

На правах рукописи

Филина Светлана Юрьевна

ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ОЖИДАНИЯ КАК ФАКТОР ИНВЕСТИЦИОННОЙ АКТИВНОСТИ

08.00.01 – Экономическая теория

Автореферат
диссертации на соискание ученой
степени кандидата экономических наук



Москва

2013

Работа выполнена на кафедре «Макроэкономическое регулирование»
ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации».

Научный руководитель: доктор экономических наук
Варьяш Игорь Юрьевич

Официальные оппоненты: **Дорошенко Марина Евгеньевна**,
доктор экономических наук, профессор,
ФГБОУ ВПО «Московский государственный университет
им. М.В. Ломоносова», профессор кафедры прикладной
институциональной экономики

Егоров Алексей Владимирович,
кандидат экономических наук, доцент,
Центральный банк Российской Федерации,
начальник отдела анализа рыночных процентных ставок
и процентной политики

Ведущая организация: **Фонд «Институт экономической политики
имени Е.Т. Гайдара»**

Защита состоится 26 сентября 2013г. в 14-00 часов на заседании диссертационного
совета Д 505.001.04 на базе ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве
Российской Федерации» по адресу: Ленинградский проспект, д.49, ауд. 406, Москва,
125993.

С диссертацией можно ознакомиться в диссертационном зале Библиотечно-
информационного комплекса ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве
Российской Федерации» по адресу: Ленинградский проспект, д.49, комн. 203, Москва,
125993.

Автореферат разослан 12 июля 2013г. Объявление о защите диссертации и
автореферат диссертации 02 июля 2013г. размещены на официальном сайте Высшей
аттестационной комиссии при Министерстве образования и науки Российской Федерации
по адресу <http://vak.ed.gov.ru> и на официальном сайте ФГОБУВПО «Финансовый
университет при Правительстве Российской Федерации»: <http://www.fa.ru>.

Ученый секретарь
диссертационного совета Д 505.001.04,
кандидат экономических наук



Е.Г. Беккер

I. Общая характеристика работы

Актуальность темы исследования. В последние годы возрастает роль индикаторов биржевой инвестиционной активности¹ и экономических ожиданий² для целей макроэкономической политики – они приобретают статус макроэкономических показателей наравне с показателями ВВП, инфляции, безработицы. Глобальная рецессия 2008-2010 гг. показала стремительно растущую значимость фактора ожиданий в макроэкономической политике. До начала финансового кризиса 2008 г., затронувшего фактически все национальные экономики, между регуляторами ведущих развитых стран не было единого мнения относительно возможностей использования инструментов макроэкономической политики для поддержания финансовой стабильности. В кризисные периоды роль макроэкономической политики неизмеримо возрастает. Правительство вместе с центробанком могут добиваться стабилизации финансового рынка с помощью предоставления кредитным организациям дополнительных средств для увеличения резервов под риски, смягчения последствий накопления «токсичных» активов, а также либерализации условий кредитования в целях привлечения заемщиков. Но остается проблема оценки возможности макрорегулятора воздействовать на финансово-хозяйственную деятельность так называемых непрофессиональных участников рынка, прежде всего, нефинансовых предприятий. Добавление фактора ожиданий в обрабатывающей промышленности в состав показателей для макроэкономического анализа расширяет возможности воздействия регулирования на темпы и масштаб экономического развития.

¹ Инвестиционная активность – это совокупность процессов, направленных на использование финансовых ресурсов в форме долгосрочных вложений для получения прибыли. Одной из характеристик инвестиционной активности выступают портфельные инвестиции – «вложения средств юридического или физического лица в одну, несколько или множество видов ценных бумаг и других финансовых инструментов, образующих единую совокупность для данного лица» (Финансово-кредитный энциклопедический словарь / под общей редакцией А. Г. Грязновой, М: Финансы и статистика, 2004, с. 357.).

² Под экономическими ожиданиями в исследовании понимаются ожидания сформировавшегося сообщества менеджеров высшего и среднего звена предприятий обрабатывающей промышленности.

Степень разработанности проблемы. Развитие концепции рациональных ожиданий исследовано в работах, Р. Лукаса, Т. Сарджента, Н. Уоллеса, Д. Мута, Э. Фелпса. В указанных работах вводится предпосылка о том, что ожидания являются рациональными, т.е. выводятся из модели, а не задаются внешне. Однако в современных условиях требуется уточнение понятийного аппарата, поскольку применение названного условия приводит к нереалистичности самой модели.

Основной базой исследования теоретических проблем макроэкономической политики послужили работы известных современных экономистов – А. Гринспена, П. Кругмана, Й. Стиглица, Б. Бернанке, Ж-К. Трише, И.Ю. Варьяша, а также рабочие материалы и научные статьи, опубликованные Международным валютным фондом (IMF), Организацией экономического сотрудничества и развития (OECD), Федеральной резервной системой США (FRS), и Европейским центральным банком (ECB). В указанных работах исследуются причины возникновения кризисных явлений, а также вопрос прозрачности действий макрорегулятора для экономических агентов.

Механизм воздействия макроэкономической политики на экономику рассмотрен с двух позиций: влияния действий монетарных властей на экономику и, наоборот, влияния изменений в экономике на действия макрорегулятора. Дескриптивный подход в рамках группы моделей, описывающих влияние действий центрального банка на экономику отражен в работах Ф. де Фиоре, К. Ромера и Д. Ромера, В. Бабича. Метод векторных авторегрессий изложен в трудах К. Симса, Л. Кристиано, М. Эйченбаума, К. Эванса, Б. Бернанке, А. Блайндера, Г. Ганева, К. Молнера, П. Вожнака, К. Рибински. Микроэкономический подход представлен работами А. Кашьяпа, Д. Штейна, М. Вальдеррамы. Правила монетарной политики рассмотрены в работах Р. Клариды, Д. Гали, М. Гертлера, Б. Маккаллума, Э. Нельсона, С. Нери, Д. Тейлора.

