

МИНИСТЕРСТВО НАУКИ И ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ РОССИЙСКОЙ  
ФЕДЕРАЦИИ  
Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение  
высшего образования  
«САМАРСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ»

Кафедра экономической теории

УТВЕРЖДАЮ:  
Зав. кафедрой экономической теории  
(кафедра)

профессор доктор экономических  
наук Коновалова М.Е.  
(уч. звание, уч. степень, Ф.И.О.)

\_\_\_\_\_ (подпись)

**ВЫПУСКНАЯ  
КВАЛИФИКАЦИОННАЯ РАБОТА  
(БАКАЛАВРСКАЯ РАБОТА)**

«Кризисы на российском фондовом рынке: сущность и формы проявления»  
(тема выпускной квалификационной работы)

Автор выпускной квалификационной работы Коваленко Валерия Владимировна  
(Ф.И.О. полностью, подпись)

Шифр выпускной квалификационной работы 38.03.01.016

Институт/Факультет/Филиал Институт национальной и мировой экономики

Направление подготовки 38.03.01 Экономика  
(код, наименование)

Программа бакалавриата Рынок ценных бумаг  
(наименование)

Руководитель выпускной квалификационной работы  
доцент кандидат экономических наук Кузьмина О.Ю.  
(уч. звание, уч. степень, Ф.И.О., подпись)

Научный консультант выпускной квалификационной работы

\_\_\_\_\_ (уч. звание, уч. степень, Ф.И.О., подпись)

Нормоконтролер:

\_\_\_\_\_ (подпись, дата)

Чантурия К.Т.  
(Ф.И.О.)

Самара 2020

## СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ .....	3
ГЛАВА 1 ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ КРИЗИСОВ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ.....	7
1.1 Сущность фондового кризиса и его классификации .....	7
1.2 Формы проявления кризиса на рынке ценных бумаг .....	12
ГЛАВА 2 ФОНДОВЫЕ КРИЗИСЫ: РОССИЙСКИЙ ОПЫТ .....	20
2.1 Ретроспективный анализ кризисных ситуаций на российском фондовом рынке.....	20
2.2 Роль государственного регулирования в преодолении последствий фондового кризиса .....	29
ГЛАВА 3 ПОСТРОЕНИЕ СИСТЕМЫ ИНДИКАТОРОВ РАННЕГО ПРЕДУПРЕЖДЕНИЯ ФОНДОВОГО КРИЗИСА .....	37
3.1 Системы индикаторов-предшественников нестабильности на фондовом рынке.....	37
3.2 Мониторинг современного состояния российского фондового рынка .....	44
ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....	54
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ ЛИТЕРАТУРЫ.....	58
ПРИЛОЖЕНИЯ	

## ВВЕДЕНИЕ

В настоящий момент значимость фондового рынка невозможно недооценить – мобилизация средств посредством ценных бумаг позволяет организовать и расширить масштабы хозяйственной деятельности реального сектора экономики. Отслеживание ситуации на рынке ценных бумаг способствует получению инвесторами информации об экономической конъюнктуре рынка и указывает ориентиры для инвестиций и размещения капитала [11]. Поэтому состояние фондового рынка играет значительную роль для обеспечения стабильного развития экономики, и его «крах» может вызвать стагнацию как национальной, так и мировой экономики.

Не представляется возможным представить всю историю существования и развития фондовых рынков без кризисных потрясений. Последние могли быть специфическими и касаться фондового рынка только одной страны, а могли быть циклическими и затрагивать целиком финансовый рынок. Так, крупные кризисы ведут свою историю с 1857 года, когда произошел первый мировой финансовый кризис (затронул США, Германию, Англию и Францию), и с тех пор миру известно около 20 экономических кризисов. Количество фондовых же кризисов сложно подсчитать, но можно перечислить основные фондовые «крахи», тяжелые последствия которых затронули передовые страны и привели к серьезным потрясениям: кризис 1873 года (Австрия, Германия, Англия, США), кризисы 1901 и 1907 годов (США, Европа), кризис 1914 года (США, Англия, Франция, Германия), кризис 1920-1922 годов (США, Дания, Италия, Финляндия, Голландия, Норвегия, Великобритания), биржевой крах 1929 года и Великая Депрессия 1929-1933 гг., обвал Wall Street 1937-1938 гг., экономический и энергетический кризисы 1973 года (обвал стоимости активов на биржах США, Японии, Англии, Франции, Италии), очередной обвал фондового рынка США в октябре 1987 года (США, Канада, Великобритания, Япония, Австралия, Швейцария, Бразилия и др.), обвал Токийского фондового рынка и рынка облигаций США в 1990 году, крах азиатского фондового рынка в 1997 году, дефолт в России и крах хедж-фонда США в 1998 году,

