

## ЦЕНОВОЙ АНТИПУЗЫРЬ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ УКРАИНЫ

А.Л. Пластун

УДК 338.124.4:339.194

### РЕФЕРАТ

*Исследована сущность ценовых антипузырей и обосновано присутствие антипузыря на фондовом рынке Украины. Предложены рекомендации по принятию инвестиционных решений на базе информации о присутствии на рынке неверно оцененных активов.*

### ABSTRACT

*The essence of price anti-bubbles is analyzed. The presence of anti-bubble in the Ukrainian stock market is proved. Recommendations to make investment decisions.*

Кризисные явления в экономике случаются все чаще, увеличиваются и масштабы их последствий. Довольно часто появлению кризисных явлений предшествуют так называемые «ценовые пузыри» (еще их называют биржевыми, рыночными, спекулятивными, финансовыми) – резкий рост цен на определенные активы, который заканчивается биржевым коллапсом, выступающим в качестве триггера для дальнейшего развертывания кризисных явлений в экономике.

Ценовые пузыри являются типичными структурами. Об этом свидетельствует хотя бы их визуальная интерпретация. На рисунке 1 и рисунке 2 приведены два разных ценовых пузыря (разное время, разные рынки), но их визуальная схожесть очевидна.

Ценовой пузырь – это существенное отклонение рыночной стоимости актива от его внутренней стоимости. Внутренняя стоимость – это стоимость актива, рассчитанная при условии, что известно, какие доходы принесет он в будущем, а также какой риск существует по данному активу [3].

Васильев К. отмечает, что ценовой пузырь на рынке финансового актива – это значительное превышение цены фундаментальной оценки стоимости актива в течение периода времени, которое характеризуется продолжающимся ростом цен с последующим их крахом или значительным падением [2].

Рынок, который стремительно раздувается на основе спекуляций и необоснованного роста цен, экономисты называют «bubble», то есть пузырь.

Ценовой пузырь сопровождается ажиотажем

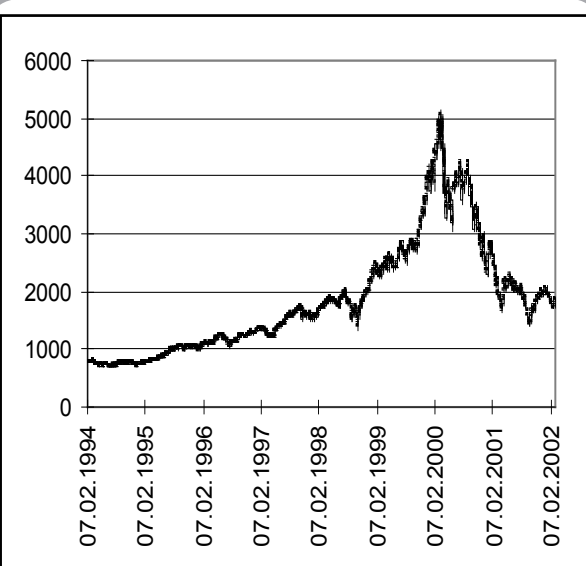


Рисунок 1 – Динамика изменения индекса Насдак за период 1994 – 2002 гг. (пузырь дот-комов) [1, 7]

ным спросом на определенный актив, в результате чего рыночная цена может в несколько раз превышать его реальную стоимость [9].

Исследованиями ценовых пузырей занимались преимущественно западные ученые. Наибольший вклад в теоретическую разработку и осмысления по данной тематике внесли Blanchard O., Watson M., Diba B., Grossman H., Flood R., Hodrick R., Obstfeld M., Garber P. Фундаментальный труд по исследованию ценовых пузырей был опубликован Сорнетте Д.

Появление ценового пузыря и его схлопывание приводят к образованию системной нестабильности на рынке, что проявляется в значительном рассогласовании ценовых колебаний.

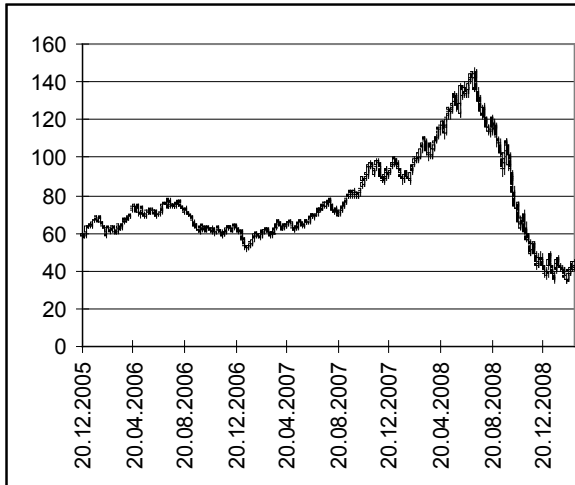


Рисунок 2 – Динамика изменения цен на нефть за период 2005 – 2008 гг. (нефтяной пузырь) [1, 7]

Именно биржевые пузыри и их последствия являются одной из аномалий, которую не способна объяснить теория случайных блужданий и гипотеза эффективного рынка.

