
УПРАВЛІННЯ ПІДПРИЄМСТВОМ

УДК 330.322:[336.761:338.124.4]

Д. І. Білий, магістр

НЕВИЗНАЧЕНІСТЬ І «ЧОРНІ ЛЕБЕДИ» ІНВЕСТИЦІЙНИХ ПЕРСПЕКТИВ

Анотація. Досліджено основні проблеми, які виникають в ситуації невизначеності на світових фінансових ринках. До таких проблем ми відносимо надлишковий песимізм або ж оптимізм, які, в свою чергу, є основним тригером усіх фінансових криз.

В даній роботі детально проаналізовано та доведено взаємозв'язок різних індикаторів «перегріву» світових фондових ринків, а також наведено роз'яснення щодо поточної ситуації на світових ринках. Говорячи більш детально, нами проаналізовано вплив змін на фондовому ринку на рівень безробіття, рівень інфляції та загальний борг з огляду на запровадження методів монетарної політики.

Одним з основних доробків даної статті є аргументація того факту, що фінансова криза залежить від сукупності факторів, які є індикаторами її розвитку. Однак, наявність певних факторів світової фінансової кризи не говорить про обов'язковість такої кризи. Вирішальна роль в ідентифікації кризи відводиться ринковому настрою, який говорить про те, що чим вищий рівень оптимізму, тим ближчою є загальносвітова переоцінка активів.

Ключові слова: волатильність; інвестиції; інвестиційна поведінка; ліквідність; монетарна політика; фінансова криза.

Д. И. Белый, магистр

НЕОПРЕДЕЛЕННОСТЬ И «ЧЕРНЫЕ ЛЕБЕДИ» ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПЕРСПЕКТИВ

Аннотация. Сегодня в мире обострились дискуссии о наступлении очередного финансового кризиса. Большинство этих споров идет вокруг конкретных индикаторов уровня «перегретости» финансовых рынков.

В данной статье мы поставили цель провести анализ конкретных индикаторов состояния финансовых рынков, проанализировать их взаимосвязь и предположить текущего состояния мировых финансовых рынков.

Исследованы основные проблемы, возникающие в ситуации неопределенности на мировых финансовых рынках. К таким проблемам мы относим избыточный пессимизм или оптимизм, которые, в свою очередь, являются основным триггером всех финансовых кризисов.

В данной работе подробно проанализированы и доказана взаимосвязь различных индикаторов «перегрева» мировых фондовых рынков, а также приведены разъяснения по текущей ситуации на мировых рынках. Говоря более подробно, нами проанализировано влияние изменений на фондовом рынке на уровень безработицы, уровень инфляции и общий долг, в связи с введением методов монетарной политики.

Одним из основных произведений данной статьи является аргументация того факта, что финансовый кризис зависит от совокупности факторов, которые являются индикаторами ее развития. Однако, наличие определенных факторов мирового финансового кризиса не говорит об обязательности такого кризиса. Решающая роль в идентификации кризиса отводится рыночному настрою, который говорит о том, что чем выше уровень оптимизма, тем ближе является общемировая переоценка активов.

Ключевые слова: волатильность; инвестиции; инвестиционное поведение; ликвидность; монетарная политика; финансовый кризис.

УПРАВЛІННЯ ПІДПРИЄМСТВОМ

D. I. Bilyi, Master

UNCERTAINTY AND “BLACK SWANS” OF INVESTMENT PERSPECTIVE

Abstract. *Today, discussions about the onset of the next financial crisis have intensified in the world. Most of these disputes go around specific indicators of the level of "overheating" of financial markets.*

In this article, we set a goal to analyze specific indicators of the state of financial markets, analyze their interrelationship and assume the current state of world financial markets.

The main problems arising in the situation of uncertainty in the global financial markets are investigated. To such problems we include excessive pessimism or optimism, which, in turn, are the main trigger of all financial crises.

