

НАРРАТИВЫ НА ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ

NARRATIVES IN FINANCIAL MARKETS

**A. Gukovskaya
V. Nezamaikin
A. Osipovskaya**

Summary: The article considers approaches to the analysis of the behavior of private investors in financial markets from the point of view of the influence of narratives on financial decision-making. The effect of meme shares and the role of financial histories in the formation of private portfolios are analyzed. On the example of the "people's portfolio" the role of narratives in the practice of private investment is demonstrated.

Keywords: meme shares, financial storytelling, narrative trading, heuristics, folk portfolio.

Поведение участников финансовых рынков, их динамика, факторы ее обуславливающие демонстрируют самые разные девиации от рациональности и эффективности. Как следствие, и финансовые пузыри возникают с завидным постоянством, несмотря на внушительное число аналитических работ, посвященных этому вопросу и призванных в числе прочего предотвратить подобные явления.

Отклонения от рационального поведения, лежащие в основе пузыря, не являются просто человеческой глупостью или незнанием, в их основе лежат более тонкие механизмы. Одна из первых моделей спекулятивного пузыря [1] показывает, что спрос на акции зависит от «распределенного лага» прошлых доходов, т.е. от взвешенного скользящего среднего прошлых доходов с весами, уменьшающимися со временем. Основной причиной, по которой веса в средневзвешенной отдаче из прошлого снижаются по мере отдаления от настоящего, является то, что люди менее ясно помнят более отдаленное прошлое, реже слышат рассказы о нем и поэтому более отдаленное прошлое кажется менее актуальным, чем недавние события. Дальнейшее развитие поведенческих финансов и углубленный анализ понимания того, как инвесторы анализируют и воспринимают информацию, на основе которой принимают решения, позволил выделить основные эвристики, лежащие в основе этих процессов. К ним относят «эвристику репрезентативности», ответственную в том числе за неверную оценку вероятности событий на основе прошлых данных и «предвзятость консерватизма» благодаря которой люди недо-

Гуковская Анастасия Алексеевна

К.э.н., доцент, Российский Государственный гуманитарный Университет (Москва)
gukovskaya.a@rggu.ru

Незамайкин Валерий Николаевич

д.э.н., профессор, Российский Государственный гуманитарный Университет (Москва)
nezamaikinvn@mail.ru

Осиповская Анна Валерьевна

К.э.н., доцент, Российский Государственный гуманитарный Университет (Москва)
remizav14@gmail.com

Аннотация: В статье рассмотрены подходы к анализу поведения частных инвесторов на финансовых рынках с точки зрения влияния нарративов на принятие финансовых решений. Проанализирован эффект мемных акций и роль финансовых историй при формировании частных портфелей. На примере «народного портфеля» продемонстрирована роль нарративов в практике частного инвестирования.

Ключевые слова: мемные акции, финансовый сторителлинг, нарративная торговля, эвристики, народный портфель.

статочно реагируют на новую информацию. Анализ информации на принятие финансовых решений и влиянию на финансовые рынки посвящен огромный пласт исследований, инструментарий которых расширился за счет применения новых технологий и возможности обрабатывать большое количество структурированной информации. Например, текстуальный анализ эффективно использовался для конструирования, основанной на новостях переменной для «индекса страха» VIX [2]. Исследования показали, что основные, часто повторяемые новостные топики объясняют значительную долю доходности акций американского рынка [3], а для прогнозирования движения экономических индикаторов можно использовать Google Trends [4].

Некоторые явления на финансовых рынках особенно ярко проявились в последние два года, а именно эффект гиперреакции рынков и иррациональное стадное поведение участников, которое сопровождается (или основывается) распространением вирусных историй (нарративов), прежде всего в соцсетях. Как заметил Р. Шиллер, анализируя поведение инвесторов на рынке США в период пандемии, чем хуже становятся экономические основы и прогнозы, тем более загадочными выглядят результаты фондового рынка и некоторый свет могут пролить объяснения, основанные на психологии толпы, виральности идей и динамике нарративных эпидемий¹.