Однако в указанных работах акцент сделан на выявление взаимосвязей макроэкономических индикаторов, тогда как ожидания экономических агентов и их влияние рассматриваются весьма ограниченно и изолированно. Это делает существующие модели неприменимыми в кризисных условиях, сопровождающихся резкой коррекцией на фондовом рынке, при росте влияния фактора ожиданий. В частности не проводилась проверка сходимости временных рядов индикаторов деловых ожиданий и индексов биржевой инвестиционной активности.

Цель исследования – теоретическое обоснование экономических ожиданий как фактора повышения действенности мер обеспечения устойчивого экономического развития.

В соответствии с поставленной целью исследования решаются следующие **задачи**:

- 1) обобщение теоретических представлений о концепции рациональных ожиданий в экономике;
- 2) выявление проблем нестабильности функционирования экономических систем на макроуровне;
- 4) характеристика деловой активности в реальном секторе экономики и инвестиционной активности, для последующего выявления взаимосвязи показателей деловой активности в обрабатывающей промышленности и инвестиционной активности (на примере ведущих развитых стран Западной Европы и США);
- 5) проверка сходимости временных рядов, публикуемых в обзорах деловой активности в обрабатывающей промышленности, и временных рядов биржевых индексов рынков акций, отражающих портфельную инвестиционную активность; обоснование возможности применения найденной статистической зависимости между деловой и биржевой инвестиционной активностью в макроэкономической политике.

Объектом исследования является теория рациональности ожиданий.

Предметом исследования является теоретическое представление о взаимосвязи экономических ожиданий и биржевой инвестиционной активности для целей макроэкономической политики.

Методологическая основа исследования. В исследовании использовалась методологическая база измерения деловой активности, разработанная в рамках национального счетоводства (ООН, ОЭСР и Комиссия Европейских Сообществ). Методология расчетов индикаторов деловой активности по зарубежным странам опирается на разработки Института менеджеров по закупкам (ISM, США), центральных банков ведущих развитых стран (Банка Франции, Банка Японии); в части российских разработок - на методологию Росстата, ЦБ РФ, Центра экономической конъюнктуры при Правительстве РФ, Института экономической политики (Россия). Исследование в части российских обзоров деловой активности опиралось на нормативно-правовые документы - Федеральный закон «О Центральном Банке (Банке России)» от 27 июня 2002г. N86-ФЗ, Федеральный закон «О банках и банковской деятельности» от 2 декабря 1990 N 395-1, Методологические положения Росстата, касающиеся составления обзоров экономических ожиданий.

Методической основой для исследования взаимосвязи между деловой и инвестиционной активностью стали работы И.Ю. Варьяша, В.В. Радаева, А.Е. Шаститко, Н. Л. Шагас, Е. А. Тумановой, Ф.Ф. Глицина, С.В. Цухло, В.Н. Якимкина. Для выполнения целей и задач данного исследования, а также для практических расчетов использовались такие методы как системный и исторический подходы, методы сравнения, корреляционного анализа, макроэкономического анализа, агрегирования макроэкономических показателей, метод опросов.

Информационной базой исследования взаимосвязи биржевых фондовых индексов инвестиционной активности и индикаторов экономических ожиданий в обрабатывающей промышленности служат материалы информационных

агентств Bloomberg, Reuters, данные национальных институтов статистики Франции (INSEE), Италии (ISAE), Германии (ZEW, IFO) и США (ISM), Росстата, текущие данные национальных фондовых площадок Франции (Парижская фондовая биржа), Германии (Франкфуртская фондовая биржа), Италии (Миланская фондовая биржа), США (Нью-Йоркская фондовая биржа), товарно-сырьевой биржи Объединенного Королевства (ICE), ММВБ и РТС, данные статистики и официальные публикации ФРС США, ЕЦБ и Банка Англии, исследования аналитического департамента отдела Research банка Credit Suisse.

Диссертация соответствует п. 1.3 Макроэкономическая теория Паспорта специальности 08.00.01 - Экономическая теория (экономические науки).

Научная новизна диссертации заключается в уточнении и дополнении теоретических положений концепции экономических ожиданий. Научная новизна исследования содержится в следующих положениях:

1. В отличие от сформулированной в западной традиции концепции «рациональных ожиданий» (Дж. Лукас, Т. Сарджент, Н.Уоллес, Д. Мут, Э. Фелпс), исходящей из того, что ожидания являются рациональными, тогда как поведение – иррациональным, в предложенной автором модели и ожидания и поведение являются рациональными (в тексте диссертации - С.13).

2. Эмпирически подтверждена теоретически сформулированная гипотеза рациональности ожиданий. В частности получен устойчиво воспроизводимый эффект парной корреляции между временными рядами индикаторов экономических ожиданий в обрабатывающей промышленности индустриально развитых стран и индексов биржевой инвестиционной активности на их фондовых рынках на долгосрочных (до 10 лет) временных лагах (в тексте диссертации – С. 70, С. 77-78)

3. Сформулировано и эмпирически подтверждено предположение об активной роли экономических ожиданий в формировании конъюнктуры фондового рынка, что выражено в предикации временным рядом индикатора ожиданий временных рядов индексов акций, а также валютных ценностей на

различных биржевых площадках и на различных временных лагах (в тексте диссертации – С. 78)

4. Исследование современной практики принятия решений макрорегуляторами³ на примере ФРС США показало, что наряду с традиционной информацией для обоснования решений в сфере макроэкономической политики используются индикаторы ожиданий деловых кругов. Выявлено, что одним из необходимых условий поддержания доверия к политике макрорегулятора является деятельность по активизации процесса формирования экономических ожиданий участников рынка, стратегических инвесторов (в тексте диссертации – С. 104-105).