Результатом ценовых рассогласований, возникающих после схлопывания пузыря, довольно часто является появление так называемого «антипузыря».

Ценовой антипузырь является симметричной конструкцией к пузырю и описывает ситуацию, когда рынок после пикового роста значительно теряет в цене [15].

Таким образом, рынок, чьи цены упали ниже уровня, который можно было бы описать любым разумным сценарием, является антипузырем [11].

Концепция антипузыря впервые была предложена Johansen A., Sornette D. (1999) как обратная сторона ценового пузыря, по аналогии с физическим термином «античастица». В своем исследовании они пришли к выводу, что взаимодействие между трейдерами и их стадное поведение приводят не только к возникновению спекулятивных пузырей и переоценке финансовых рынков, которые, как правило, заканчиваются крахами, но и к возникновению «антипузырей», сопровождающихся значительным падением рынка после исторических максимумов и недооценкой рыночных активов [16].

Пример антипузыря, возникшего на американском фондовом рынке в 2008 – 2009 годах,

приведен на рисунке 3. К типичным ценовым антипузырям можно отнести ситуации с индексом Никкей в начале 90-х или индексом S&P 500 в начале 2000-х.

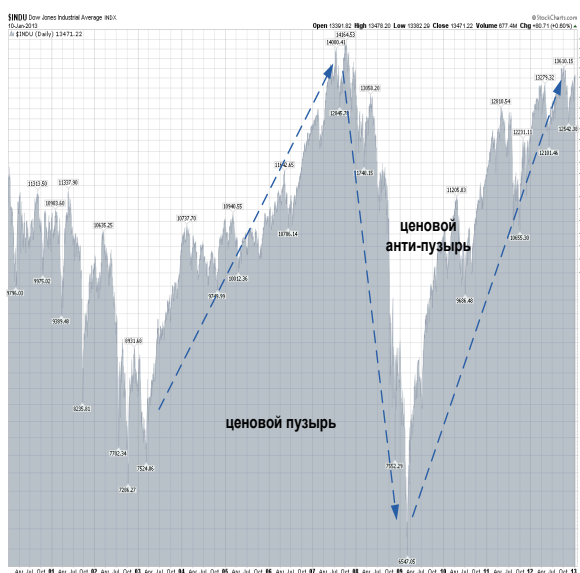


Рисунок 3 – Ценовой антипузырь на американском фондовом рынке 2008 – 2009 гг. [13]

Исследуя ценовые пузыри, ученые отмечают, что с позиции психологии они являются прямым результатом человеческой жадности. В то же время существуют периоды времени, особенно сразу после схлопывания пузыря, когда жадность отступает на задний план, а доминирующим становится чувство страха. Страх приводит к появлению «антипузырей» – такой ситуации, когда спрос на актив ограничен, в результате чего его рыночная цена может быть значительно меньше реальной стоимости [12].

В теории возникновение ценовых антипузырей является процессом более сложным, чем образование пузырей. Это связано как с чисто психологическими моментами (жадность часто бывает сильнее страха, компании охотнее распространяют позитивные новости, чем негативные, люди склонны преувеличивать значимость позитивных новостей и, наоборот, недооценивать или игнорировать новости отрицательные), так и техническими (открывать длинные позиции легче, чем короткие). Тем не менее, развитие инструментов биржевой торговли, увеличение прозрачности компаний и рынков в целом, особенности человеческой психологии (страх,

потеря доверия) приводят к тому, что сегодня проблема биржевых антипузырей не намного меньше по объемам и частоте возникновения, нежели проблема ценовых пузырей [17].

Исследование, проведенное Yan, Woodard, Sornette (2010), показало, что из 11 662 тестовых интервалов индекса S & P 500 за период с января 1950 по май 2009, структуры, подобные антипузырям, возникали в 2568 случаях (22 % тестовых интервалов). Еще одним интересным выводом данного исследования было то, что использование информации о типичном поведении рынка после возникновения ценовых антипузырей при построении торговой стратегии позволяет получить значительно лучшие результаты, чем те, которые получают обычные торговые стратегии на базе технического или фундаментального анализа [19].