крах «доткомов» на американской бирже NASDAQ в 2000 году (США, Великобритания, Канада, Финляндия), мировой финансовый кризис 2008-2009гг., моментальный крах американского индекса Dow Jones на 9% за одну торговую сессию в мае 2010 года, финансовый кризис в России 2014-2015гг., обвал фондового рынка 2020 года [22, 53, 69].

Однако, несмотря на давнюю историю и комплексность данного явления, в теории и практике не было найдено ни одного эффективного метода предсказания кризисов на фондовом рынке и борьбы с ними. И так как в основном эти явления носят отрицательный характер, все больше экспертов пытаются отыскать пути определения первопричин их появления, возможности их преодоления с минимальными потерями, а также разработать модели, которые помогли бы фиксировать приближение кризисных явлений на ранних этапах [4].

Фактом остается одно – наступление фондовых кризисов учащается, а их системный и международный характер усиливают воздействие на финансовый рынок в целом. Например, крахи на фондовых биржах США (1929-1933гг.; черный понедельник 1987 г.) отразились на всем мире и нанесли серьезный ущерб как зарубежным рынкам в частности, так и мировой экономике в целом. Кроме того, влияние процессов глобализации на мировой финансовый рынок не остается бесследным – зависимость и отраслевых, и национальных рынков друг от друга непрерывно увеличивается. Поэтому в сложившихся условиях финансовой нестабильности положение российского фондового рынка на мировой арене и его подверженность внешним событиям, происходящим в странах с развитыми финансовыми рынками, приобретает наибольшую актуальность.

Степень разработанности проблемы исследования.

В настоящий момент существует большое число научных и литературных трудов, раскрывающих теоретические вопросы финансовых кризисов и их исследования. Для предотвращения наступления кризисных ситуаций и минимизации их возможных негативных последствий финансовые кризисы

изучаются и международными исследовательскими организациями, и государственными регуляторами. Но несмотря на это кризисам на фондовых рынках уделено меньше внимания.

Проблемой финансовых (вместе с тем и фондовых) кризисов занимается множество ученых и экономистов. Среди российских представителей можно выделить А. В. Аникина, Я. М. Миркина, Н. А. Станик, Е. Б. Нетунаева, Н. Д. Кондратьева, М. В. Ершова, И. А. Трахтенберга и др. Среди зарубежных исследователей следует отметить работы Б. Баруха, М. Бордо, А. Вайл, Ф. Дэвиса, М. Кларка, Д. Сакса, Д. Сорнета и т.д.

Предмет и объект исследования.

Предметом исследования выпускной квалификационной работы являются экономические отношения, возникающие в процессе развертывания кризисной ситуации на фондовом рынке (рынке ценных бумаг). Объектом исследования является фондовый кризис, механизм его возникновения и протекания.

Цель и задачи исследования.

Целью выпускной квалификационной работы является изучение сущности кризисных явлений на фондовом рынке в условиях российской экономики.

Для достижения поставленной цели необходимо решить ряд задач:

- раскрыть понятие «фондового кризиса» и выявить его сущность, привести его классификации и рассмотреть их особенности;
- дать характеристику формам проявления кризиса на рынке ценных бумаг;
- провести ретроспективный анализ кризисных ситуаций на российском фондовом рынке;
- оценить роль государственного регулирования в преодолении последствий фондового кризиса;
- построить систему индикаторов-предшественников нестабильности на фондовом рынке;

– провести мониторинг современного состояния российского фондового рынка.