In this work, the interrelation of various indicators of "overheating" of global stock markets is analyzed and proved in detail, and explanations of the current situation in world markets are given. In more detail, we analyzed the impact of changes in the stock market on unemployment, inflation and total debt, in connection with the introduction of monetary policy methods.

One of the main works of this article is the argumentation of the fact that the financial crisis depends on a combination of factors that are indicators of its development. However, the presence of certain factors of the global financial crisis does not indicate the necessity of such a crisis. A crucial role in identifying the crisis is given to market sentiment, which suggests that the higher the level of optimism, the closer the global revaluation of assets is.

Keywords: *volatility; investments; investment behavior; liquidity; monetary policy; financial crisis.*

Постановка проблеми. Сьогодні в світі загострилися дискусії стосовно настання чергової фінансової кризи. Більшість цих суперечок точиться навколо конкретних індикаторів рівня «перегрятості» фінансових ринків.

В даній статті ми поставили за мету провести аналіз конкретних індикаторів стану фінансових ринків, проаналізувати їх взаємозв'язок та зробити припущення щодо поточного стану світових фінансових ринків.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Питанням вивчення невизначеності займалася велика кількість вітчизняних та зарубіжних вчених. Втім, у світлі подій, які охопили світовий фінансовий ринок у 2018 році, у найближчі декілька років найактуальнішим та найбільш обговорюваним питанням у фінансовій сфері буде невизначеність розвитку світових ринків та можлива поява чергового «чорного лебедя», який «прилетить», як завжди, в найбільш неочікуваний момент.

Проблематику даної роботи було висвітлено у працях таких українських науковців як: О. Мельник [2], С. Брус [5] та інших. Дослідження даних вчених дають підґрунтя для подальшого вивчення та розробки проблеми невизначеності, яка має досить суперечливі наслідки для усіх інвесторів будь-якого рівня.

Зважаючи на не типовість застосованого поняття, виникає необхідність визначити сутність «чорного лебедя» й надати відповідну дефініцію. Якнайкраще, на наш погляд, дане поняття розкриває у своїй праці Мельник О., де зазначається, що термін «чорний лебідь» став відомим завдяки Нассіму Талебу – автору бестселера «Чорний лебідь: ефект надто неймовірного» [1]. Мельник О. говорить, що «Чорні лебеді» – це неочікувані події, що мають надзвичайно потужний ефект із тривалими й зазвичай негативними наслідками. Головна причина непередбачуваності таких подій полягає насамперед у людській упевненості, що такого не може бути [2].

У даній роботі основний акцент буде зроблено на макроекономічні передумови фондових криз 2000 та 2008 років, а також екстраполяції отриманих результатів на дискретну ситуацію на фінансових ринках.

УПРАВЛІННЯ ПІДПРИЄМСТВОМ

Постановка завдання. Метою даного дослідження виступає теоретичне та практичне обґрунтування невизначеності та інвестиційних перспектив, які виникають у результаті існування сучасних глобальних викликів та загроз, а також очікування інвесторів.

Основні результати дослідження. Нагадаємо, що у лютому 2018 року почалась «корекція» світових фондових індексів (в даному дослідженні у якості базиса для відображення динаміки світових фондових індексів автором було обрано широкий індекс S&P 500). Саме 26 січня 2018 року почалась 12% корекція індексу S&P 500 з історичних максимумів (Рис. 1), згодом у вересні 2018 року історичні максимуми було оновлено, після чого ринок знову відреагував масовими продажами, досягнувши у кінці грудня 2018 року значень березня 2017 року [8].



Рис. 1. Динаміка значень індексу S&P 500 у 2018 році : а) на денному тайм фреймі, пункти; б) на місячному тайм фреймі, пункти [3]

Головним питанням, над яким кожного дня працюють усі фінансові аналітики світу – розпочався «ведмежий» ринок чи попереду ще щонайменше одна хвиля росту з оновленням історичних максимумів.