Таким образом, своевременное распознавание антипузыря на определенном рынке позволяет получить сверхприбыли. Алгоритм работы при этом достаточно прост: в точке, соответствующей пику антипузыря (минимум рынка или его дно), необходимо открывать длинные позиции и удерживать их до исчезновения конструкции антипузыря.

Пиковая фаза глобального финансового кризиса 2007 года привела к появлению целого ряда ценовых антипузырей: большинство мировых фондовых рынков, антипузырь на рынке нефти, антипузырь в ряде валютных пар и так далее. На сегодняшний день большинство из них исчезло, тем не менее, все еще можно найти рынки, где ценовые антипузыри присутствуют и близки к схлопыванию. На одном из них хотелось бы остановиться подробнее. Речь идет о фондовом рынке Украины. Для того, чтобы визуально подтвердить предположение о наличии на фондовом рынке Украины антипузыря, на рисунке 4 приведена динамика одного из ведущих фондовых индексов Украины ПФТС с обозначениями типовых конструкций, отвечающих признакам пузырей и антипузырей.

По информации авторитетного издания Financial Times, в 2012 году Украина заняла второе место по уровню падения фондового рынка среди развивающихся стран [18]. При этом большинство фондовых рынков развитых стран демонстрировали положительные тенденции в течение последних двух лет. В качестве примера

приведем динамику индекса Доу-Джонса в течение 2011 – 2012 годов (рис. 5)

Таким образом, значительное падение украинского фондового рынка происходит на фоне роста мировых фондовых индексов.

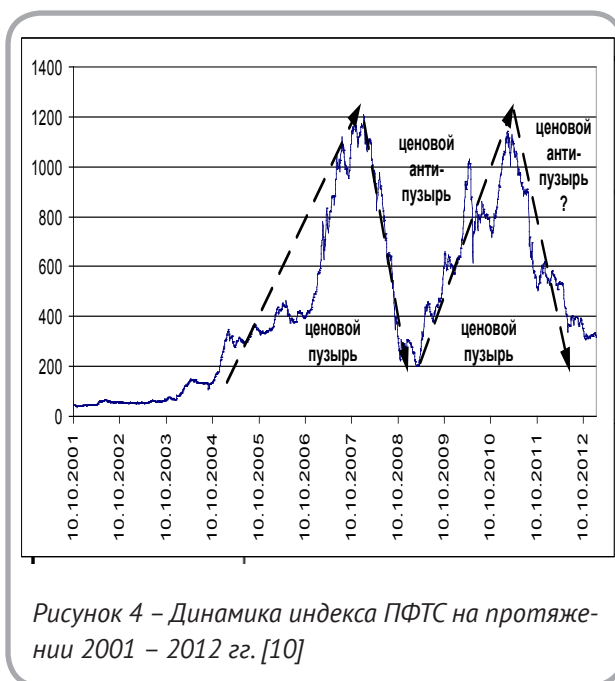


Рисунок 4 – Динамика индекса ПФТС на протяжении 2001 – 2012 гг. [10]

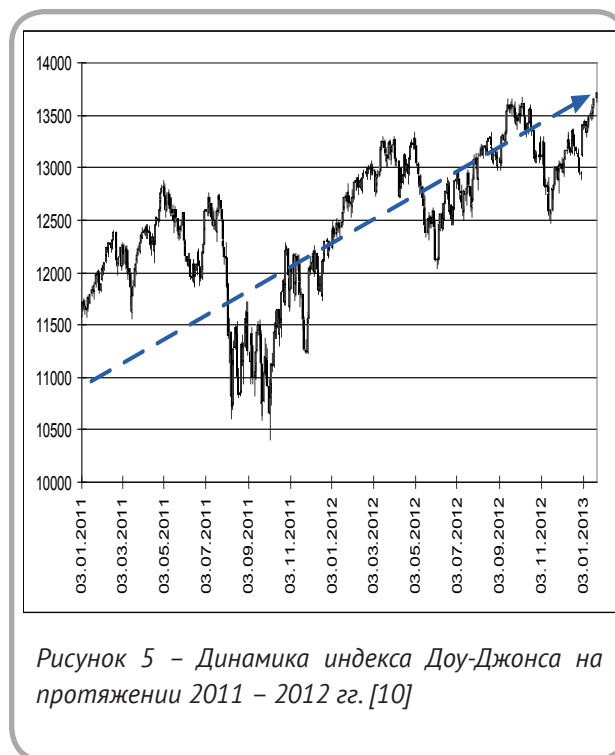


Рисунок 5 – Динамика индекса Доу-Джонса на протяжении 2011 – 2012 гг. [10]

Эти факты косвенно свидетельствуют о возможном антипузыре на фондовом рынке Украины. Для того, чтобы проверить это, проанализи-

зируем динамику изменения фондового рынка Украины и основных макроэкономических показателей страны (рис. 6 и 7).