Выпускная квалификационная работа состоит из титульного листа, введения, трех глав, в каждой из которых содержится по два пункта, заключения, списка использованных источников и приложений.

Теоретико-методологическая и информационная база.

Теоретической и методологической основой для выполнения выпускной квалификационной работы послужили: законодательные и нормативные правовые акты; научная и учебно-методическая литература; исследования, статьи и публикации в периодических изданиях, монографиях и публикациях международных организаций; находящиеся в свободном доступе статистические данные; а также специализированные Интернет-издания и прочие информационные источники.

## ГЛАВА 1 ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ КРИЗИСОВ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ

### 1.1 Сущность фондового кризиса и его классификации

На сегодняшний день в российской и зарубежной научной литературе отсутствует четкая и общепризнанная дефиниция понятия «фондовый кризис». Это явление рассматривают как составляющую или предпосылку финансового кризиса, а также как изолированный специфический кризис.

В данной выпускной квалификационной работе понятия фондовый рынок и рынок ценных бумаг рассматриваются как синонимы. Вместе с тем рынок ценных бумаг — это более широкое понятие, включающее, помимо классического рынка акций и облигаций (фондовый рынок), рынок денежных ценных бумаг (векселя, чеки, депозитные и сберегательные сертификаты, коносаменты и т.д.). Фондовый рынок образует самый весомый сегмент рынка ценных бумаг.

Ряд исследователей пытается дать определение фондовому кризису через раскрытие понятия «финансовый кризис», утверждая, что кризис на рынке ценных бумаг является либо самостоятельным проявлением негативной ситуации на финансовых рынках, либо – это часть (фактор, предпосылка) финансового кризиса. Другие стараются раскрыть содержание фондового кризиса посредством выведения определения в широком и узком смыслах.

Так, существует несколько точек зрения на содержательную составляющую такого социально-экономического явления как фондовый кризис:

- Фондовый кризис (широкий смысл) – это «расстройство» фондового сектора финансового рынка, которое проявляется в наступлении негативных событий (резкий спад котировок ценных бумаг, сокращение объемов совершаемых на бирже сделок, сбои на рынке долговых обязательств, увеличение транзакционных издержек, банкротство профессиональных участников рынка, дефолты и т.д.) [5, 20, 33, 10];

- Фондовый кризис есть «фондовый пузырь» (узкий смысл) – колоссальное несоответствие рыночной стоимости актива с его базовой стоимостью; ситуация, когда активы неестественно переоценены [33, 34]. Это особая фаза экономического цикла, которая охватывает период, начинающийся повышательным рыночным трендом (экономика начинает перегреваться, появляется ярко выраженный эффект надувания пузыря), продолжающийся резким переломом рынка и заканчивающийся крутым снижающимся трендом и схлопыванием пузыря (фондовый крах).

Изучив и проанализировав научные труды отечественных и зарубежных исследователей, обратим внимание на ряд общих признаков и постараемся дать более полное определение понятию «фондовый кризис».

1. Кризис на фондовом рынке трактуется двояко, так как само слово «кризис» наводит на негативные представления (опасность, будущая неопределенность и т.д.), но в то же время кризисы способствуют возникновению новых возможностей для дальнейшего развития и роста.

2. В существующем экономическом строе и при нынешнем развитии кризисы неизбежны.

3. Прежде всего причиной (источником) фондового кризиса является нестабильность финансового рынка и/или внешний шок. Однако фондовый кризис может возникнуть и в результате других причин (политические события, экономические факторы, психологические факторы и т.д.).

4. Также кризисы на фондовом рынке могут быть вызваны алогичным поведением профессиональных участников (психологическая ошибка, риск и неполнота информации).

5. Некоторые исследователи связывают между собой понятия крах рынка, паника, стресс и кризис на фондовом рынке. По их мнению, крах и паника являются этапами фондового кризиса. Крах в своем пиковом состоянии становится паникой, что выливается в стресс, а затем – в фондовый кризис [33].