Для відповіді на ці питання, нами буде розглянуто наступні макроекономічні складові фундаментального характеру: рівень безробіття, відсоткова ставка, грошова база, грошовий агрегат М3, обсяги випуску Collateralized Loan Obligations (CLO), дохідність державних облігацій США.

Розпочнемо аналіз ситуації з огляду рівня безробіття в США, представлений на Рис. 2.



Рис. 2. Рівень безробіття в США за період 1990-2018 рр., % [4]

УПРАВЛІННЯ ПІДПРИЄМСТВОМ

З Рис. 2 одразу помітно, що спостерігається певна залежність між економічними кризами та рівнем безробіття. Одразу зазначимо, що падіння індексу S&P 500 у 2000 році, що стало початком так-званої кризи «доткомів» розпочалось у вересні 2000 року, показник рівня безробіття в США у квітні та жовтні 2000 року досяг мінімумів 1970-го року та склав 3,3%. Показник рівня безробіття в травні 2007 року становив 3,9%, досягнувши мінімальних значень травня 2001 року, в той час як падіння індексу S&P 500 розпочалось у жовтні 2007 року. За даними Департаменту Праці США, рівень безробіття у листопаді 2018 року склав 3,7%, увійшовши в зону докризових значень 2000 та 2008 років.

Дискретний рівень безробіття в США свідчить, на думку автора, про надто сильний «перегрів» економіки США, що неминуче призведе до рецесії.

Наступний фактор, який ми розглянули – грошова база та мультиплікатор М3, як відображення наявного рівня ліквідності в економіці США. Виходячи з рисунку 3, можемо говорити, що для подолання фінансової кризи 2008 року ФРС США вдалися до політики кількісного пом'якшення, збільшивши грошову базу з 876,969 млрд. дол. США в серпні 2008 року до 4 149,829 млрд. дол. США у вересні 2014 року (більше, ніж у 4,5 рази).

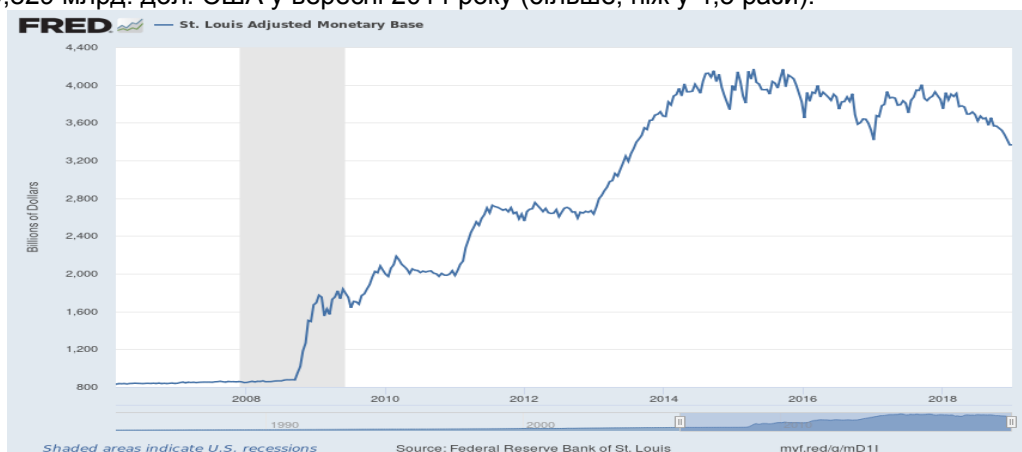


Рис. 3. Динаміка зміни грошової бази США за період 2008-2018 рр., млрд. дол. США [4]

Суть такої монетарної політики зводиться до насичення економіки коштами за рахунок додаткової грошової емісії в значних обсягах через фондовий ринок шляхом купівлі фінансових активів. Даний захід проводився ФРС у три етапи:

