

Национальная ассоциация специалистов
финансового планирования (НАСФП)

Восьмая конференция для частных
инвесторов и финансовых консультантов

«Портфельные инвестиции для
частных лиц. Перезагрузка»

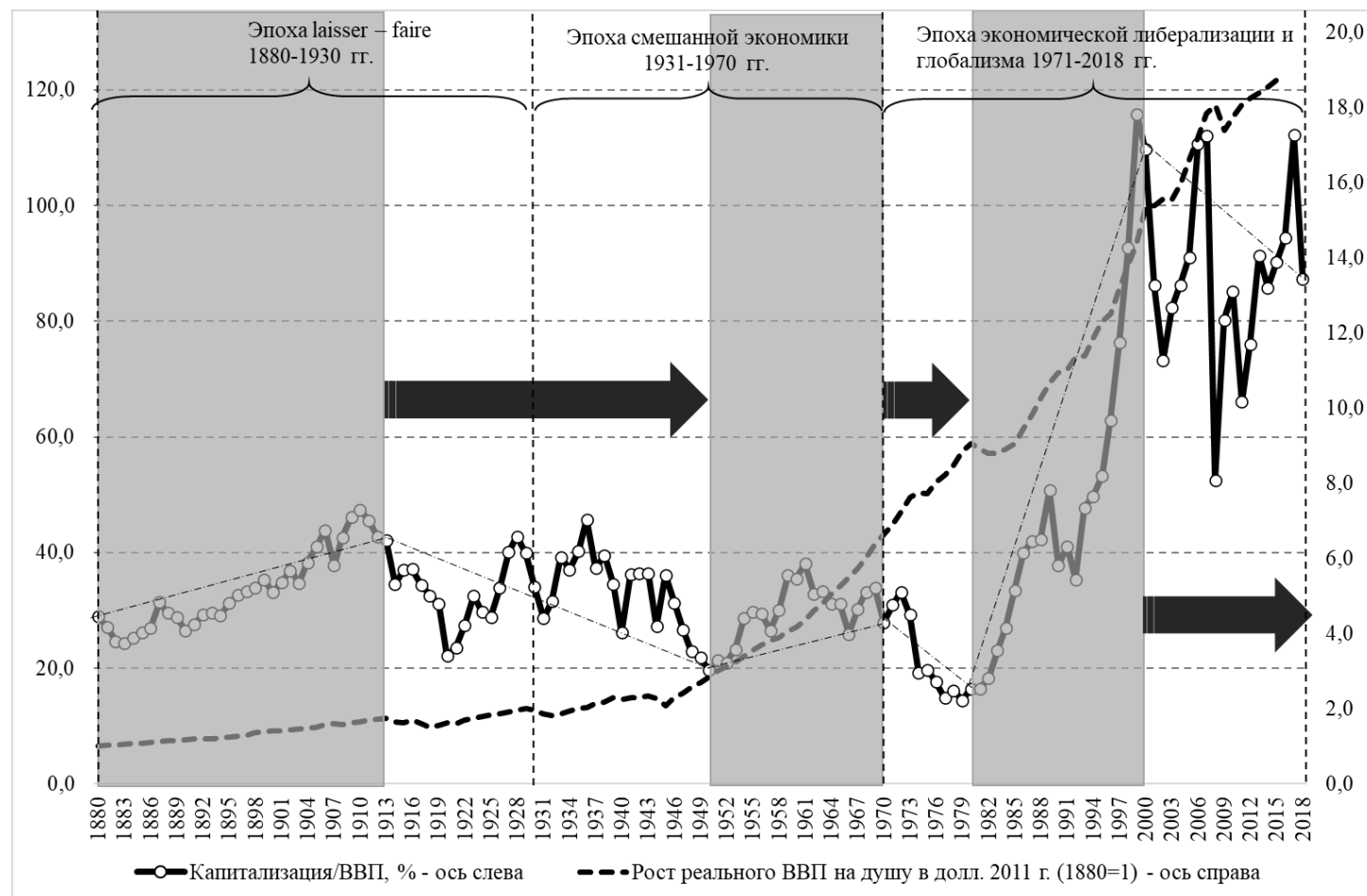
Влияние конфликтов и военных расходов на фондовые рынки

*А.Е. Абрамов - к.э.н., зав. лабораторией анализа институтов и финансовых
рынков ИПЭИ РАНХиГС*

Содержание

- 1) Тектонические сдвиги рынка
- 2) Краткосрочные и среднесрочные изменения
- 3) Особенности влияния в 2022 г.
- 4) Перспективы

1. Рынок акций - три «золотых периода» (Абрамов, Чернова 2021)



- Три «золотых периода» для роста экономики, низкой инфляции и роста показателя капитализация/ВВП в мире (по выборке 18 развитых стран):
- 1880-1913 гг.
- 1950-1970 гг.
- 1980-2000 гг.