Теоретическая и практическая значимость работы.

Теоретическая значимость исследования. Результаты проведенных макроэкономических экспериментов открывают возможности дальнейших фундаментальных исследований рациональности ожиданий и формирования рационального поведения участников рынка. Подтверждается в новых условиях возможность строгого научного обоснования краткосрочной стабилизационной политики. Результаты исследования позволяют выйти на новый уровень в разработке динамических макроэкономических моделей для макроэкономического прогнозирования, в подготовке научно обоснованных решений макрорегуляторов. На примере анализа экономических ожиданий в обрабатывающей промышленности подтверждена актуальность использования гипотезы рациональности ожиданий в макроэкономическом регулировании. Значительные перспективы открываются для применения теории рациональности ожиданий в деятельности макрорегуляторов в Российской Федерации при дальнейшем развитии рыночной экономики.

³ Здесь и далее под макрорегулятором будут пониматься монетарные власти – государственные органы финансового и денежно-кредитного регулирования. (Министерства финансов/экономики и центральные банки). Следует заметить, что в экономической теории как российской, так и зарубежной, не сложилось четкого определения термина «макрорегулятор», однако в научном мире (публикациях ФРС например) этот термин используется уже длительное время.

Практическая значимость исследования состоит в возможности применения предложенных в диссертации выводов в прогнозировании значений фондовых индексов, что позволит принимать управляющим компаниям эффективные инвестиционные решения. Полученные результаты могут использоваться в учебном процессе для проведения лекций и семинаров по дисциплинам «Экономическая теория», «Государственное регулирование финансовых рынков», «Управление по экономическим ожиданиям».

Апробация и внедрение результатов исследования. Результаты исследования представлялись в научных сообщениях и получили положительную оценку на различных конференциях и круглых столах, в том числе: на межвузовской научной конференции «Проблемы государственного, регионального и муниципального управления» (Москва, Финуниверситет-ГУУ-МГУС, 2006г.); 3 международной конференции «Продолжая Грушина» (Москва, РАНХиГС, 2013г.); международной научно-методической конференции «Стратегия развития высшего и среднего профессионального образования в России» (Москва, Финуниверситет, 2013г.); круглых столах «Противоречия современной экономической политики: Россия и мир» (Москва, Финакадемия, 2008г.); «Мировой финансово-экономический кризис и перспективы модернизации экономики России: финансовый, кредитный, валютный аспекты» (Москва, Финуниверситет, 2010г.).

Основные положения диссертации используются в практической деятельности международного института по маркетинговым исследованиям ООО «ГФК-Русь», в частности используется методика применения индикаторов деловой активности в странах СНГ для прогнозирования объемов потребления электро-бытовых товаров и оценки страновых рисков. По материалам исследования внедрена модель индикатора потребительской активности, позволяющая создать новый коммерческий продукт для клиентов компании. Используется описанная в исследовании методика построения индексов деловых ожиданий. Выводы и основные положения диссертации используются в

практической работе отдела исследований рынков промышленных товаров ООО «ГФК-Русь» и способствуют увеличению стоимости компании.

Материалы диссертации используются кафедрой «Макроэкономическое регулирование» ФГОБУВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» в преподавании учебной дисциплины «Прикладная макроэкономика». Апробация и внедрение результатов исследования подтверждены соответствующими справками.

Публикации. Основные положения диссертации нашли свое отражение в 6 опубликованных работах общим объемом 3,28 п.л. (авторский объем - 3,06 п.л.), в том числе в журналах, определенных ВАК Минобрнауки России, опубликовано 4 статьи объемом 2,44 п.л. (авторский объем – 2,22 п.л.).

Структура диссертации соответствует цели и задачам работы. Диссертация состоит из введения, четырех глав, заключения, списка использованной литературы из 115 наименований и приложения. Диссертация изложена на 143 страницах. В тексте диссертации содержатся 12 таблиц (из них 5 - в приложении), 17 рисунков.

Таблица 1 - Структура диссертационной работы

| Наименование глав | Наименование параграфов | Количество | |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|----------|
| | | таблиц | рисунков |
| 1 | 2 | 3 | 4 |
| Введение | | - | - |
| 1. Развитие теории рациональных ожиданий | 1.1. Формирование гипотезы рациональности ожиданий 1.2. Усиление теоретического интереса к гипотезе рациональности ожиданий в условиях возрастания нестабильности рынка 1.3. Стабилизационная политика с учетом ожиданий | - | - |
| 2. Взаимосвязь деловой и биржевой инвестиционной активности на макроэкономическом уровне | 2.1. Индексация биржевой инвестиционной активности 2.2. Индикация экономических ожиданий в обрабатывающей промышленности 2.3. Взаимосвязь деловой активности и биржевой активности на рынке акций в условиях финансовой нестабильности | - | - |

| 1 | 2 | 3 | 4 |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|----|
| 3. Сходимость временных рядов индикаторов деловых ожиданий и биржевых индексов инвестиционной активности | 3.1. Сходимость временных рядов макроэкономических индикаторов и индекса деловых ожиданий в обрабатывающей промышленности США 3.2. Обусловленность биржевой фондовой активности деловой активностью в обрабатывающей промышленности | 7 | 9 |
| 4. Эмпирическое доказательство возможности краткосрочной стабилизационной политики | 4.1. Воздействие макроэкономической политики на деловую активность 4.3. Формирование экономических ожиданий на примере ФРС США | - | 8 |
| Заключение | | - | - |
| Приложение 1 | | 5 | - |
| Список использованной литературы | | - | - |
| Всего: | | 12 | 17 |

II. Основные положения работы, выносимые на защиту

Во **введении** обоснована актуальность темы, определена степень ее разработки в экономической науке, сформулированы цель, задачи, объект и предмет, новизна исследования, методологическая, теоретическая и информационная база работы.

