для роста и модернизации своих экономик.

Какую роль в динамике финансовых рынков России и Бразилии играют реальная структура экономики, товарного экспорта и другие фундаментальные факторы?

Вложения в акции и валюту на рынках России и Бразилии уже четверть века рассматриваются глобальными инвесторами как высокоспекулятивные, очень рискованные. Во многом осуществляются в рамках операций кэри-трейд или внутридневного скальпирования. В этих рамках фундаментальный анализ рынков обычно имеет второстепенное значение. Грубо говоря, инвесторы в большей мере вкладывают в «страну», в «сам рынок» в целом, в портфели из акций нескольких крупнейших эмитентов, формирующих 80–90% оборота рынка, в фондовый индекс или в несколько компаний – «таргетов» (целевых для спекулятивной игры). Рынки очень волатильны, у акций – большая оборачиваемость. Формирование портфелей из акций и валюты на длинный срок (где как раз очень нужен фундаментальный анализ на макро- и микроуровнях) на таких рынках, как Россия и Бразилия, играет второстепенное значение.

В этой связи пока в фундаментальных факторах (геополитика, динамика экономики, ее структура, межсторонние связи, положение системно значимых компаний и т. п.) не происходит крупной дестабилизации, конъюнктура финансовых рынков России и Бразилии основывается на моделях поведения инвесторов (они рассмотрены выше), для которых они скорее являются фоновыми.

25 Расчеты по той же методике и за тот же период времени.

26 Расчеты по данным за период с 22.06.2012 по 29.09.2017, Bloomberg (на основе дневных данных на конец торгового дня).

Список литературы

- Лебедева К.М. (2017). Модели поведения инвесторов на европейских финансовых рынках. *Банковские услуги*, (4). 20-24.
- Миркин Я.М., Добашина И.В. (2017). Синхронизация движения капиталов: Россия и Бразилия. *Экономическая наука современной России*, 4 (79). 58-62.
- Миркин Я.М. (2002). *Рынок ценных бумаг России. Воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития*. М.: Альпина Паблишер. 624.
- Миркин Я.М. (2014). *Финансовый конструктивизм*. М.: Лингва-Ф. 360.
- Миркин Я.М. [и др.]. (2017). *Финансовые рынки Евразии: устройство, динамика, будущее*. М.: Магистр. 384.
- Aggarwal R., Goodell J.W. (2009). Markets and Institutions in Financial Intermediation: National Characteristics as Determinants. *Journal of Banking & Finance*, 33 (10). 1770-1780.
- Baig T., Goldfajn I. (2000). *The Russian Default and the Contagion to Brazil*. IMF Working Paper, WP/00 /160. Washington, DC: IMF. 47.
- Breuer W., Salzmann A. J. (2012). National Culture and Household Finance. *Global Economy and Finance Journal*, 5 (1). 37-52.
- Dupuy C., Lavigne St. (2008). Investment Behaviors of the Key Actors in Capitalism: when Geography Matters. *Cahiers du GRES*, (4). URL: https://www.researchgate.net/publication/5081642_Investment_behaviors_of_the_key_actors_in_capitalism_when_geography_matters (Accessed: 12.01.2018)
- Elyasiani E., Wanli Zhao (2008). International Interdependence of an Emerging market: the Case of Iran. *Applied Economics*, (40). 395-412.
- Hens T., Meier A. (2015). Behavioral Finance: The Psychology of Investing. 45. URL: https://www.researchgate.net/publication/283488173_Behavioral_Finance_The_Psychology_of_Investing (Accessed: 12.01.2018)
- Lu Liu. (2012). *Essays on Financial Market Interdependence*. Lund: Lund University. 105.
- Mariničevaitė T., Ražauskaitė J. (2015). The Relevance of CBOE Volatility Index to Stock Markets in Emerging Economies. *Organizations and Markets in Emerging Economies*, 16 (1). 93-106.
- Mayer J. (2009). *The Growing Interdependence between Financial and Commodity Markets*. Geneva: UNCTAD. 28.
- Searat A. [et al.]. (2011). Comovement Between Emerging and Developed Stock Markets: An Investigation Through Cointegration Analysis. *World Applied Sciences Journal*, 12 (4). 395-403
- Toshniwal G. (2012). Brazil and Russia During Financial Crisis: A Tale of Two Commodity Exporters. *Harvard Business Law Review*. (2). 200 – 234.