1. Войны ведут к тектоническим сдвигам на рынке акций

Два случая, когда войны вели к прекращению **«золотого периода»** :

- WW1 –конец периода «Триумфа капитализма» (свободной конкуренции и глобализации) 1880-1913 гг.
- 1970-е (Вьетнамская война и инфляция) – конец периода «Государств всеобщего благоденствия» 1950-1969 гг.

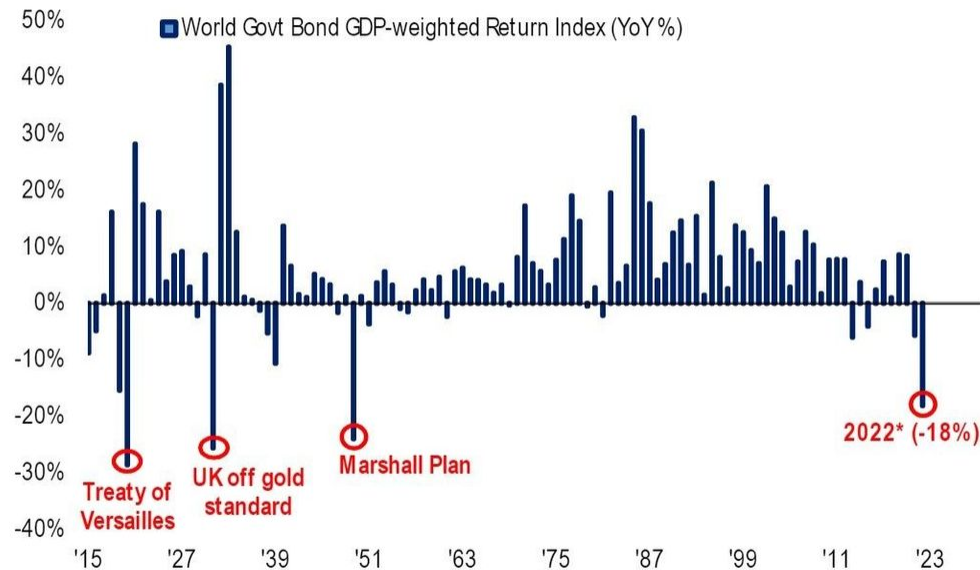
Два случая, когда после войн **наступал «золотой период»** :

- WW2 – эпоха «Государств всеобщего благоденствия» 1950-60 гг. (план Маршалла, Бреттон-Вудс, социальные системы)
- Вьетнамская война – эпоха «Великого успокоения» (экономическая либерализация и глобализация)

1. Три самых тяжелых периода на рынке государственных облигаций (BofA)

Chart 4: Great Bond Bear markets

World govt bond GDP-weighted return index y/y %



Source: BofA Global Investment Strategy, GFD, *2022 YTD annualized

BofA GLOBAL RESEARCH

- Версальский договор 1919 г. по итогам WW1
- Завершение WW2 и начало осуществления плана Маршала
- 2022 г. Конфликт на Украине и повышение ставок в G7 из-за инфляции

1. Три момента разворота рынка облигаций

- После Версальского договора и WW2 государства начинают массированные бюджетные расходы, финансируя их за счет гособлигаций, размещаемых по все более высокой доходности.
- В 2022 г. ФРС резко повышает ставку, но не может справиться с инфляцией. Рост цен на нефть и продовольствие на фоне геополитических противоречий противостояния G7, Китая, стран ОПЭК+ и России

2. «Загадка волатильности акций» в военное время

- «Загадка волатильности во время войны» (war volatility puzzle) - один из самых удивительных феноменов на протяжении последних двух столетий (Шверт 1989).
- Он заключается в том, что «фондовые рынки не проявляют волатильного поведения во время войн, даже несмотря на то, что военные конфликты являются периодами повышенной неопределенности и экономической нестабильности»

Ежемесячная волатильность акций (серая кривая) и общие расходы на оборону (синяя кривая) с января 1921 г. по декабрь 2017 г.