1. листопад 2008 р. – грудень 2009 р. Метою даного етапу став викуп іпотечних та інших облігацій на суму 1,7 трлн. дол. США, завдяки чому було попереджено банкрутство таких великих корпорацій та банків, як "Bank of America", "Morgan Stanley", "Citigroup", "Merrill Lynch";

2. листопад 2010 р. – червень 2011 р. Протягом другого етапу була передбачений викуп державних облігацій Мінфіну США на 600 млрд. дол. США (по 75 млрд. дол. США на місяць), а також реінвестування до кінця III кварталу 2011 р. у ці самі активи ще 300 млрд. дол. США доходів, отриманих від раніше придбаних облігацій;

3. вересень 2012 р. – жовтень 2014 р. Найбільш вагомий етап, який на початку впровадження не мав заздалегідь визначеної дати завершення. Така дата мала б бути встановлена на основі наявних економічних показників, насамперед, підвищення рівня зайнятості населення. Було визначено, що щомісячні витрати на купівлю казначейських та іпотечних облігацій мали становити 45 млрд. дол. США та 40 млрд. дол. США відповідно [5].

Після 2014 року ФРС було призупинено «активну фазу» політики кількісного пом'якшення, здійснюючи виключно викуп цінних паперів за кошти, одержані від володіння раніше придбаними паперами. Грошова база з того часу фактично не збільшувалась, а навпаки,

УПРАВЛІННЯ ПІДПРИЄМСТВОМ

спостерігались тенденції до її зменшення, так у грудні 2018 року грошова база скоротилася до 3 364,859 млрд. дол. США (на 19% від показника вересня 2014 року).

Дана політика кількісного пом'якшення призвела до логічного збільшення грошової маси, у нашому випадку даний ефект розглядається на прикладі агрегату М3, як найбільш повного виразу грошової маси в країні (Рис. 4).

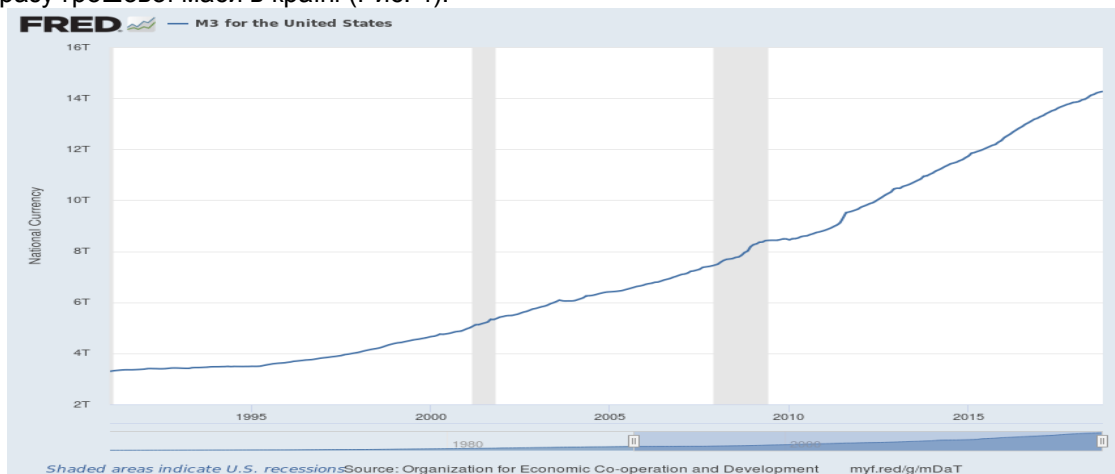


Рис. 4. Динаміка зміни грошового агрегату М3 США за період 1995-2018 рр., трлн. дол. США [4]

З огляду на рисунок 4, можемо говорити про збільшення грошової маси у вигляді агрегату М3 з 7,491 трлн. дол. США у січні 2008 року до 14,270 у жовтні 2018 року (майже у 2 рази). Ще одним фактором, який відображає «пікові» значення ринку є дохідність державних цінних паперів, у нашому випадку розглядаються 10-річні зобов'язання уряду США (Рис. 5).