¹ Shiller R.J. Understanding the Pandemic Stock Market / Jul 7, 2020/ <https://www.project-syndicate.org/commentary/understanding-us-pandemic-stock-market-by-robert-j-shiller-2020-07>

И если раньше говорили об устойчивых массовых заблуждениях участников рынка [5, 6, 7], то в эпоху социальных сетей и сегментации акценты смещаются и мы имеем дело с продажей историй (финансовым сторителлингом). Интерес к роли нарративов в стимулировании социальных движений отмечен и социологами [8]. Выделяют четыре основные особенности нарратива: он включает акт речи/говорения; представляет собой последовательность событий, включая какое-то выпадающее из обычного ряда; включает контекст — среду, в которой происходит последовательность описываемых событий; вызывает чувство сопричастности происходящему.

Нарративы на финансовых рынках присутствовали всегда, и возможно, именно они ответственны за многие известные пузыри. Как правило эти истории питаются психологией и основаны на социальном сравнении, и они про принятый риск, про относительно легко и быстро разбогатевших людей [9, Р. 466]. Были идентифицированы нарративы в финансовой прессе, влияющие на прогнозные значения подразумеваемой волатильности рынка [10]. Хорошо написанная история становится вирусной и вытесняет из информационного поля «скучные» новости/данные о финансово-экономических показателях. Это становится особенно важным в связи с демократизацией инвестиций — расширением круга участников финансовых рынков, ростом числа частных инвесторов, наблюдаемой в последнее время практически на всех финансовых рынках.

Если мы не поймем особенности распространения/эпидемий/заражения нарративами/историями в разных слоях общества, мы не сможем полностью понять изменения в экономике и экономическом поведении [9, Р. 10]. Поучительным кейсом является эффект «мемных» акций, обусловленный притоком большого числа новых частных инвесторов на рынок в 2020–2021 гг., некоторые из которых стали объединяться в группы для согласованных действий и скупать акции, делая их «мемными».

До недавнего времени на финансовых рынках среди инвесторов задавали тренды «махараджи» — институциональные инвесторы, на которых работали портфельные менеджеры, управляющие огромными активами. Сейчас же благодаря развитию и проникновению финтех происходит демократизация инвестиций, и это заметно на всех рынках — от американского до российского. Так, объем сделок, совершенных частными инвесторами за ноябрь–декабрь 2021 г. на российском рынке с акциями российских эмитентов составил 138,7 млрд руб, с акциями иностранных эмитентов — 37,8 млрд руб.² Похоже, что рост инвестированного частного капитала (и рыночной силы частных инвесторов) это новый тренд, на который нельзя не обращать внимание.

Помимо возросшей рыночной силы частных инвесторов, возможностей финтеха, есть еще социальные сети, которые позволили частным инвесторам объединиться. И кумулятивный эффект не замедлил сказаться. На наш взгляд, они продемонстрировали массовую и хаотичную торговлю на основе впечатлений и «подталкиваний», не требующей знаний фундаментальных показателей и особых профессиональных навыков.

В 2020–2021 гг. на финансовых рынках случилось немало историй, связанных с взрывным и не объяснимым с позиций традиционной финансовой теории ростом стоимости финансовых активов, некоторые из наиболее нашумевших приведены в таблице 1. Все приведенные кейсы сопровождались бурным обсуждением, освещением в социальных сетях со значительным охватом и за всеми ними стоят «истории», которые понятны и привлекательны для широкой аудитории непрофессиональных участников рынков. Этот период также обогатил финансовый словарь термином «мемные» активы (табл. 1).

Пожалуй, самой показательной историей был взлет акций компании GameStop — американской сети по про-

² Банк России Обзор рисков финансовых рынков, ноябрь–декабрь 2021 https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/39698/ORFR_2021-10.pdf

Таблица 1.

Мемные активы 2021 г.

Актив	Триггер	Взлет /период	Результат	Отрасль/ страна
Догикоин (Dogecoin)	Твит И. Маска	Рост на 500 % за месяц (окт. 2021 г.)	Торгуется	Криптовалюты/ глобальный рынок
Акции Hometown International	Эмиссия акций на покрытие убытков	Рост на 300 % за год (апр. 2021 г.)	Исключены из торгов	Торговля/ США
Акции GameStop	Согласованные действия инвесторов Reddit	Рост на 1811 % за месяц (январь 2021 г.)	Торгуется / уничтожено \$3,7 трлн глобальной рыночной капитализации	Компьютерные игры/ США
Акции Santa Claus Entertainment	Успех сериала «Игра в кальмара»	Рост на 30 % за неделю (окт. 2021 г.)	Продолжается рост	Киноиндустрия/ Корея
Акции Orphazyme	?	Рост на 1387 % за день (июнь 2021 г.)	Торгуются на 80 % выше начальной стоимости	Биотех/ Дания