В соответствии с целью и задачами исследования в диссертационной работе рассматриваются четыре группы проблем.

Первая группа проблем связана с развитием теории рациональных ожиданий. Проведено обобщение теоретических достижений в развитии макроэкономической гипотезы рациональных ожиданий. Уточнено фундаментальное понятие «теории рациональных ожиданий» - понимание рациональности. В отличие от принятого в русскоязычной традиции изложения макроэкономики (Economics) использования термина «рациональные ожидания

(rational expectations)»⁴ предложен термин «рациональности ожиданий», позволяющий более широко, чем в узко эконометрическом смысле взглянуть на трактовку теории рациональных ожиданий и ее прикладной аспект. Обосновано с помощью теоретического анализа и обобщения современного макроэкономического моделирования положение о том, что гипотеза «рациональности ожиданий» (предполагающей и поведение и ожидания рациональными) в современной экономической теории (rational expectations theory) сформулирована в противовес пониманию ограниченной рациональности «поведения» хозяйствующих субъектов (предполагающей рациональными только ожидания) в рыночной экономике.

Термин «рациональные ожидания» был предложен Дж. Мутом в статье «Рациональные ожидания и теория движения цен», опубликованной в 1961 году. В своей работе в 1960-х годах Дж. Мут под «рациональными ожиданиями» понимал экономические ожидания, складывающиеся не только и не столько на основе тенденций прошлых лет (как это имеет место в теории адаптивных ожиданий), сколько исходя из знаний и выводов субъектов хозяйственной деятельности о текущей ситуации и ее перспективах⁵. Идея Дж. Мута заключалась в том, что в макроэкономической модели ожидания агентов определяются самой моделью, а не задаются внешне, иначе происходит нарушение логики модели. Отсутствие противоречия будет обеспечиваться в случае, если ожидания индивидов будут соответствовать прогнозам, получаемым с помощью самой модели. Введение в анализ параметра ожиданий позволило по-новому взглянуть на процессы в экономике.

В своем выступлении на Всемирном экономическом форуме в Давосе в январе 2010 года Э. Фелпс отметил: «Экономические агенты, принимающие решения, формируют некоторые ожидания о том, о чем у них нет информации, и формируют мнение о том, о чем у них нет знаний. Ожидания и мнения являются

⁴ К.Р. Макконнелл, С.Л. Брю. Экономикс.М: Инфра-М, 2003

⁵ Muth John F. Rational expectations and the theory of price movements. *Econometrica*, 1961

драйверами экономики... Главная проблема состоит в том, что никто не может точно сказать, будто теории, используемые всеми для оценок, это те самые теории, в соответствие с которыми в итоге принимается каждое конкретное решение...»⁶. Ранее, делая акцент на роли ожиданий в экономике, Э. Фелпс указывал: «Сейчас каждый (выступающий) на Bloomberg или CNBC понимает, что монетарная политика имеет своей целью управление ожиданиями»⁷.

В соответствии с теорией рациональных ожиданий существует возможность стабилизационной политики, которая заключается в том, что всегда существует расхождение между реальным уровнем развития экономики и ожидаемым уровнем. Невозможно корректировать результаты финансово-хозяйственной деятельности, но возможно корректировать ожидания⁸. Таким образом, целью макроэкономического регулирования является уменьшение расхождения между субъективно ожидаемым и объективно возможным. В условиях нестабильности кредитно-финансовых систем роль ожиданий выходит на передний план, когда собственно ожидания деловых кругов становятся фактором изменения конъюнктуры.

Выявлены проблемы нестабильности функционирования экономических систем в макроанализе. Сделан вывод, что добавление фактора ожиданий позволяет объяснить развитие кризисных событий на их пике, а также взглянуть по-новому на вопрос: почему одни и те же меры не могут быть неизменными в кризисных условиях в разных странах и в разное время. До сих пор не решена фундаментальная проблема устойчивого расхождения между, с одной стороны, решениями макроэкономических прогнозных моделей, и, с другой стороны, макроэкономическими агрегатами результатов финансово-хозяйственной деятельности. Макроэкономический анализ и прогнозирование остаются в одной и той же информационной среде прошлого, которое предопределяет будущее

⁶ Edmund Phelps. Rebuilding Economics: Why? And how? - World Economic Forum Congress Center. January, 27, 2010.

⁷ Edmund Phelps. U.S. Monetary Policy and Prospective Structural Slump.- After dinner speech. 7th Annual BIS Conference on Monetary Policy. Luzern, 26-27 June 2008

⁸ Phelps E. Rebuilding Economics: Why? And how? - World Economic Forum Congress Center. January, 27, 2010

благодаря некой «инерции» экономических процессов, но ничего не говорит ни о вероятных точках перелома тенденций, ни о характере будущих процессов. Отсюда – действительная, а не виртуальная, эконометрическая проблема финансовой стабилизации. Это со всей ясностью стало обнаруживаться на переломе тысячелетия в результате, сначала, распространения финансовых и экономических кризисов в национальных хозяйствах в 1980-1990-х годах, затем в стагнировании экономики Японии в 2000-е годы, подтолкнувшего сползание финансово-экономического миропорядка к глобальной рецессии, и, наконец, распространения долгового кризиса, охватившего ведущие развитые страны и затормозившего их экономический рост. Сказанное убедительно свидетельствует, что экономическая теория находится на критическом рубеже, что признается всеми ведущими экономистами мира, когда оправдывавшиеся прежде макроэкономические модели оказываются недостаточными для адекватного отражения крайне усложнившейся экономической реальности и ускоряющихся экономических процессов. Одним из направлений осуществления прорыва в экономической теории является развитие концепции рациональных ожиданий, представляющей собой шаг в направлении проникновения экономики в область ожидаемого будущего.