References

- Aggarwal R., Goodell J.W. (2009). Markets and Institutions in Financial Intermediation: National Characteristics as Determinants. *Journal of Banking & Finance*, 33 (10). 1770-1780.
- Baig T., Goldfajn I. (2000). *The Russian Default and the Contagion to Brazil*. IMF Working Paper, WP/00 /160. Washington, DC: IMF. 47.
- Breuer W., Salzmann A. J. (2012). National Culture and Household Finance. *Global Economy and Finance Journal*, 5 (1). 37-52.
- Dupuy C., Lavigne St. (2008). Investment Behaviors of the Key Actors in Capitalism: when Geography Matters. *Cahiers du GRES*, (4). URL: https://www.researchgate.net/publication/5081642_Investment_behaviors_of_the_key_actors_in_capitalism_when_geography_matters (Accessed: 12.01.2018)

- Elyasiani E., Wanli Zhao (2008). International Interdependence of an Emerging market: the Case of Iran. *Applied Economics*, (40). 395–412.
- Hens T., Meier A. (2015). Behavioral Finance: The Psychology of Investing. 45. URL: https://www.researchgate.net/publication/283488173_Behavioral_Finance_The_Psychology_of_Investing (Accessed: 12.01.2018)
- Lebedeva K.M. (2017). Investors' Behavior Models in European Financial Markets. *Bankovskie uslugi*, (4). 20-24.
- Lu Liu. (2012). *Essays on Financial Market Interdependence*. Lund: Lund University. 105.
- Mariničevaitė T., Ražauskaitė J. (2015). The Relevance of CBOE Volatility Index to Stock Markets in Emerging Economies. *Organizations and Markets in Emerging Economies*, 16 (1). 93-106.
- Mayer J. (2009). *The Growing Interdependence between Financial and Commodity Markets*. Geneva: UNCTAD. 28.
- Mirkin Ya.M., Dobashina I.V. (2017). Synchronization of Capital Flows: Russia and Brazil. *Ekonomicheskaya nauka sovremennoi Rossii*, 4 (79). 58-62.
- Mirkin Ya.M. (2002). *The Russian securities market. Influence of fundamental factors, forecast and development policy*. Moskva: Al'pina Publisher. 624.
- Mirkin Ya.M. (2014). *Financial constructivism*. Moskva: Lingva-F. 360.
- Mirkin Ya.M. [et al.]. (2017). Financial markets of Eurasia: design, dynamics, future. Moskva: Magistr. 384.
- Searat A. [et al.]. (2011). Comovement Between Emerging and Developed Stock Markets: An Investigation Through Cointegration Analysis. *World Applied Sciences Journal*, 12 (4). 395-403
- Toshniwal G. (2012). Brazil and Russia During Financial Crisis: A Tale of Two Commodity Exporters. *Harvard Business Law Review*. (2). 200 – 234.

Информация об авторах

Яков Моисеевич Миркин, доктор экономических наук, профессор, заведующий отделом международных рынков капитала, Национальный исследовательский институт мировой экономики и международных отношений им. Е.М. Примакова Российской академии наук

117997, Российская Федерация, Москва, Профсоюзная ул., 23
yakov.mirkin@gmail.com

Карина Максимовна Лебедева, аспирант, Финансовый университет при Правительстве РФ

125993, Российская Федерация, Москва, Ленинградский проспект, 49
herbst-tag01@yandex.ru

About the Authors

Yakov M. Mirkin, Doctor of Economics, Professor, Head of the Department of International Capital Markets Senior Researcher, Primakov National Research Institute of World Economy and International Relations, Russian Academy of Sciences

23, ul. Profsoyuznaya, Moscow, Russian Federation, 117997
yakov.mirkin@gmail.com

Karina M. Lebedeva, Post-graduate student, Financial University under the Government of the Russian Federation

49, pr. Lenengradsky, Moscow, Russian Federation, 125993
herbst-tag01@yandex.ru