даже игровых приставок и компьютерных игр. Динамика основных показателей ее деятельности такова — выручка падает с 2016 г., прибыль уменьшается, а величина долга составляет \$1,16 млрд. Стоимость акций компании за 4 года снизилась на 50 %. Но в январе 2021 г. они выросли на 1811 % (с 17 до 325 \$/акцию) за месяц. Это стало возможным благодаря согласованным действиям частных инвесторов WallStreetBets (подписано 7,7 млн человек) форума Reddit (аудитория 1,7 млрд человек), которые привели к уничтожению \$3,7 трлн глобальной рыночной капитализации (убытки хедж-фондов, занимавших встречную позицию). История привлекла внимание Комиссии по ценным бумагам и биржам США, которая уже начала расследование. Аналогичные «флешмобы» коснулись акций AMC Entertainment, Blackberry и American Airlines и целого ряда других.

Если в случае акций GameStop рост стоимости обусловили согласованные действия частных инвесторов, то причинами взрывного роста стоимости акций не самых известных компаний Orphazyme (Дания), Santa Claus Entertainment (Корея) стали, по-видимому, доминирующие нарративы/истории: для акций датской биотехнологической компании — коронавирусный контент; для севильской киностудии — успех корейского сериала «Игра в кальмара».

Отдельного упоминания заслуживает история догикоина (Dogecoin), который создали в 2013 г. программисты Дж. Палмер и Б. Маркус, ее символом стал интернет-мем Doge. Несмотря на то, что создатели догикоина с самого начала позиционировали его как насмешку над криптовалютным бумом, мемная монета/валюта получила распространение, в числе прочего ее использовали для сбора денег на благотворительность. А сейчас догикоин вошел в десятку среди криптовалют по капитализации³, у него есть своё сообщество, используются для оплаты некоторых товаров⁴. Драйвером роста послужили твиты И. Маска и согласованные действия частных инвесторов WallStreetBets.

Ответом на эти рыночные «аномалии» (явления) стало появление целого ряда финансовых инноваций, позволяющих отслеживать поведение участников рынка. Так Nasdaq⁵ запустил индекс самых торгуемых бумаг среди частных инвесторов на американских биржах («индекс мемных акций»). Индекс показывает отношение объемов торгов конкретной ценной бумаги к общему объему сделок частных инвесторов за день; полагают, что этот индекс должен сделать рынки более прозрачными.

³ <https://ru.investing.com/crypto/currencies>

⁴ <https://www.forbes.ru/milliardery/452559-cena-dogecoin-vyroslo-posle-tvita-maski-o-vozmozhnosti-platit-im-za-tovary-tesla>

⁵ <https://data.nasdaq.com/retailtradingactivitytracker>

В сентябре 2022 г. брокер Robinhood запустил индекс Robinhood Investor Index⁶, который отслеживает эффективность 100 наиболее популярных инвестиций, среди его клиентов. Акции в индексе взвешиваются по их популярности, определяемой как процентная доля активов в портфеле клиентов, вложенных в определенные акции; в топ самых популярных акций индекса вошли акции компаний Tesla, Apple, Amazon, Ford Motor и AMC Entertainment Holdings (фаворит мемных акций). В 2020 г. подобный опыт у компании уже был — независимый сайт Robintrack.net использовал открытые на тот момент данные Robinhood для отслеживания числа инвесторов, владеющих определенными акциями и анализа взаимосвязи между ценовым импульсом и популярностью. Сайт стал популярным сервисом отслеживания активности розничных инвесторов, пока Robinhood не отключил подачу данных в августе 2020 г.

Было показано [11], что инвесторы Robinhood больше вовлечены в торговлю, привлекающую внимание, чем другие розничные инвесторы. Например, сбой в работе Robinhood непропорционально сокращают торговлю акциями, привлекающими внимание. Хотя это свидетельство согласуется с тем, что Robinhood привлекает относительно неопытных инвесторов, это также частично обусловлено уникальными функциями приложения. В соответствии с моделями торговли, вызванной вниманием, интенсивные покупки пользователей Robinhood предсказывают отрицательную доходность. Средняя аномальная доходность за 20 дней составляет -4,7 % для лучших акций, покупаемых каждый день.