Вторая группа проблем, рассматриваемых в работе, связана с изучением макроэкономической модели взаимосвязи деловой и биржевой инвестиционной активности.

В работе дана характеристика деловой активности в реальном секторе экономики и инвестиционной биржевой активности, для последующего выявления взаимосвязи показателей деловой активности в обрабатывающей промышленности и инвестиционной биржевой активности (на примере ведущих развитых стран Западной Европы и США). Для этого было приведено обоснование выборки фондовых бирж; выявлены особенности расчета фондовых индексов на биржах Парижа (Франция), Милана (Италия), Франкфурта-на-Майне (ФРГ), Нью-Йорка (США). Основной проблемой при расчете и публикации

биржевого индикатора является обеспечение непрерывности (сопоставимости) значений временного ряда показателя. С течением времени аналитики, рассчитывающие индекс, сталкиваются с такими проблемами, как необходимость замены акций одного эмитента другими, увеличение/уменьшение количества эмиссий в индексе или корректировки в связи с дроблением бумаг. В таких случаях осуществляется соответствующий пересчет, а в деловой прессе публикуются данные о произведенных заменах.

На рынке ФРГ основными индикаторами являются DAX (DAX 30, Deutscher Aktienindex, рассчитываемый Франкфуртской фондовой биржей) и FAZ (публикуется газетой Frankfurter Allgemeine Zeitung и включает в себя 100 крупнейших компаний). DAX 30 отражает эффективность 30 крупнейших немецких акционерных компаний с точки зрения объема заказов и рыночной капитализации. Индекс основан на ценах акций на электронной бирже XETRA. К другим членам семейства DAX относятся TecDAX, MDAX, SDAX, HDAX, CDAX и еще несколько десятков специализированных индексов.

Основные индикаторы, описывающие состояние биржевой инвестиционной активности Италии, следующие: Mibtel, S&P/MIB, MIBEX, All Stars. Mibtel вычисляется на основе капитализации акций 152 эмитентов, торгующихся на Миланской бирже (индекс охватывает все зарегистрированные компании). S&P/MIB основан на котировках бумаг крупнейших 40 компаний (в том числе нерезидентов). MIBEX состоит из акций 38 компаний, торгующихся в сегменте «голубых фишек» рынков MTA и MTAX и не вошедших в состав S&P/MIB.

Основными индикаторами, отражающими состояние биржевой инвестиционной активности Франции, являются семейство CAC (Cotation Assistée en Continu) и группа SBF (Société des Bourses Françaises). CAC 40 рассчитывается на основе стоимости 40 самых ликвидных акций компаний, имеющих наибольшую капитализацию и входящих в котировальный список. Кроме того, осуществляется расчет CAC Next 20, CAC Mid 100, CAC Small 90.

SBF 80 – рассчитывается на основе 80 ценных бумаг эмитентов, следующих по общей стоимости акций за первыми 40.

Основными индикаторами биржевой инвестиционной активности США являются семейства индексов Dow Jones и Standard & Poors. Наиболее известный среди группы Dow Jones - Dow Jones Industrial Average 30, агрегирующий котировки акций 30 крупнейших компаний США как промышленного, так и финансового сектора. Компания Standard & Poors рассчитывает и публикует серию индексов с различной степенью охвата рынка. Чаще всего из этой группы при торговле акциями ориентируются на S&P500, в расчет значений которого берутся котировки акций 385 промышленных предприятий, 15 транспортных, 56 финансовых и 44 коммунальных компаний. Также осуществляется расчет индекса Американской фондовой биржи – AMEX Corp, представляющий средневзвешенный курс 20 крупнейших промышленных компаний, акции которых торгуются на указанной площадке. Этот индекс схож по построению с Dow Jones Industrial Average 30. Составной индекс Нью-Йоркской фондовой биржи NYSE Composite Index включает в себя более 1500 акций из разных секторов экономики. Следует упомянуть об индексах внебиржевого рынка NASDAQ (6 отраслевых и 1 общий), группы Russell, а также Willshire 5000.

Таким образом, для дальнейших расчетов были выбраны индексы: DAX30, Mibtel, SAC40, DJIA30 в целях обеспечения сопоставимости выборок фондовых индексов и соответствующих им индексов деловой активности.

Выявлены особенности расчета индексов деловой активности Франции, Италии, Германии, США, рассмотрено понятие и роль обзоров деловой активности в странах ЕС, приведена методика расчета индекса деловой активности PMI. Показана взаимосвязь деловой активности и биржевой активности на рынке акций в условиях финансовой нестабильности.

На сегодня существует несколько разновидностей индексов деловой активности в зависимости от методики их расчета и тех организаций, которые

эти расчеты производят. Индикаторы деловой активности можно условно разделить на два типа: индикаторы, отражающие ситуацию в режиме текущего времени (неделя, месяц, квартал и год) в сравнении с аналогичным предыдущим периодом, и индикаторы ожиданий, отражающие мнение деловых кругов о будущем изменении хозяйственной ситуации. Для дальнейших расчетов были выбраны индексы PMI, как обеспечивающие единую методологию расчета в выбранных странах.