denbelly опублікувал(а) на TradingView.com, Яанварь 13, 2019 14:14:04 MSK
TVC:US10Y, 1M 2.702 ▼ -0.005 (-0.17%) O: 2.684 H: 2.749 L: 2.541 C: 2.702



Рис. 5. Дохідність 10-річних зобов'язань уряду США протягом 1998-2018 рр., % [3]

Одразу помітно, що дохідність даних цінних паперів знаходиться у так званому каналі. Важливим є той факт, що саме на передодні криз 2000 р. та 2008 р. дохідність даних паперів досягала локальних максимумів. А мінімальні значення досягалися в період розвороту фінансового ринку США та виходу його з кризи. Виключенням є поновлення мінімумів у 2012 р. та 2016 р., як результат останнього етапу політики кількісного пом'якшення. У жовтні 2018 року дохідність за 10-річними облігаціями уряду США оновила локальний максимум і склала 3,25%.

УПРАВЛІННЯ ПІДПРИЄМСТВОМ

Дохідність державних облігацій тісно пов'язана з відсотковою ставкою центрального банку, у випадку США – ФРС (Рис. 6).

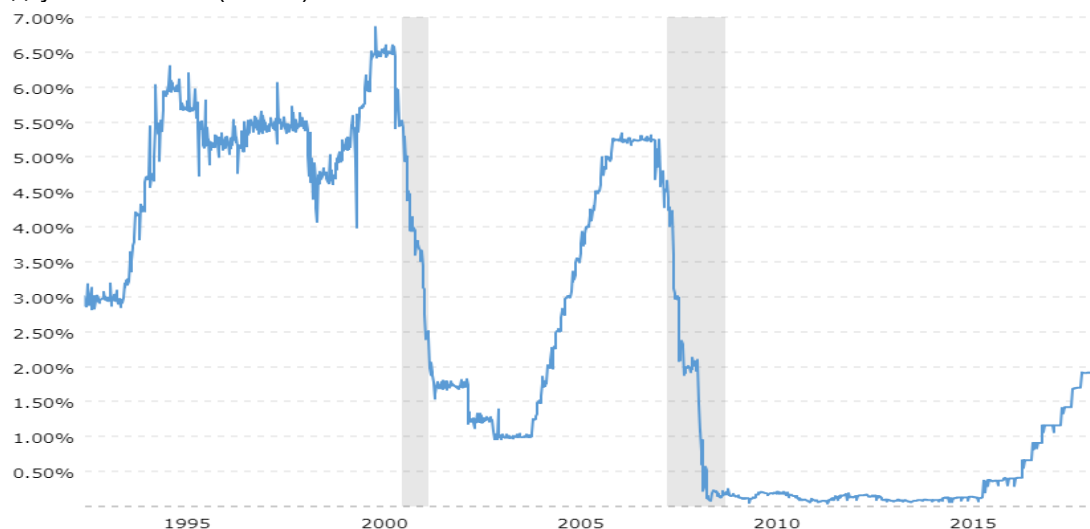


Рис. 6. Відсоткова ставка ФРС протягом 1995-2018 рр., % [6]

Бачимо, що у жовтні 2000 р. облікова ставка ФРС досягла локальних максимумів на рівні 6,5%, у серпні 2008 р. – 4,91%. За оновленням даних максимумів слідували фінансові кризи. Зараз ситуація повністю повторюється. ФРС США підняв відсоткову ставку з 0,14% у 2015 році до 2,5% 19.12.2018 р.

Важливим є той факт, що паралельно з підняттям відсоткової ставки почала зростати й інфляція (Рис. 7).