На российском рынке можно проанализировать поведение частных инвесторов с помощью, запущенных в 2020 г. аналитических продуктов: «народного портфеля» Мосбиржи⁷ — в состав которого ежемесячно включаются самые популярные/покупаемые акции и индекса SPB100⁸ СПб Биржи — отражающего поведение российских частных инвесторов, он не учитывает рыночную капитализацию компаний, а фактически показывает усредненный портфель. Сопоставление данных динамики и структуры индекса с динамикой запросов в интернете даст возможность получить представление о доминирующем информационном поле/нарративе в контексте активности частных инвесторов.

Структура народного портфеля в целом следует за индексом Мосбиржи и состоит из акций компаний в него входящих, но с худшим показателем диверсификации, что отразилось на доходности — она в целом повторяла доходность по индексу и колебалась от 0 до -18,5 %. Изменения в структуре народного портфеля в целом соответствуют распространенной стратегии частных инве-

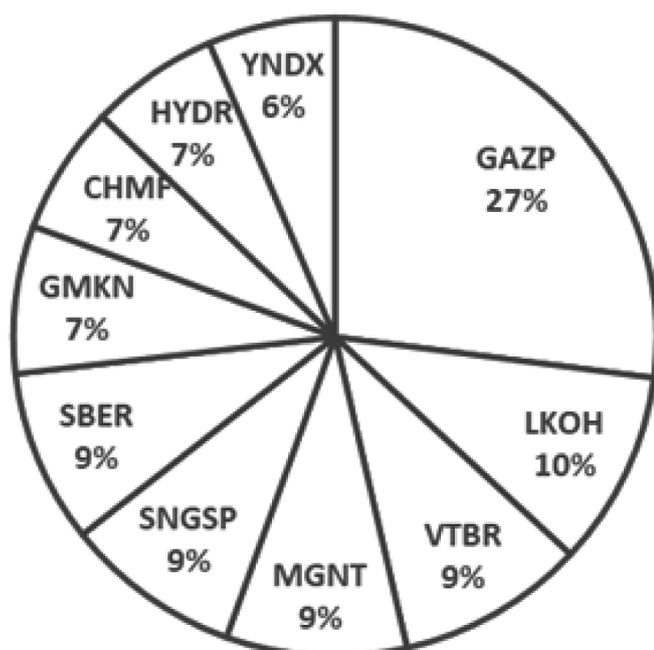
⁶ <https://robintrack.net/>

⁷ <https://www.moex.com/s2184>

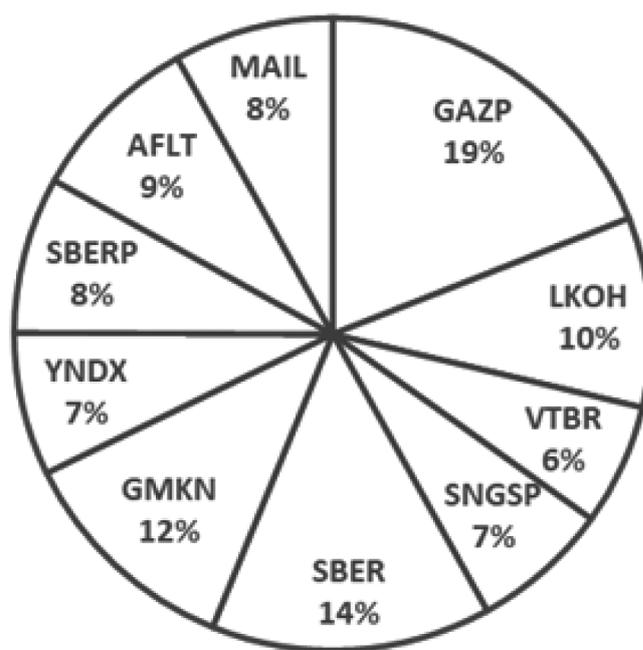
⁸ <https://spbexchange.ru/ru/stocks/index/spb100/>

стором покупать акции на падении цены и фиксировать доход на росте; появление в портфеле привилегированных акций Сбера связано с дивидендными ожиданиями (как, оказалось, не оправдавшимися). Значительных нарративов, связанных с акциями народного портфеля в рассматриваемый период, не было. Громкая история с аварией на Норникеле в мае 2020 г привела к почти двукратному увеличению доли его акций в портфеле после краткосрочного выпадения в мае.