б. Финансовый рынок является сосредоточением различных видов рисков, потому кризис на фондовом рынке непосредственно связан с системным риском [20, 21, 22].

Таким образом, кризисом на рынке ценных бумаг называют нестабильность фондового сектора на финансовом рынке, проявляющуюся в ухудшении ряда фондовых показателей (резкий спад котировок активов, сокращение объема осуществляемых операций, увеличение спреда процентных ставок, рост премий за риск по всем классам активов), снижении ликвидности рынка, иррациональном поведении профессиональных участников рынка ценных бумаг, банкротстве участников фондового рынка и прекращении деятельности рынков долговых обязательств.

Кризис на рынке ценных бумаг следует рассматривать во взаимосвязи и взаимозависимости с банковским, валютным и долговым кризисом (в случае всеобъемлющего финансово-экономического кризиса), поскольку нельзя понять события, происходящие в одном из сегментов финансового рынка, не учитывая того, что происходит во всех остальных.

Для более полного понимания сущности фондового кризиса необходимо рассмотреть его виды в зависимости от различных классификационных признаков.

По масштабам проявления фондовые кризисы подразделяются на [26, 36]:

Локальный (страновой) – в силу национальных особенностей кризисных факторов он затрагивает фондовый рынок только одной страны. Характеризуется ухудшением экономической обстановки вследствие следующих причин: значительное негативное изменение макроэкономических показателей; проведение на фондовом рынке целенаправленной спекулятивной игры; образование на рынке панических настроений («медвежья» настроения).

Региональный – кризис на фондовых рынках региона трех-четырех стран.

Международный фондовый кризис – взаимозависимость кризисов на фондовых рынках нескольких стран или ряда стран из нескольких регионов.

Мировой (глобальный) фондовый кризис – кризис, охвативший один и более мировой финансовый центр и развернувшийся вместе с глобальным финансовым экономическим кризисом.

С учетом страновой принадлежности выделяют:

- кризисы на развитых фондовых рынках;
- кризисы на развивающихся фондовых рынках (страны с такими рынками имеют повышенные риски финансовых кризисов).

Это деление условно укрупнено, так как в странах с формирующимся фондовым рынком кризисы могут приобретать различные однотипные формы (несмотря на уникальность каждого кризиса все же наблюдаются схожие черты) как, например, «бегство нерезидентов», «эффект домино», «очищающие (ректификационные) кризисы».

Фондовые кризисы в зависимости от длительности и глубины:

- Мягкие кризисы – их последствия незначительны на мировой финансово-экономической арене. После резкого и недлительного падения стоимости активов возрастающий тренд экономики восстанавливается быстрыми темпами, а ВВП возвращается к докризисному уровню примерно за три года.
- Жесткие кризисы – прямо противоположная ситуация – последствия кризиса серьезны и масштабны. Характерно значительное падение стоимости фондовых активов, экономика восстанавливается медленными темпами, а ВВП – от трех лет.

Кризисы на фондовых рынках могут быть связаны с циклической динамикой экономического развития и, как следствие, фондовый кризис может предшествовать экономическому циклу, следовать за ним или совпадать с ним, влияя на скорость динамики его отдельных фаз. Поэтому, согласно данному признаку, выделяют:

- Циклический кризис – кризис, который проявляется в условиях параллельности фондового и экономического цикла в фазе спада. Однако фондовые циклы могут существовать обособленно от экономических.

- Специфический (нециклический) кризис – кризис самостоятельного фондового цикла, условием существования которого не является наличие параллельности фондового и экономического циклов. Как правило, на такие кризисы не влияет общая экономическая ситуация, поэтому их последствия никак не коснутся реальной экономики в целом.

Рассмотрим основные различия циклических и специфических кризисов на фондовом рынке (см. Приложение А, табл. 1).

Специфические кризисы носят узкий и специализированный характер, поэтому причинами их возникновения могут стать различные обстоятельства. Например, трейдинг (программная торговля), политические события, спекулятивные игры, злоупотребления финансовым/профессиональным положением, войны и предвоенные ситуации.