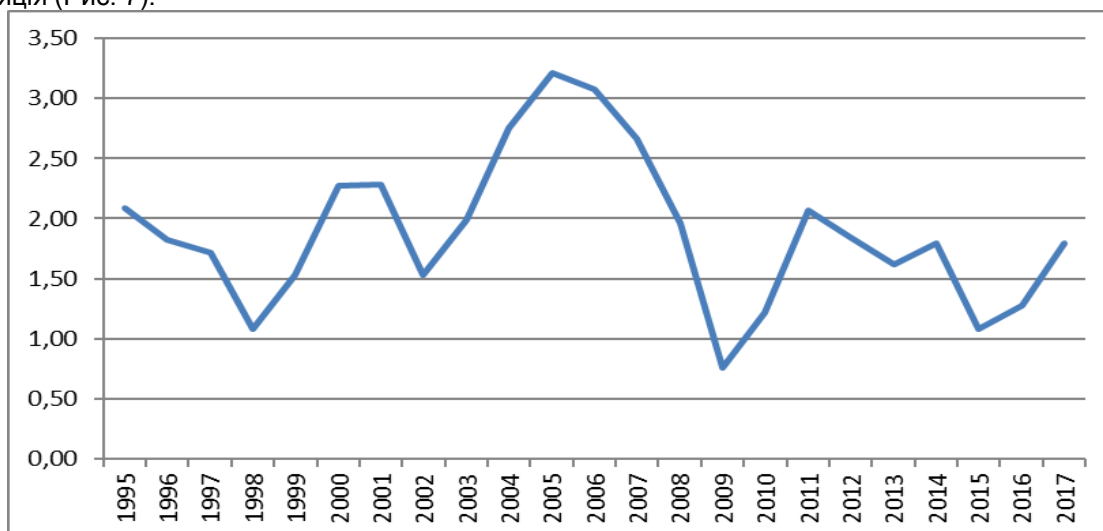


Рис. 7. Інфляція (дефлятор ВВП) в США протягом 1995-2017 рр. [3]

Виходячи з даних Світового Банку, можемо говорити про те, що на піку циклічного розвитку економіки інфляція тяжіє до мінімальних значень, проте після досягнення такого значення відбувається швидкий її ріст з подальшою рецесією в економіці. Проте 2009 рік з показником

УПРАВЛІННЯ ПІДПРИЄМСТВОМ

інфляції в 0,759% став свого роду результатом провадження саме політики кількісного пом'якшення, при тому, що з 2008 по 2009 рік облікова ставка була зменшена з 5,3% до 0,08% [7].

Справа в тому, що політика кількісного пом'якшення в умовах обвалу економіки дійсно дозволила врятувати від банкрутства багато системних фінансових інститутів. Проте впливання надлишкової ліквідності в економіку мало й побічні наслідки, так значна частка коштів від викуплених цінних паперів було спрямовано на фондовий ринок, що призвело до стрімкого росту вартості біржових активів протягом останніх десяти років.

Помітним є те, що політика кількісного пом'якшення призвела до зниження дохідності державних цінних паперів та надвисокого рівня зайнятості населення. Проте зараз ФРС зіткнулися з інфляційними ризиками, які несе в собі політика кількісного пом'якшення, адже, незважаючи на підняття облікової ставки, інфляція продовжує зростати, а ринки в цей час реагують падінням через зростання ставок, які призводять до здорожчання вартості боргу компаній.

Якщо ФРС під час наступної фінансової кризи вирішить поновити політику кількісного пом'якшення та викупувати боргові цінні папери, нам потрібно розуміти, що на сьогоднішній день, обсяг випущених «сміттєвих» облігацій, які необхідно буде викупувати значно перевищує докризові показники 2008 року (Рис. 8).