2. Объяснение «загадки волатильности»



- Кортес Г. и др. (2022) на горизонте с января 1890 г. по декабрь 2017 на примере трех “Major Wars” (WW1, WW2 и Корейской войны) и других конфликтов:
- Подтвердили гипотезу более низкой волатильности рынков акций во время войн по сравнению с мирными временами (см. табл.)
- Объяснили, что в основе этого феномена лежит рост расходов на оборону, снижающий неопределенность прогнозов роста прибыли крупного бизнеса.
- С ростом военных расходов снижается волатильность акций не только в ВПК, но и во всех секторах, имеющих отношение к военному производству, включая ТЭК и металлургию.
- Предсказуемость военных расходов и их влияние на рост акций военных компаний снижает дисперсию прогнозов потенциала роста акций у аналитиков, что ведет к снижению волатильности. Впрочем, в более современных условиях этот эффект затухает.

2. William N. Goetzmann и Philippe Jorion (1999)

Во время WW2:

- Стоимость акций в странах-союзниках (США, UK, Канада, страны Содружества) в 1940-1941-м падала - затем росла.
- В оккупированных странах стоимость акций сначала росла, затем стала падать. Еще в трех странах - Германии (1943), Венгрии (1943) и Чехословакии (1944) рынок полностью прервался на несколько лет.
- В нейтральных странах (Швеции и Швейцарии) стоимость акций медленно снижалась во время войны, но быстро росла после
- Ben Carlson в Investopedia: с 1939 г. по 1945 г. DJ вырос на 50%, то есть рос на 7% в год.

2. Гетцман и Джорион (1999)

- Анализ 39 рынков акций за период 1921-1996 гг.: Чем дольше существует рынок с момента вынужденных перерывов (Ось X), тем ниже его волатильность и выше среднегодовая доходность (Ось Y).
- В этом во многом преимущество американского фондового рынка

2. Доходность облигаций и акций во время конфликтов в 1939-2022 гг. (BofA)

Chart 8: Government bonds, credit hit particularly hard this year relative to past experiences of war
Asset performance during geopolitical events over the past 70 years

Event	Start date	Periodic returns by asset class (%)								
		Government			Credit			Equities		
		1m	3m	6m	1m	3m	6m	1m	3m	6m
Germany annexes Czechoslovakia	3/15/1939	-1.7%	3.5%	1.7%	-4.7%	-2.0%	-2.4%	-17.3%	-8.9%	-10.6%
WWII	9/1/1939	-5.6%	-3.2%	-2.7%	3.4%	4.2%	3.5%	13.8%	12.3%	9.3%
Germany attacks France	5/9/1940	-5.5%	-0.3%	1.2%	-6.6%	-1.6%	0.4%	-24.9%	-17.4%	-12.2%
Pear Harbor	12/7/1941	1.0%	1.6%	1.5%	0.5%	1.6%	1.6%	1.2%	-4.3%	-11.5%
Korean War	6/25/1950	-0.4%	-0.2%	0.5%	0.8%	1.3%	2.3%	-3.4%	7.2%	10.3%
Cuban Missile Crisis	10/16/1962	0.0%	0.6%	2.0%	0.7%	2.2%	2.6%	4.7%	14.0%	21.8%
Six-Day War	6/5/1967	-0.7%	-0.4%	-0.6%	-1.3%	-2.3%	-7.3%	3.3%	6.7%	7.4%
Yom Kippur War	10/6/1973	1.0%	-2.1%	-4.1%	-0.1%	0.1%	-3.1%	-4.5%	-15.9%	-14.7%
Iranian hostage crisis	11/4/1979	2.0%	3.2%	1.8%	1.1%	-8.5%	-4.7%	6.1%	15.8%	4.9%
USSR invades Afghanistan	12/27/1979	1.2%	-0.1%	-5.5%	-3.6%	-13.4%	0.4%	5.7%	-5.4%	9.6%
Gulf War	8/2/1990	-1.2%	-0.6%	3.7%	-2.7%	-2.8%	2.2%	-8.1%	-10.5%	2.2%
9/11 Attacks	9/11/2001	0.5%	2.4%	2.4%	0.7%	-0.5%	0.8%	0.5%	4.6%	4.2%
Iraq War	3/19/2003	0.3%	2.3%	7.7%	2.1%	7.3%	2.4%	2.1%	12.3%	14.8%
Russia-Ukraine War	2/24/2022	-1.4%	-4.0%	-9.1%	-2.5%	-6.9%	-11.3%	6.7%	-3.7%	-8.5%

Source: BofA Global Investment Strategy, Bloomberg, GFD

BofA GLOBAL RESEARCH

- Обычно при военных конфликтах, спустя 1-6 месяцев после конфликта доходность облигаций акций преимущественно позитивная.
- В 2022 г. за 6 месяцев доходность по гособлигациям США составила -9,1% - это самый худший результат за 70 лет крупных вооруженных конфликтов.
- Снижение доходности акций за 6 месяцев в 2022 г. уступает лишь ключевым событиям WW2

3. Особенности финансового кризиса 2022 г.