Рисунок 6 – Динамика индекса UH на протяжении 2008 – 2012 гг. [8]

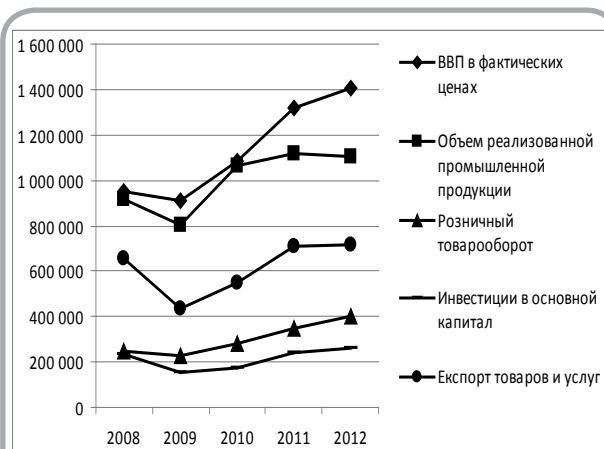


Рисунок 7 – Динамика ключевых макроэкономических показателей Украины за период 2008 – 2012 гг. [6]

Динамика индекса UH течение 2008 года была крайне негативной, что связано с пиком мирового финансового кризиса. Такая динамика подтверждалась и основными макроэкономическими показателями Украины, значения которых резко ухудшились в этот период. 2009 – 2010 годы были периодом восстановления, что нашло свое отражение в динамике фондового рынка и макроэкономических показателях. Впрочем, в течение 2011 – 2012 годов индекс UH потерял 2/3 стоимости, при том что основные макроэкономические показатели Украины за этот период не только не демонстрировали тенденции к падению, а наоборот демонстрировали рост. Таким

образом, в 2011 году на фондовом рынке Украины начал формироваться антипузырь. Пик этого антипузыря, по крайней мере по состоянию на 31.12.2012, пришелся на конец 2012 – начало 2013 года.

Информацию макроуровня, приведенную выше, подтверждают данные микроуровня – финансовые результаты деятельности предприятий-эмитентов, входящих в состав индексной корзины Украинской биржи. Большинство из них в течение 2010 – 2012 годов демонстрировали положительную тенденцию изменения основных показателей финансовой деятельности (имеются в виду валовые доходы, показатель EBITDA, объемы акционерного капитала и т. п.). В конечном итоге такая разнонаправленная динамика (падение цен на акции и улучшение или по крайней мере не ухудшение основных финансовых показателей) привела к значительной недооцененности фондового рынка Украины в целом, что является одним из признаков антипузыря.

Для того, чтобы подтвердить тезис, что текущая ситуация не просто результат достижения рынком определенной равновесной цены после схлопывания пузыря украинского фондового рынка, который формировался в течение 2003 – 2008 годов, оценим текущую цену рынка по отношению к его справедливой стоимости. Для этого сравним данные показателя P / S (отношение рыночной капитализации компании к ее выручке). Компании, имеющие низкие значения этого показателя, являются недооцененными. Данные компаний Украины будем сравнивать с данными аналогичных предприятий России, а также развитых стран мира.

Как свидетельствуют данные представленной таблицы, акции предприятий Украины значительно недооценены. Это подтверждает предыдущие выводы о наличии на фондовом рынке Украины антипузыря.

Проведение зеркальной аналогии с типичным поведением биржевых цен при ценовом пузыре позволяет сделать вывод, что наиболее вероятным развитием событий будет «схлопывание» антипузыря, которое будет заключаться в стремительном росте фондового рынка Украины. Исходя из этого, фондовый рынок Украины может рассматриваться как крайне перспективный объект для инвестирования с очень значитель-

Таблица – Значение показателя P/S в 2012 году для разных стран (групп стран)

Страна (группа стран)	Значение показателя P/S		
	Металлургия	Машиностроение	Энергетика
Россия (в среднем)*	1,55	0,43	0,28
Развитые страны (в среднем)*	0,91	0,8	1,09
Украина**	0,08	0,35	0,16

\* данные формировались на базе анализа аналитических отчетов, публикуемых в системе комплексного раскрытия информации и новостей СКРИН [4]

\*\* данные были взяты из отчета ИК «Драгон Капитал» [14].