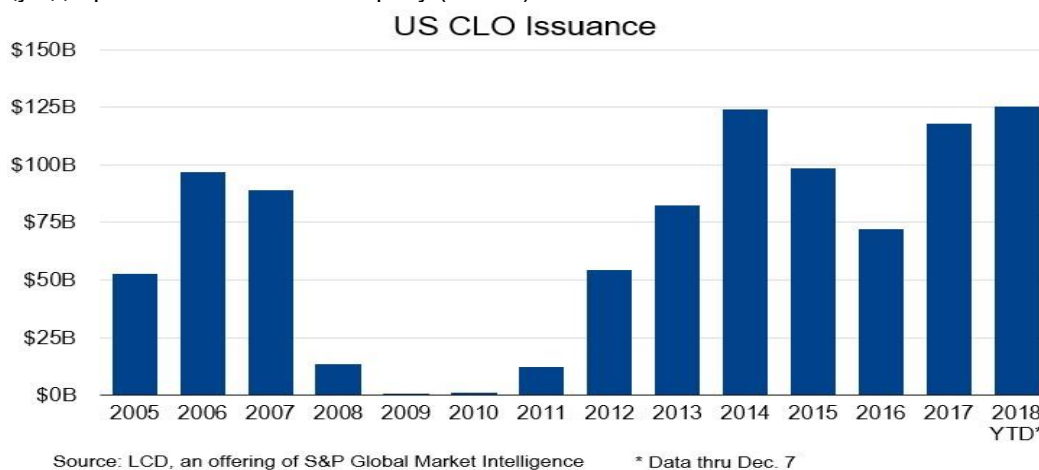


Рис. 8. Обсяги емісії CLO в США протягом 2005-2018 рр. [8]

Обсяг випусків CLO в 2018 році досяг 125 млрд. дол. США, офіційно, перевищивши рекорд у 124.1 млрд. дол. США, встановлений 2014 року. Враховуючи усі випуски, станом на кінець 2018 року обсяг випусків CLO склав 600 млрд. дол. США. Дана цифра, за словами J.P. Morgan, може зрости до 700 млрд. дол. США до кінця 2019 року. Варто зазначити, що обсяг випусків CLO перед кризою у вересні 2008 року складав всього 350 млрд. дол. США.

Роблячи висновок з даної вищевказаної інформації, можемо зазначити, що фондовий ринок США – свого роду система, яка підживлюється за рахунок зовнішніх ресурсів у вигляді поставок ліквідності зі сторони ФРС. Поточний десятирічний період зростання є результатом саме проведення ФРС монетарної політики. Існує багато суперечок у науковому світі з приводу доцільності такої політики. На це питання дати відповідь зможе лише час.

Зараз ми можемо виключно констатувати наявні факти: грошова база не збільшується; зростає облікова ставка; зростає інфляція; зайнятість населення сягнула рівня кризових 2000 р. та 2008 р.; обсяги емісії «сміттєвих» облігацій б'ють рекорди; фондові ринки провели весь 2018 рік у «ведмежій» корекції; дохідність десятирічних облігацій досягла локальних максимумів з 2010-2011 рр.

Дані факти явно говорять про рецесію економіки, що особливо яскраво відобразилося в грудневому падінні фондових індексів, зіпсувавши інвесторам надію на традиційне новорічне

УПРАВЛІННЯ ПІДПРИЄМСТВОМ

«раллі». Проте 2019 рік розпочався активним ростом котирувань світових індексів. Пояснення даному факту криється не в фундаментальних факторах, описаних попередньо, а в психології ринку. О. Едлер, у своїй праці говорить про психологію біржового натовпу, де абсолютна більшість учасників на підсвідомому рівні утворюють єдиний поведінковий патерн. Суть даної поведінки зводиться до переважання жадібності над страхом і навпаки. Під час зростання ринку поступово збільшується кількість оптимістів, які купують актив не тому, що це раціонально, а тому, що не хочуть упустити тренд. Тут і криється основа усіх різких розворотів ринку. Ринок – ірраціональний. Ріст ринку припиняється тоді, коли близько 95% сентименту на ринку складають «біки». Саме в цей час пропозиції продавців різко перевищують обсяги покупців [9].

