

*Палювина А.С.,  
студент магистратуры  
2 курс, Департамент финансовых рынков и банков  
Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации  
Россия, г. Москва*

## **ОСОБЕННОСТИ ПОВЕДЕНИЯ ИНВЕСТОРОВ ПРИ РАСПРОСТРАНЕНИИ ФИНАНСОВЫХ КРИЗИСОВ**

***Аннотация:** В статье рассматриваются вопросы распространения финансовых кризисов, в частности, среди стран с развивающимися рынками. Причинами распространения кризисов являются не только фундаментальные факторы, но и особенности поведения инвесторов. Иррациональные решения инвесторов в кризисные периоды обусловлены, в том числе, проблемами с ликвидностью на рынке, а также с асимметрией рыночной информации.*

***Ключевые слова:** валютный кризис, поведение инвесторов, ликвидность, информационная асимметрия, финансовое заражение.*

***Annotation:** The article discusses the spread of financial crises, in particular, among countries with emerging markets. The reasons for the spread of crises are not only fundamental factors, but also the behavior of investors. Irrational investment decisions during crisis periods are caused, among other things, by problems with liquidity in the market, as well as with asymmetry of market information.*

***Key words:** currency crisis, investor behavior, liquidity, information asymmetry, financial infection.*

На явление распространения валютных кризисов между странами обратили внимание ещё в конце XX века. Например, девальвация тайского бата в июле 1997 года сопровождалась валютным кризисом в Малайзии и Индонезии

в течение месяца, а в Корее - через несколько месяцев. Могут быть предложены различные объяснения распространения кризиса между странами.

1. Во-первых, общий шок может затронуть несколько стран (хотя кризис может распространиться даже в отсутствие такого шока).
2. Торговые связи могут привести к кризису, поскольку обесценивание валюты в одной стране ослабляет фундаментальные показатели в других странах, снижая конкурентоспособность их экспорта. Финансовая взаимозависимость также может способствовать возникновению кризиса, поскольку начальные потрясения в одной стране могут привести к тому, что внешние кредиторы отзовут свои займы в других регионах, что приведёт к кредитному кризису в других странах-должниках.
3. Наконец, валютный кризис в одной стране может ухудшить восприятие участниками рынка экономических перспектив в странах с аналогичными характеристиками и вызвать общее падение доверия инвесторов.

Объяснения международной передачи кризисов содержат элементы, которые подпадают под фундаментальный и самореализующийся подходы.

Однако может также оказаться, что поведение инвесторов, будь то рациональное или иррациональное, ведет к потрясениям, распространяющимся из одной страны в другую. Один из алгоритмов распространения заключается в том, что существуют действия, которые являются заранее индивидуально рациональными, но выступают чрезмерными мерами для конкретного инвестора, в том смысле, потому что их не объясняют реальные основы. Заражение передается через действия инвесторов, каждый из которых действует индивидуально рационально. Концептуально, можно разделить это поведение инвестора на проблемы с ликвидностью; и информационные асимметрии и проблемы координации рынка.

### ***Проблемы с ликвидностью***

Первая форма индивидуального рационального поведения связана с ликвидностью и другими ограничениями для кредиторов или инвесторов. Например, во время кризиса в Восточной Азии значительное обесценивание

валюты и снижение цен на акции в Таиланде и других странах Восточной Азии вызвали значительную потерю капитала у некоторых международных институциональных инвесторов. Эти потери, возможно, побудили инвесторов распродать ценные бумаги на других развивающихся рынках. С проблемами ликвидности могут также столкнуться коммерческие банки, которые сосредоточили кредитование в определённых регионах. Предположим, что существует страна - общий кредитор с сильным региональным влиянием, такая как Япония в Восточной Азии или США в Латинской Америке. Если банки из страны - общего кредитора испытывают заметное ухудшение качества кредитов в одной стране, банки могут попытаться снизить общий риск своего кредитного портфеля путём минимизации рисков в других регионах, в том числе, на других развивающихся рынках, которые считаются коррелированными.

Эта тенденция к одновременной продаже на нескольких рынках также может быть связана со структурой стимулов отдельных финансовых агентов. Например, первоначальный кризис заставляет инвесторов распродавать свои активы в других странах с развивающимися рынками из-за их тенденции поддерживать определенные доли ценных бумаг страны или региона в своих портфелях. В результате на фондовых рынках других развивающихся стран также произойдёт значительное снижение цен, а их валюты значительно обесценятся. Например, модели Value-at-Risk, используемые многими коммерческими банками, могут объяснить, почему банки и другие инвесторы находят оптимальным продавать активы с высоким риском, когда происходит шок для одного актива. Несмотря на индивидуальную рациональность, этот тип поведения может привести к общим неблагоприятным результатам.

Одним из последствий проблем с ликвидностью может быть то, что страны, финансовые активы которых широко торгуются на мировых рынках и чьи внутренние финансовые рынки более ликвидны, являются более уязвимыми для финансового заражения. Ещё одним следствием является то, что, поскольку глобальная диверсификация финансовых портфелей предполагает хеджирование макроэкономических рисков на разных рынках, страны, которые демонстрируют

высокую степень взаимодействия со страной, затронутой кризисом, в устойчивые периоды, будут более уязвимыми для заражения.

Эти ограничения ликвидности и структуры стимулов могут быть важны для всех типов инвесторов, имеющих дело с развивающимися рынками. Конкретные категории инвесторов могут быть более восприимчивы к этому типу поведения, в частности, международные институциональные инвесторы, такие как открытые взаимные фонды развивающихся рынков, хедж-фонды и частные трейдеры.