Анализ структуры и динамики индекса SPB100 (за год вырос на 43 %) позволяет выделить некоторые глобальные нарративы и соотнести их с поведением российских частных инвесторов. Заметно, что предпочтение отдается акциям бигтехов, а также компаний из отраслей, которые слабо представлены на российском рынке — производителей чипов, фармацевтических компаний и перевозчиков. В топ-20 по итогам 2021 г. вошла всего одна нефтяная компания — Exxon Mobil. Самая популярная

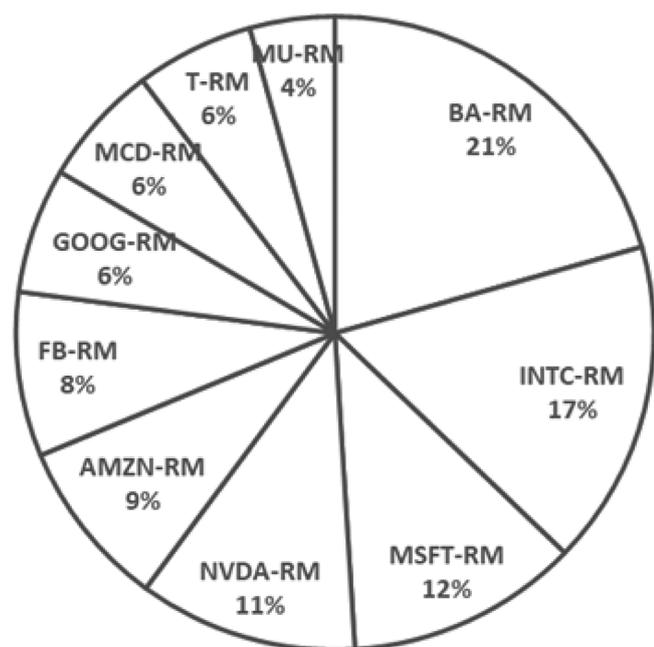


Январь 2020 г.

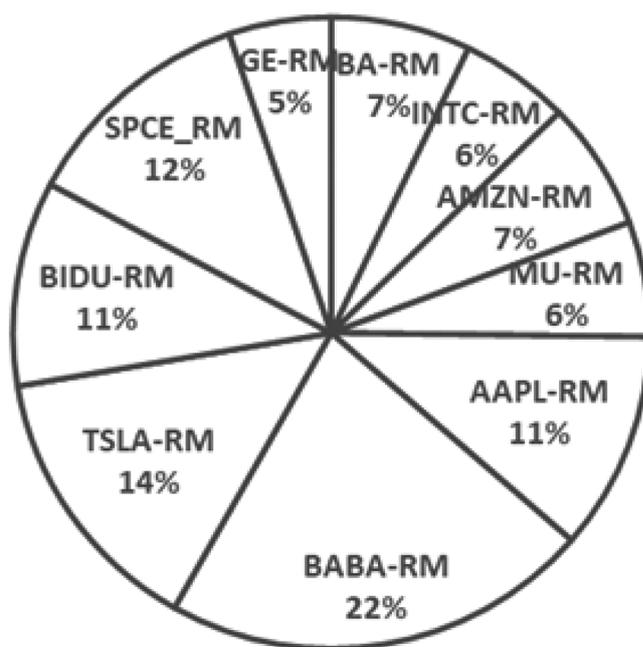


Январь 2021 г.

Рис. 1. Структура народного портфеля Мосбиржи (акции российских эмитентов)



Август 2020 г.



Август 2021 г.

Рис. 2. Структура народного портфеля СПб Биржи (акции западных эмитентов)

лярная среди инвесторов инвестиционная идея — это акции китайских компаний. Если к началу 2021 г. в топ-20 компаний в индексе входила только Alibaba, то началу 2022 г. их уже было четыре с суммарным весом почти в 15 %. Наибольший интерес вызывают акции с большой волатильностью или сильным падением, популярна стратегия «покупай то, что сильно упало», широко продвигаемая в социальных сетях (например, акции популярных у российских частных инвесторов китайских компаний упали за 2021 г. на 35–70 %).