Наприкінці грудня 2018 року падіння світових індексів було призупинено саме фактом загального песимізму інвесторів. Усі шпальти були наповнені виключно песимістичними новинами та їх впливом на фондовий ринок, але психологія ринку, як вже згадувалось раніше, є ірраціональною, тому криза на хвилі всеохоплюючого песимізму явище малоімовірне. На думку автора, на початку 2019 року розпочався той самий етап, коли ринок, «підіймаючись по стіні страху», наповнюється все більшим оптимізмом, на піку якого усі забудуть про корекцію 2018 року і повірять у безхмарні декілька років зростання світових фондових ринків. Саме в цій піковій точці і прилетить «чорний лебідь», який як і в 2008 році розпочне глобальну переоцінку світових фінансових активів.

Висновки. Жоден індикатор не здатен на сто відсотків спрогнозувати появу фінансової кризи. Все залежить від поведінки «біржового натовпу» та його настрою.

Література

1. Taleb, N. N. (2007). *The black swan: the impact of the highly improbable*. New York, Random House.
2. Melnyk, O., 2015. Black swan / O. Melnyk. [Online], No 15. 46. Available at: http://nbuv.gov.ua/UJRN/viche_2015_15_23. [Accessed 25 January 2019].
3. Official web-site of informational resource Tradingview.com. 2019. [ONLINE] Available at: <https://ru.tradingview.com>. [Accessed 16 January 2019].
4. Official web-site of Federal Reserve Bank St. Luis. 2019. [ONLINE] Available at: <https://fred.stlouisfed.org>. [Accessed 15 January 2019].
5. Brus, S. I., (2016). The politics of quantitative mitigation in USA and EUL: peculiarities, risks and perspectives. *Economics of Ukraine*. Kyiv : Press of Ukraine. No 2. 76-95.
6. Official web-site of informational resource Macrotrends. 2019. [ONLINE] Available at: <https://www.macrotrends.net/> [Accessed 15 January 2019].
7. Official web-site of World Bank. 2019. [ONLINE] Available at: <https://data.worldbank.org>. [Accessed 16 January 2019].
8. Official web-site of informational resource S&P Global Market Intelligence. 2019. [ONLINE] Available at: <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/>. [Accessed 15 January 2019].
9. Elder, A., 2011. *How to play and win at the exchange : Psychology. Technical analysis. Capital control*. 8th ed. Moscow : Alpina Publisher.

References

1. Taleb, N. N. (2007). *The black swan: the impact of the highly improbable*. New York, Random House [in English].
2. Melnyk, O. (2015). Black swan. *Viche*, 15, 46. Retrieved from http://nbuv.gov.ua/UJRN/viche_2015_15_23 [in Ukrainian].
3. Official web-site of informational resource Tradingview.com. (2019). *ru.tradingview.com*. Retrieved from <https://ru.tradingview.com> [in Russian].
4. Official web-site of Federal Reserve Bank St. Luis. (2019). *fred.stlouisfed.org*. Retrieved from <https://fred.stlouisfed.org> [in English].
5. Brus, S. I. (2016). The politics of quantitative mitigation in USA and EUL: peculiarities, risks and perspectives. *Economics of Ukraine*, 2, 76-95 [in English].
6. Official web-site of informational resource Macrotrends. (2019). *www.macrotrends.net*. Retrieved from <https://www.macrotrends.net> [in English].
7. Official web-site of World Bank. (2019). *data.worldbank.org*. Retrieved from <https://data.worldbank.org> [in English].
8. Official web-site of informational resource S&P Global Market Intelligence. (2019). *www.spglobal.com*. Retrieved from <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/> [in English].
9. Elder, A. (2011). *How to play and win at the exchange: Psychology. Technical analysis. Capital control*. 8th ed. Moscow: Alpina Publisher [in English].

Надійшла 10.09.2018