Инвесторы с левереджем, такие как хедж-фонды и банки, сталкивающиеся с маржинальными требованиями, с большей вероятностью столкнутся с проблемами ликвидности после кризиса в стране и вынуждены продавать свои активы на других рынках. Управляющим фондами открытого типа также может потребоваться повысить ликвидность в ожидании будущих погашений со стороны инвесторов. Столкнувшись с этими проблемами ликвидности, как инвесторы с левереджем, так и управляющие открытыми фондами, скорее всего, сохранят те активы, цены на которые уже упали, и продадут другие активы в портфеле. Таким образом, инвесторы приводят к падению цен на другие активы, и первоначальное нарушение может распространяться на разные финансовые инструменты и на разные рынки. Большие финансовые потрясения осенью 1998 года, когда спрэды по корпоративным акциям в США выросли почти до 200 базисных пунктов, по сравнению с нормальным уровнем в 100 базисных пунктов, позволяют предположить, что эти типы вторичных эффектов не должны ограничиваться только развивающимися рынками, но могут влиять на широкий спектр рынков и заёмщиков.

### ***Проблемы информационной асимметрии и координации***

Другая причина заражения связана с несовершенной информацией и различиями в ожиданиях инвесторов. При отсутствии полной информации, финансовый кризис в одной стране может заставить инвесторов предполагать, что другие страны могут столкнуться с такими же проблемами. Кризис в одной стране может затем привести к падению валют других стран, условия которых

аналогичны условиям в стране, где возник кризис. Этот тип поведения может отражать как рациональное, так и иррациональное поведение. Если кризис отражает и выявляет слабые стороны, инвесторы могут рационально прийти к выводу, что схожие страны также столкнутся с аналогичными проблемами, что приведет к заражению. Этот канал предполагает, что инвесторы недостаточно информированы об истинных фундаментальных характеристиках каждой страны и должны принимать свои решения на основе некоторых известных показателей, в том числе выявленных в других странах, которые могут отражать или не отражать истинное состояние страны. Используемые инвесторами наборы информации могут включать действия других инвесторов, что приводит к влиянию информационной асимметрии на поведение инвесторов.

Инвесторы часто не имеют полной картины состояния каждой страны, поскольку это влияет на их доходность. Частично это может отражать затраты на сбор и обработку информации. При наличии информационной асимметрии постоянные затраты, связанные со сбором и обработкой информации по конкретной стране, могут привести к стадному поведению, даже если инвесторы рациональны. Учитывая фиксированную стоимость сбора и обработки информации, большинство мелких инвесторов просто не могут позволить себе собирать и обрабатывать информацию по конкретной стране в отдельности [2]. Менее информированные инвесторы могут вместо этого посчитать менее дорогостоящим и, следовательно, выгодным следовать инвестиционным моделям более информированных инвесторов. Прежде чем сделать свой собственный выбор активов, неосведомлённые инвесторы будут учитывать портфельные решения, принимаемые другими информированными инвесторами, поскольку такие решения предоставляют полезную рыночную информацию.

Информационный каскад приводит к тому, что менее информированные инвесторы игнорируют свою собственную информацию и следуют за информированными инвесторами, что приводит к негативным последствиям [3]. Одним из аргументов в пользу усиления «эффекта толпы» является то, что

постоянные затраты на сбор и обработку информации по конкретной стране увеличиваются по мере роста числа стран, в которые могут быть размещены инвестиции, и расширения круга инвесторов.

В работах некоторых исследователей утверждается, что (с течением времени) стадное поведение может быть рациональным и является «результатом оптимальной диверсификации портфеля, которая становится все более распространенной по мере роста рынков ценных бумаг» [3].

Другим аргументом в пользу усиления «эффекта толпы» является то, что для ряда инвесторов поддержание репутации является относительно дорогостоящим. Столкнувшись с высокими репутационными издержками, инвесторы могут посчитать менее затратным следовать за толпой. Поскольку некоторые инвесторы, в частности управляющие фондами, могут быть более чувствительны к поддержанию репутации, которая зависит от эффективности их портфелей относительно прибыльности определённого рыночного портфеля, а не от их абсолютных показателей, этот риск каскадного поведения может быть особенно высоким среди институциональных инвесторов. Если эти репутационные издержки высоки, отдельный институциональный инвестор может воздержаться от действий первым, даже если развитие рынка благоприятствует ребалансировке портфеля, опасаясь рисков для своей репутации, если его решение окажется ошибочным.

Таким образом, чем выше степень интеграции финансового рынка, тем более масштабными могут быть инфекционные последствия общего шока для других стран. И наоборот, страны, которые не являются финансово интегрированными из-за контроля над капиталом или отсутствия доступа к международному финансированию, могут быть не подвержены заражению. В этом смысле финансовые рынки способствуют передаче общих потрясений, но не вызывают их. Тем не менее, действия инвесторов, которые являются как индивидуально рациональными, так и коллективно рациональными, а также иррациональными, могут привести к волатильности и распространить кризис на другие страны.

## ИСПОЛЬЗОВАННЫЕ ИСТОЧНИКИ

1. Чепурко В.В. Теоретические модели валютных кризисов (2015). // Научный вестник: Финансы, банки, инвестиции. – № 1 – с. 68-73.
2. Agenor Pierre-Richard, Aizenman Joshua. Contagion and Volatility with Imperfect Credit Markets (1998). // IMF Staff Papers. – p. 207-235.
3. Calvo Guillermo A., Mendoza Enrique G. Rational Herd Behavior and the Globalization of Securities Markets (1998). // Duke Economics Working Paper. – No. 97-26. – 46 p.