Третья группа проблем связана с изучением сходимости временных рядов индикаторов деловых ожиданий и биржевых индексов инвестиционной активности.

На основе изученных выборок индексов деловой активности и фондовых индексов проведены расчеты коэффициентов парных корреляций на выбранных временных интервалах в развитых странах Западной континентальной Европы и США (результаты представлены в Таблице 1).

Таблица 1. Значения коэффициентов парной корреляции между временными рядами фондовых индексов и индексов деловой активности в развитых странах Западной континентальной Европы и США.

| Страна | Фондовый индекс | Индекс деловой активности | Временной период | Значение коэффициента парной корреляции |
|---------|-----------------|---------------------------|-----------------------------|-----------------------------------------|
| Франция | CAC 40 | PMI Total SA | май 1998-февраль 2007 | 0,6496 |
| ФРГ | DAX 30 | PMI Total SA | апрель 1996-август 2006 | 0,5409 |
| Италия | MIBTEL | PMI Total SA | январь 2004-октябрь 2006 | 0,5822 |
| США | DJIA 30 | ISM Manufacturing | январь 2007 – сентябрь 2008 | 0,5991 |

Источник: рассчитано по данным Reuters

Сделан вывод о том, что для формирования ожиданий участников фондового рынка можно использовать обзоры деловой активности, поскольку доказана взаимосвязь между деловой и биржевой инвестиционной активностью. Выявленная взаимосвязь позволяет увеличить горизонт прогнозирования. Поскольку существует сильное влияние динамики фондового рынка на изменение поведения участников торгов на ведущих биржевых площадках, можно с определенной вероятностью прогнозировать ситуацию на рынке акций, исходя из заданных значений деловой активности.

Рассмотрено влияние фактора ожиданий на различные составляющие инвестиционной активности - цены на нефть, золото, валютный курс евро к доллару (EUR/USD⁹) на примере США¹⁰ в 2000, 2001-2002, 2003-2004, 2005-2006, 2007-2008 и 2009-февраль 2011 гг.¹¹. Для проведения анализа были рассчитаны коэффициенты парной корреляции попарно между рядами динамики цен на нефть Brent, цен на золото (London fixed gold price pm), индекса деловой активности ISM Manufacturing, фондового индекса DJIA30, валютного курса EUR/USD на каждом из указанных выше временных лагов. Коэффициент парной корреляции был выше 0,5 на временных лагах 2003-2004 гг., 2007-2008 гг. и 2009 – февраль 2011 гг. На временных лагах 2000 г., 2001-2002 гг., 2005-2006 гг. существенной положительной корреляции не наблюдалось, однако этому есть рациональное объяснение.¹²

⁹ Значения валютного курса EUR/USD рассчитаны из соотношения цен на золото (London fixed price pm) номинированных в евро и долларах.

¹⁰ Аналогичный анализ по странам зоны евро в работе не приводится. Ввиду сильного влияния ситуации на торговых площадках США на динамику фондовых индексов в Западной Европе, динамика всех перечисленных макроэкономических индикаторов уже учтена в значениях индексов акций американских бирж. Далее, логичным было бы рассмотреть влияние динамики фондовых индексов США на ход торгов в Западной Европе, а также учесть внутренние факторы отдельно для каждой страны.

¹¹ Для анализа взяты малые временные ряды (в рамках одного-двух лет) поскольку в данном случае ставилась задача – проследить особенности событий и ожиданий участников рынка различных на финансовых рынках в разное время.

¹² В 2000-2002 гг в США произошел разрыв спекулятивного пузыря интернет-компаний. Поэтому для данного случая рационально сопоставлять индексы NASDAQ Composite и ISM Manufacturing. Изменение индексов NASDAQ Composite и ISM Manufacturing оказались сходными, причем индекс деловых ожиданий на 3-4 месяца опережал индекс компаний high-tech до образования вершины и примерно с таким же временным лагом указал на разворот тренда В 2005-2006 гг. характеризовался «иррациональным» оптимизмом инвесторов и рыночных игроков, выразившийся в росте котировок акций без достаточной фундаментальной обоснованности. Эта «иррациональность» на рынке акций обернулась в конечном итоге кризисом 2008-2010 гг. Другими словами,

Полученные результаты говорят о наличии статистической зависимости между деловой и биржевой инвестиционной активностью. Деловая активность предопределяет динамику биржевой инвестиционной активности. Результаты свидетельствуют о том, что участники рынка в разные периоды экономических циклов в качестве ориентира портфельной инвестиционной деятельности могут выбирать разные макроэкономические индикаторы (нефть, иностранная валюта, золото, фондовые активы), в равной степени связанные с деловой активностью.

Исследования показали сходимость временных рядов, публикуемых в обзорах деловой активности в обрабатывающей промышленности, и временных рядов биржевых индексов рынков акций, отражающих портфельную инвестиционную активность. Полученные результаты доказывают обусловленность биржевой инвестиционной активности ожиданиями в обрабатывающей промышленности.

Четвертая группа проблем связана с эмпирическим доказательством возможности краткосрочной стабилизационной политики.

Из теории рациональности ожиданий следует, что существует возможность краткосрочной стабилизационной политики, которая заключается в том, что всегда существует расхождение между реальным уровнем развития экономики и ожидаемым. Невозможно корректировать результаты финансово-хозяйственной деятельности, но возможно корректировать ожидания. Таким образом, целью макроэкономической политики является уменьшение расхождения между субъективно ожидаемым и объективно возможным. В условиях нестабильности кредитно-финансовых систем роль ожиданий выходит на передний план, когда собственно ожидания деловых кругов становится фактором изменения конъюнктуры. Понимание причин этого фундаментального явления выходит за рамки заявленной темы, предполагающей рассмотрение макроэкономических подходов для воздействия на финансовый рынок. Среди этих подходов –

зарождение спекулятивного пузыря (разрыв которого пришелся на осень 2008г.) произошло, по всей видимости, в период 2005-2006 гг.