- Развивается на в условиях острого конфликта на Украине, а также геополитического противостояния G7 и Китая («+» ОПЭК+ и Россия)
- Высокая инфляция является не просто результатом ДКП в США и ЕС, рост цен на энергоносители и продовольствие **зависит от геополитики.**
- Меры по росту ставок пока не снижают инфляцию, вызывая спады на рынке облигаций и акций, риски затяжной рецессии и кризиса ликвидности (похоже на смену эпох капитализма в 1970-х)
- Выход из стагфляции и финансовых кризисов может потребовать **более серьезных преобразований в экономической политике,** чем привычные меры в сфере ДКП и бюджетной политики

3. Глубина и продолжительность финансового кризиса 2022 г. - Пол Каплан (2022)

- Финансовый кризис 2022 г. занимает 12е место, совсем недавно он был 22-й
- Его тяжесть будет нарастать, он будет продвигаться выше по рейтингу Каплана

3. Падают практически все сектора (по итогам 9 месяцев 2022 г.)

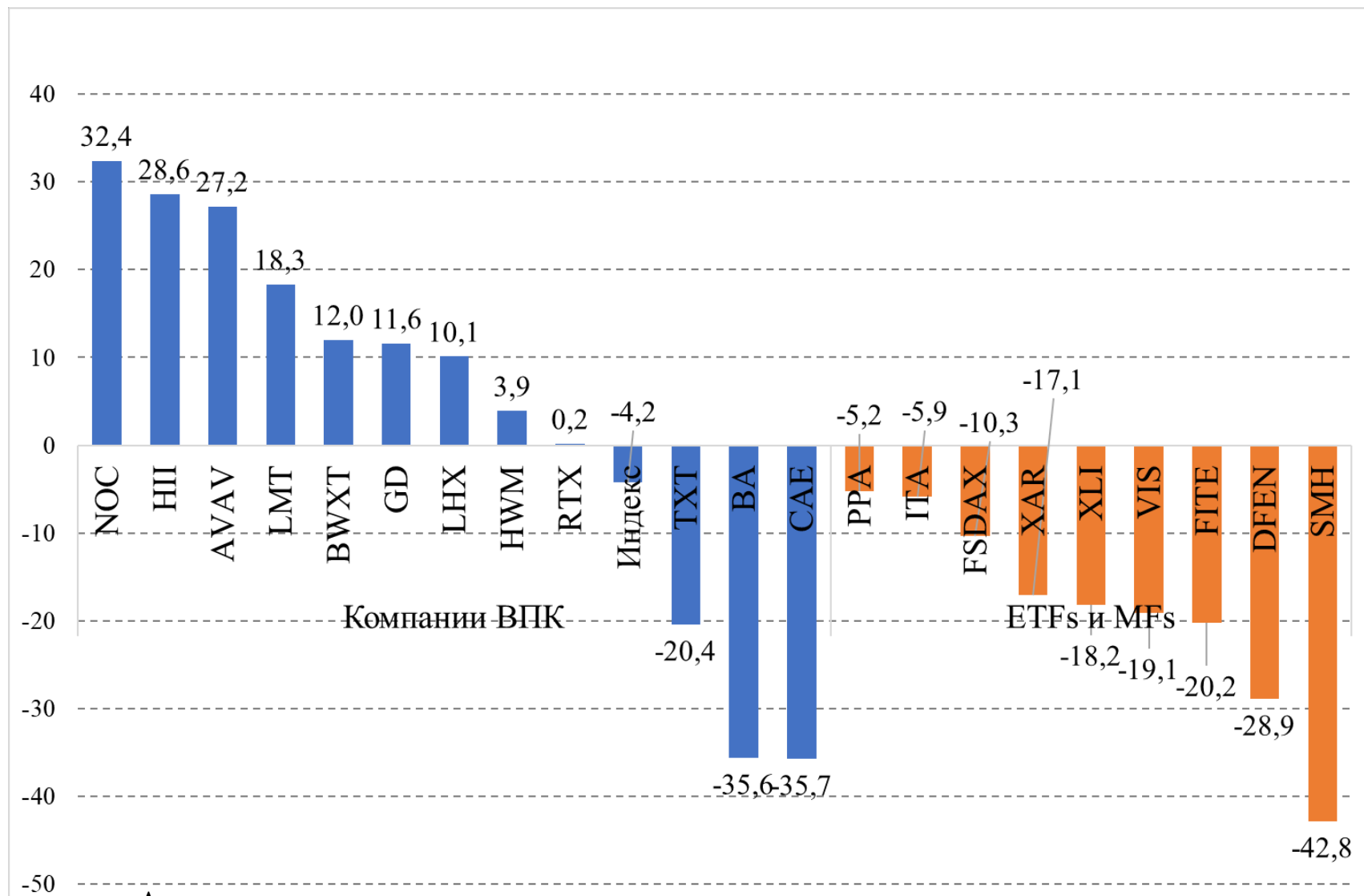
Morningstar Sector Indexes

	Performance %		
	Q3 2022	Q2 2022	2022 YTD
Cyclical			
Basic Materials	-6.16	-17.53	-23.61
Consumer Cyclical	3.21	-25.19	-31.02
Financial Services	-3.24	-17.13	-22.22
Real Estate	-10.71	-15.01	-28.84
Sensitive			
Communication Services	-12.72	-21.89	-40.14
Energy	3.13	-5.96	34.29
Industrials	-3.49	-15.24	-21.33
Technology	-6.12	-22.33	-34.13
Defensive			
Consumer Defensive	-6.39	-5.70	-12.88
Healthcare	-4.94	-7.07	-15.22
Utilities	-5.87	-5.07	-6.64

Source: Morningstar Direct, Morningstar Indexes. Data as of September 30, 2022.

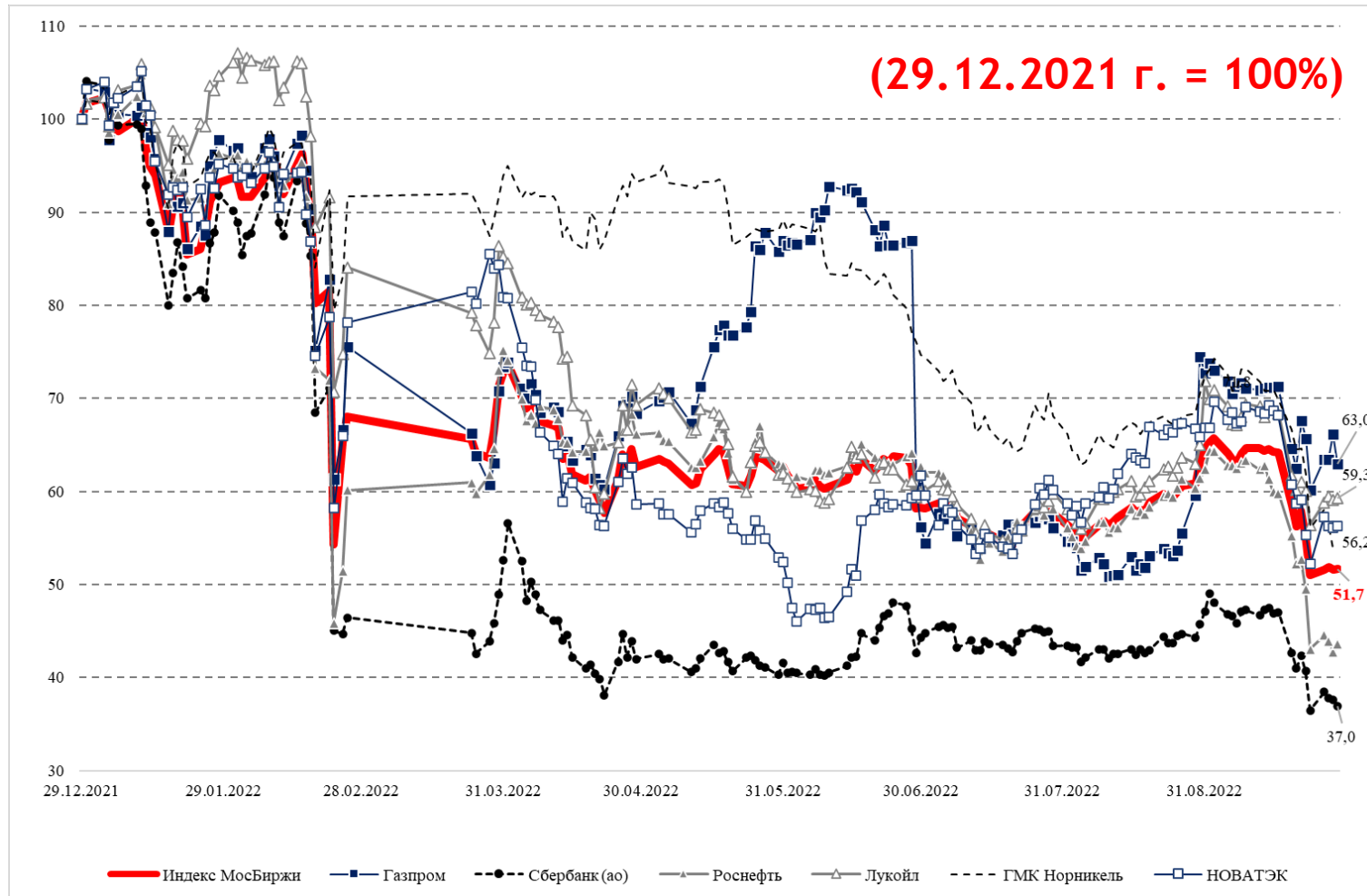
- Во время финансового кризиса 2022 г. упали все сектора, за исключением энергетики (Morningstar).
- Industrial sector, куда входят акции компаний ВПК, не стал исключением.

