Олег ШИБАНОВ,
директор, Центр исследования финансовых технологий и цифровой экономики, «Сколково–РЭШ»

Макрорелизы и финансовые рынки: как это выглядит в мире и в России

2020 стал годом значительных изменений в макроэкономике, реакции правительств и Центральных банков на медицинский кризис. При этом финансовые рынки значительно выросли после падения весной 2020-го, что отличалось от некоторых других кризисов. Как стандартно рынки реагировали в прошлом на макроанонсы? Оказывается, что российский рынок довольно существенно отличается от рынка США — в частности, реакция акций на сюрпризы практически отсутствует. Это еще раз демонстрирует, что, возможно, Россия является пространством, в котором пока что новая информация не быстро или не полностью инкорпорируется в цены.

ЧТО МЫ ЗНАЕМ ПРО РЫНКИ США?

Многие рынки, включая развитые, показывают интересную динамику реакции на релизы макроэкономических новостей. Если исследователь или инвестор хочет разобраться, как эта новая информация повлияет на стоимость активов, приходится обратиться к научным статьям, сделанным на данных по соответствующим рынкам. Основная компонента такого исследования — event study (то есть статистический анализ событий) и работа с ожиданиями, которые определяют базовый вариант реакции. Например, в качестве такого бенчмарка можно использовать ожидания аналитиков или полученные из производных инструментов (фьючерсов или опционов) вероятные варианты развития событий.

Как обычно бывает для финансовых или экономических данных, приходится принимать во внимание ожидания именно потому, что они уже заложены в ценах. Если мы будем игнорировать то, что рынок уже знает часть информации, мы окажемся в ситуации, в которой наши оценки реакции рынка на новости будут неточными. Поэтому в большинстве исследований принято брать в качестве базового варианта либо ожидания аналитиков,

либо те рыночные ожидания, которые можно достать из финансовых инструментов, торгующихся на рынке.

Обратимся к данным по США как наиболее ликвидному и исследованному рынку. Оказывается, что на американском рынке новости про рост инфляции оказывают существенное отрицательное влияние на рынок акций. Облигации реагируют по-разному: более короткие двухлетние облигации снижаются в стоимости после роста инфляции, в то время как десятилетние облигации практически не реагируют на сюрпризы макроэкономики. Это связано с понятным явлением: долгосрочные облигации едва ли будут принимать во внимание краткосрочные новости об инфляции как ключевой элемент оценивания, в то время как для более коротких сроков инфляция важнее.

Кроме того, исследователи смотрят на связь безработицы и розничных продаж с рынком облигаций. Как можно ожидать, рост первой и снижение второй переменной оказывает отрицательное влияние на стоимость бондов. Это объясняется не только ухудшением условий в экономике, но и механическими причинами: иногда безработица слишком сильно растет во время начала восстановления экономики, а в такие моменты инвесторы склонны перекладываться из акций в облигации, а ФРС — постепенно повышать ставки.

Интересно, что большинство исследователей развитых рынков считают, что информация попадает в цены достаточно быстро. Многие из них смотрят на горизонт не более 30 минут, а наиболее консервативные — на горизонты одного-двух дней.

МОСКОВСКАЯ БИРЖА ПО ОБОРОТАМ ТОРГОВ ОБЛИГАЦИЯМИ НАХОДИТСЯ СРЕДИ МИРОВЫХ ЛИДЕРОВ, И В ЭТОМ ПЛАНЕ НАЛИЧИЕ РЕАКЦИИ НА РЕЛИЗЫ РОССТАТА ЯВЛЯЕТСЯ ВАЖНОЙ ИНФОРМАЦИЕЙ

А ЧТО ИЗВЕСТНО ПРО РОССИЮ?

В новом исследовании (Курмашов и Шибанов, 2020) мы смотрим на реакцию российских акций и облигаций на четыре индикатора: инфляцию, безработицу, розничные продажи и промышленное производство. Для измерения ожиданий рынка мы берем медианные предсказания аналитиков для Thomson Reuters, а также отслеживаем точные даты публикаций макрорелизов Росстата. Таким образом, мы убираем уже заложенные в рынок ожидания и смотрим только на влияние сюрпризов макропеременных на стоимость активов. Кроме того, мы смотрим на результаты акций и облигаций в течение нескольких дней, для того чтобы учесть меньшую ликвидность российского рынка. В качестве индикаторов для облигаций используются ставки до погашения, а для секторов рынка акций — доходность сверх индексной модели CAPM.

Какие результаты получаются для российского рынка? У нас тоже, как и в США, неожиданный рост безработицы приводит к тому, что ставки растут. А вот рост инфляции в российских условиях, в отличие от США, приводит к росту ставок, и снижение розничной торговли тоже приводит к росту ставок. Таким образом, для России результаты более естественны с точки зрения теории — ухудшение экономических условий всегда снижает стоимость облигаций.

Зато для рынка акций в России новости по инфляции не несут никакой информации, и акции не реагируют на нее, даже в отдельных секторах. Это отличает наш рынок от США.

Можно ли из этой информации сделать выводы, что публикация макрорелизов для российского рынка важна? Скорее да, чем нет. Как мы понимаем, рынок облигаций в нынешнем состоянии является ключевым для России, Московская биржа по оборотам торгов облигациями находится среди мировых лидеров, и в этом плане наличие реакции на релизы Росстата является важной информацией. При этом видно, что сектор акций не воспринимает в данный момент информацию по макроэкономическим переменным слишком серьезно — вероятно, этот результат изменится, когда он станет меньше зависеть от самых крупных экспортно ориентированных компаний.

РОСТ ИНФЛЯЦИИ В РОССИЙСКИХ УСЛОВИЯХ, В ОТЛИЧИЕ ОТ США, ПРИВОДИТ К РОСТУ СТАВОК, И СНИЖЕНИЕ РОЗНИЧНОЙ ТОРГОВЛИ ТОЖЕ ПРИВОДИТ К РОСТУ СТАВОК