описывающие экономические ожидания деловых кругов обзоры деловой активности, привлечение которых для разработки и воплощения макроэкономической политики может позволить воздействовать на поведение участников рынка. В данном исследовании рассмотрен один из аспектов взаимосвязи макроэкономической политики и ожиданий деловых кругов - влияние действий центробанка как одного из субъектов макроэкономического регулирования на фондовый рынок.

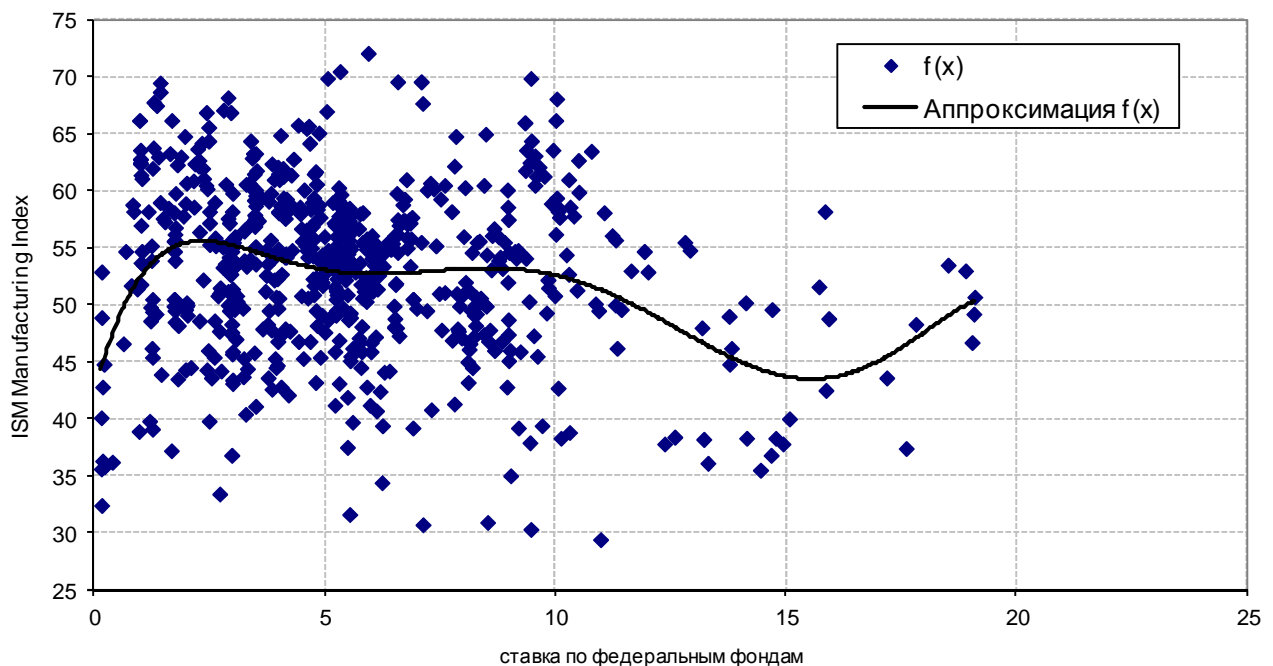
В работе выявлена повышающаяся роль обзоров деловой активности в макроэкономическом анализе, обоснована возможность применения выявленной статистической зависимости между деловой и инвестиционной активностью в макроэкономической политике. Учитывая, что деловая активность оказывает влияние на инвестиционную активность, макрорегулятор может стараться формировать ожидания деловых кругов. При анализе характера зависимости между изменением процентных ставок макрорегуляторов США и Евросоюза и реакцией экономических агентов на изменения в условиях их деятельности выявлено, что при низком уровне ставок рефинансирования, их изменение способствует возникновению более сильных колебаний деловой активности, чем при более высоком их уровне.

Основываясь на том, что деловая активность является одним из факторов, предопределяющим динамику биржевой инвестиционной активности и рассматривая данный вывод с позиции монетарных властей, в работе поставлен вопрос – существует ли зависимость между действиями в рамках денежно-кредитной политики и динамикой индикатора деловых ожиданий? В диссертации рассмотрено воздействие одного из элементов денежно-кредитной политики – политики рефинансирования - на деловую активность.

Для этого на примере США рассмотрена динамика ориентира ставки по федеральным фондам и индекса ISM Manufacturing на временном интервале с

июля 1954 г по август 2009 г¹³. В качестве экзогенной переменной взяты величины процентных ставок, эндогенной переменной выступают полученные расчетные значения индексов деловых ожиданий. Поскольку в нашем случае одному значению независимой переменной соответствует несколько значений зависимой переменной, для упрощения применения процедуры аппроксимации рассчитаем средние значения индексов деловой активности, соответствующие каждому значению процентной ставки. Далее, с помощью метода наименьших квадратов проведем аппроксимацию данных. На Рисунке 1 отражена зависимость значений индекса деловой активности от процентной ставки в каждый момент времени, а на Рисунке 2 отдельно вынесен современный период с января 1990 г. по август 2009 г.¹⁴

Рисунок 1. Ставка по федеральным фондам ФРС США и индекс деловой активности в обрабатывающей промышленности США (июль 1954 г. -- август 2009 г.).