3. Доходность с начала года на 11 окт 2022 акций компаний ВПК и «военных» ETFs



- **Странный феномен:** акции многих публичных компаний ВПК показали высокую доходность, однако доходность тематических (Industrial) ETFs, инвестирующих в ВПК, оказалась глубоко отрицательной

3. Российский рынок акций. Итоги на 30 сент. 2022 г.



Стагнация. Эффекта пониженной волатильности не наблюдается.

По сравнению с 29 декабря 2021 г. падение составило:

- Индекс МосБиржи 48,3%
- Газпром 37,0%
- Сбер 63,0%
- Роснефть 56,4%
- Лукойл 40,7%
- ГМК Нор.Никель 46,3%
- Новатэк 43,8%

4. Станет ли кризис 2022 г. точкой разворота?

Два потенциальных сценария на будущее:

- Усиление госкапитализма с высокими государственными расходами, умеренной ДКП, деглобализацией, повышенной инфляцией и низкой реальной долгосрочной доходностью акций и облигаций. Более вероятен (The Economist, 8 Oct, 2022 г. (с.13))
- Проведение либеральных экономических реформ в развитых странах, более жесткая ДКП, снижение противостояния США и Китая, ослабление давления КПК на рыночную экономику, восстановление глобализации – рост рынка акций и облигаций (менее вероятен)

Основные выводы

- Предсказания остаются «ненадежным ремеслом»
- Наиболее серьезные войны за последние 150 лет вели к **разворотам** моделей капитализма и существенным изменениям в долгосрочной динамике фондового рынка. В этих условиях выигрывают страны, где рынок не прерывается надолго. Время – лучшее лекарство для рынков.
- **Локальные конфликты**, как правило, не вызывают обвалов глобальных рынков акций и облигаций, порождая феномен снижения волатильности цен акций.
- Последствия конфликта 2022 г. **отличаются от общих трендов**: спад на рынках практически всех инвестиционных активов и разных секторов экономик стран, стагнация рынка акций российских компаний, неопределенности на рынке облигаций.
- Особенность 2022 г.: с инфляцией и падением роста в условиях глобальных конфликтов трудно справляться традиционными мерами ДКП и бюджетной политики. **Вероятны более серьезные развороты** в экономической политике стран и моделях капитализма. Как это произошло в 1970-х.



РАНХиГС
РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА
И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ
ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ



Спасибо за внимание!

Лаборатория анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС,

наши открытые аналитические ресурсы в сети «Интернет»: <https://ipei.ranepa.ru/ru/laifr>

Интернет-ресурс «Конструктор CAPM-ru»: <https://ipei.ranepa.ru/ru/capm-ru>

YouTube канал «Финансовый конструктор»: <https://www.youtube.com/channel/UCFjknmgaZxse6fTSZQqvG1A/videos>