ным потенциалом роста.

Таким образом, распознавание ценовых антипузырей является не только важной научной задачей, позволяющей лучше определять фазы экономического цикла и прогнозировать развитие экономических процессов, но и представляет значительный практический интерес. Поскольку конструкция антипузыря является достаточно типичной, его распознавание на относительно ранней стадии позволяет с большой точностью спрогнозировать будущие изменения цен на биржевые активы. Применение этой ин-

формации в инвестиционной деятельности позволяет получить сверхприбыли. Анализ динамики фондового рынка Украины за последние два года позволил сформировать предположение относительно возможного присутствия на нем ценового антипузыря. Дальнейший анализ подтвердил данное предположение. На основании этого был сформирован прогноз динамики фондового рынка Украины в ближайшем будущем, который заключается в его значительном росте как результате схлопывания сформированного антипузыря.

## СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Архив котировок компании MetaQuotes [Электронный ресурс] / Режим доступа: <http://www.metaquotes.net>
2. Васильев, К. Г. Экономико-математическое моделирование финансовых пузырей на фондовом рынке : дис ... к-та экон. наук : 08.00.13 / К. Г. Васильев // Санкт-Петербург. – 2006. – 117 с.
3. Провизион, М. Как распознают спекулятивные пузыри / М. Провизион // [Электронный ресурс] / Режим доступа: <http://flime.ru/articles/35>
4. Система комплексного раскрытия информации и новостей СКРИН [Электронный ресурс] / Режим доступа: [www.skrin.ru/analytics/](http://www.skrin.ru/analytics/)
5. Сорнетте, Д. Как предсказывать крахи финансовых рынков / Д. Сорнетте. – Москва : «И-Трейд», 2003. – 198 с.
6. Статистический бюллетень Национального банка Украины [Электронный ресурс] / Режим доступа: [http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat\\_id=57897](http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=57897)
7. Торговый терминал компании «Альпари» [Электронный ресурс] / Режим доступа: <http://www.alpari.org>
8. Украинская биржа. Официальный сайт [Электронный ресурс] / Режим доступа: [www.uk.ua](http://www.uk.ua)
9. Финансовый пузырь [Электронный ресурс] / Режим доступа: <http://wmr1000.ru/b-stati/7-stadij-finansovogo-puzyrya.htm>

10. Фондовая биржа ПФТС. Официальный сайт [Электронный ресурс] / Режим доступа: <http://pfts.com.ua/>
11. Arnott R., West J. The Anti-Bubble Bursts [Электронный ресурс] / Режим доступа: <http://www.indexuniverse.com/sections/research/4384-the-anti-bubble-bursts.html?showall=&fullart=1&start=2>
12. Blanchard O J Speculative Bubbles, Crashes and Rational Expectations // Economics Letters, 1979
13. Dean Fantazzini, (2011) "Forecasting the Global Financial Crisis in the Years 2009-2010: Ex-post Analysis", Economics Bulletin, Vol. 31 No. 4 pp. 3259-3267
14. Dow Jones Industrial Average (2000 - Present Daily) [Электронный ресурс] / Режим доступа: <http://stockcharts.com/freecharts/historical/djia2000.html>
15. Dragon Capital Официальный сайт [Электронный ресурс] / Режим доступа: <http://www.dragon-capital.com>
16. Johansen A. and Sornette D. Financial "antibubbles": Log-periodicity in Gold and Nikkei collapses, Int. J. Mod. Phys. C 10 (1999) 563-575.
17. Kay John Strange financial physics of the inverse bubble [Электронный ресурс] / Режим доступа: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/ceafc5d8-41ea-11dd-a5e8-0000779fd2ac.html#axzz2IQaF5TVf>
18. Minto Rob Chart of the week: stock exchange winners and losers of 2012 [Электронный ресурс] / Режим доступа: <http://blogs.ft.com/beyond-brics/2012/12/24/chart-of-the-week-stock-exchange-winners-and-losers-of-2012/#axzz2G8UUvwwO>
19. Yan, Wanfeng, Woodard, Ryan and Sornette, Didier , Diagnosis and Prediction of Market Rebounds in Financial Markets (March 29, 2010). Swiss Finance Institute Research Paper No. 10-15. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1586742> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1586742>

*Статья поступила в редакцию 08.02.2013 г.*