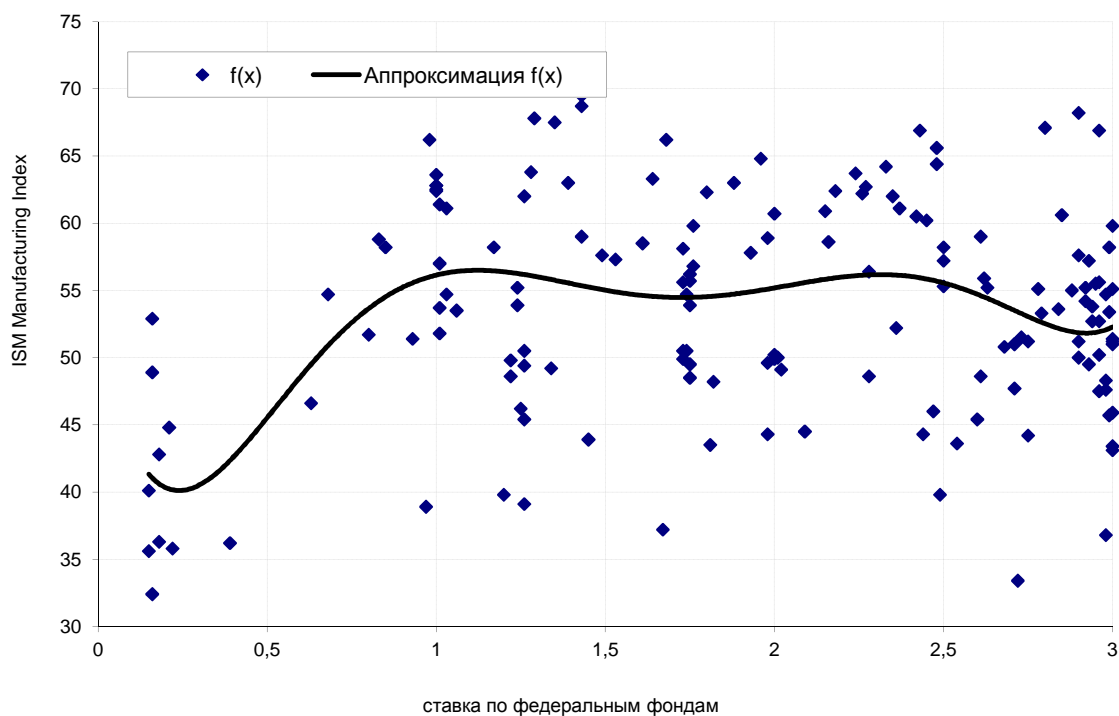
Источник: рассчитано по данным ФРС США, Institute for Supply Management.

¹³ Низкие значения процентной ставки встречаются в середине XX века, поэтому имеет смысл расширить временной интервал так, чтобы они попали в выборку.

¹⁴ Следует сделать оговорку, что полученная функциональная зависимость не обладает высокой прогнозирующей способностью -- в исследовании ставилась цель проиллюстрировать связь между параметрами, поэтому на данном этапе высокой точности аппроксимации, а также расчетов критериев достоверности не требовалось.

Учитывая, что между временными рядами индексов деловой активности и фондовыми индексами США и Евросоюза имеет место высокая корреляция, изменения процентной ставки в диапазоне низких значений не только усиливают колебания деловой активности, но и повышают волатильность на фондовом рынке. Долгое время считалось, что одна из важных задач макрорегулятора – противодействовать перегреву экономики. В современных условиях функция эта расширяется.

Рисунок 2. Ставка по федеральным фондам ФРС США на промежутке значений от 0 до 3 и индекс деловой активности в обрабатывающей промышленности США.



Источник: рассчитано по данным ФРС США, Institute for Supply Management.

На первый план выходит выверенная политика управления ожиданиями деловых кругов. Исследование современной практики принятия решений макрорегуляторами на примере ФРС США показало, что наряду с традиционной информацией для макроэкономического обоснования решений в сфере макроэкономической политики используются индикаторы ожиданий деловых

кругов. Сделан вывод о том, что формирование экономических ожиданий стратегических инвесторов поддерживает доверие к политике макрорегулятора, что может иметь в условиях резкого усиления нестабильности рынка краткосрочный стабилизационный эффект.

В **заключении** диссертации подведены итоги исследования, обобщены научно-практические выводы и предложения.

Основные публикации по теме диссертации:

Статьи в журналах, определенных ВАК Минобрнауки России:

1. Филина, С.Ю. Опережающий показатель фондового рынка / И.Ю. Варьяш, С. Ю. Филина // Банковское дело. – 2007. – №8. – С. 35-37. (0,44/0,22 п.л.);

2. Филина, С.Ю. Взаимосвязь опережающих показателей: на примере США / С.Ю. Филина // Банковское дело. –2012. - №8(224). – С. 24-28. (0,6 п.л.) ;

3. Филина, С.Ю. Новый взгляд на рациональность: от рациональных ожиданий к рациональности ожиданий / С.Ю. Филина // Журнал Экономической теории.- 2012. - №4. - С. 138-145. (0,7 п.л.);

4. Филина, С.Ю. Формирование текущей макроэкономической политики с учетом ожиданий (на примере ФРС США) / С.Ю. Филина // Экономические стратегии. – 2013. - №2(110) 2013. – С. 118-125. (0,7 п.л.);

Статьи в других научных изданиях и журналах:

5. Филина, С.Ю. Воздействие политики рефинансирования на деловую активность / С.Ю. Филина // Банковские технологии. - 2009. – №11. - С. 51-54. (0,44 п.л.);

6. Филина, С.Ю. Взаимосвязь ожиданий производителей и потребителей (на примере США) / С.Ю. Филина // Банковские технологии. - 2013. – №1(204)/2013. - С. 54-56. (0,3 п.л.).