И несколько слов об обоснованности реализованных стратегий/выборе: выбор акций таких компаний как Apple, Microsoft, Amazon и Facebook — с одной стороны логичен (акции входят в индекс S&P 500), а с другой — такой выбор можно объяснить «импринтингом 2020 г.», когда благодаря локдаунам и накачке рынков ликвидностью высокотехнологичный сектор был в авангарде финансовых рынков. Кроме того, для десятков тысяч молодых инвесторов IT-компания — это «понятный кейс». Что касается популярности акций китайских компаний, то представляется, что во многом она объясняется довольно агрессивной «продажей» их в социальных сетях, профильных группах, в том числе как примера реализации упомянутой стратегии, т.е. во многом поведение российских частных инвесторов похоже на поведение их западных коллег. Российские розничные инвесторы в своем выборе, похоже, в большей степени ориентировались не на фундаментальные показатели акций компаний, а на мнения/истории/социальный нарратив.

Подобные сюжеты позволяют увидеть проявление нескольких важных тенденций в поведении частных инвесторов на финансовых рынках:

- Значительный масштаб и сила нынешней финансовой субкультуры, которые во многом определяются широкими возможностями и доступностью финтех, значительными объемами денег, влиты-

- ми монетарными регуляторами в мировую экономику, массовостью частных инвесторов;
- Доминирование нарративной торговли, основанной на историях, как правило, появившихся в социальных сетях, рассказанных лидерами мнений, влиятельными группами;
- Наличие межпоколенческого неравенства и конфликта среди частных инвесторов — так, пользователи Reddit, договариваясь о покупке акций компании, обвиняли «бумеров» в несправедливом устройстве финансового рынка.

На наш взгляд, можно сделать некоторые обобщения относительно доминирующих тенденций в динамике финансовых рынков и поведении инвесторов на них, проявившихся в последние годы:

- Рост рыночной волатильности;
- Рост влияния и охвата социальных сетей;
- Проникновение технологий/ финтех;
- Рост ликвидности на рынках;
- Менее справедливое ценообразование, отрыв от фундаментальных показателей стоимости финансовых активов;
- Фиксация на ожиданиях — анализ ожиданий агентов практически вытеснил фундаментальный анализ;
- «Демократизация» финансовых рынков — больше частных инвесторов на финансовых рынках, больше их рыночная сила.

Эти явления приводят к изменению карты/профиля рисков, а также требуют коррекции подходов со стороны регуляторов как в мониторинге, так и, собственно, в регулировании. Представляется, что в ближайшее время станет актуальным вопрос о том нужно ли защищать людей от финансовых потерь и каким образом это делать.

ЛИТЕРАТУРА

1. Shiller R.J. Market Volatility and Investor Behavior // *American Economic Review*, 1990, Papers and Proceedings, vol. 80, no. 2, pp. 58-6
2. Manela A., Moreira A. New implied volatility and disaster concerns // *Journal of Financial Economics*, 2017, 123 (1), pp.137–162
3. Bybee L., Kelly B.T. and Su Y. Narrative Assets Pricing: Interpretable Systematic Risk Factors from News Text, Johns Hopkins Carey Business School Research Paper, 2022, (21-09)
4. Choi H., Varian H. Predicting the Present with Google Trends, 2011, December 18, P. 1–12. URL: <http://people.ischool.berkeley.edu/~hal/Papers/2011/ptp.pdf>
5. Shiller R.J. Conversation, Information, and Herd Behaviour // *The American Economic Review*, 1995, Vol. 85, No. 2, pp. 181–185
6. Shiller R.J. Bubbles, Human Judgment, and Expert Opinion // *Financial Analysts Journal*, 2002, Vol. 58, No. 3, pp. 18–26
7. Abreu D., Brunnermeier M. Bubbles and Crashes // *Econometrica*, 2003, vol. 71, issue 1, pp. 173–204
8. Davis J.E. *Stories of Change: Narratives and Social Movements*. Albany: State University of New York Press, 2002
9. Shiller R.J. *Narrative Economics: How Stories Go Viral and Drive Major Economic Events*, Princeton University Press, 2019
10. Dieckx T., Davis J. and Schoutens W. Quantifying News Narratives to Predict Movements in Market Risk // *Data Science for Economic and Finance*, 2021, p. 265
11. Barber B.M., Huang X., Odean T. and Schwarz C. Attention Induced Trading and Returns: Evidence from Robinhood Users, *Journal of Finance*, 2021, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3715077> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3715077>

© Гуковская Анастасия Алексеевна (gukovskaya.a@rggu.ru); Незамайкин Валерий Николаевич (nezamaikin@mail.ru);

Осиповская Анна Валерьевна (remizav14@gmail.com)

Журнал «Современная наука: актуальные проблемы теории и практики»