Также выделяют фондовые кризисы в зависимости от связи с кризисными явлениями в социально-экономической системе:

- Независимый – кризис, который имеет чисто фондовый характер;
- Комплексный – кризис, характеризующийся взаимосвязью различных факторов социально-экономической системы: кризис внутри кризиса; часть пучка кризисов; переплетение с кризисными явлениями в разных сферах (политика, культура, духовная сфера).

Кроме того, кризисы на фондовом рынке могут быть связаны с критическими явлениями на других сегментах финансового рынка:

- фондовый кризис как часть финансового кризиса – синхронизация с кризисами на других сегментах рынка.
- самостоятельный кризис на фондовом рынке – протекает самостоятельно, не зависит от кризисов на других сегментах финансового рынка.

В таблице тезисно представлены исторические примеры кризисов на фондовых рынках и причины их возникновения (см. Приложение А, табл. 2).

Таким образом, различные виды кризисов на рынке ценных бумаг взаимосвязаны между собой и, как следствие, могут стать причиной возникновения друг друга. Это говорит о том, что кризис на фондовом рынке представляет собой серьезное и комплексное явление, которое в зависимости от обстоятельств и первопричин может сопровождаться как финансовым кризисом в целом, так и являться самостоятельным происшествием. Но стоит помнить о том, что не все фондовые кризисы похожи друг на друга. И для того, чтобы понять суть кризисной ситуации на фондовом рынке, необходимо обратить внимание на форму ее проявления.

### **1.2 Формы проявления кризиса на рынке ценных бумаг**

Раскрытие сущности фондового кризиса требует выделения форм, в которых он может проявляться на фондовом рынке. Изучив ряд библиографических источников и проанализировав различные фондовые кризисы отдельных стран в разные периоды времени, были выделены следующие формы проявления кризисов на фондовом рынке: спекулятивная атака, фондовый пузырь, финансовая пирамида.

#### **Спекулятивные атаки**

Спекуляция — это совершение сделок с целью получения прибыли от изменения рыночной стоимости инструмента [16]. От инвестирования данный вид торговли отличается сроками, за которые трейдер хочет получить прибыль. Если традиционное инвестирование подразумевает средне- и долгосрочные стратегии, то спекуляции — это покупка и продажа активов внутри торговой сессии (торгового дня). Очень редко позиции могут закрываться на следующий день — слишком высоки риски убытков. Например, значительного роста/падения цены актива на рынке может не произойти, в результате чего хорошей прибыли спекулянту можно не ждать. Кроме того, в случаях небольших колебаний стоимости трейдер может даже оказаться в убытке, так как

комиссия, уплачиваемая им брокеру за совершение сделки, может быть больше полученной прибыли.

Спекулятивная атака – массовая продажа или обмен активами, основанными на национальной валюте, в иностранной валюте как внутренними, так и иностранными инвесторами.

Также под спекулятивной атакой понимается намеренное воздействие на стоимость финансовых активов посредством самых разных методов: стимулирование паники на рынке, вброс значительного количества ценных бумаг, инсайдерство и т. п. [29]. В результате спекуляций инвестиционные активы становятся недооцененными или переоцененными.

На фондовой бирже встречаются две спекулятивные стратегии: спекуляция на повышение и спекуляция на понижение. Рассмотрим их особенности (см. табл. 1.1)

Таблица 1.1 – Спекулятивные стратегии, применяемые участниками фондовой биржи

Спекуляция на повышение	Спекуляция на понижение
Покупка актива по минимальной цене и его продажа по максимальной. Данная тактика возможна, если мировая экономика имеет повышательный тренд и/или макроэкономические показатели страны стабильно позитивны. При соблюдении одного из названных условий инвесторы посчитают, что спекулятивная атака на таком рынке может иметь повышенную рискованность и сверхвысокую доходность.	Продажа актива, взятого в долг у брокера, по максимальной цене и его покупка (и возвращение актива брокеру) по минимальной цене. Эта стратегия возможна в противоположной ситуации. Если один из макроэкономических показателей страны прекращает быть позитивным или возникает убежденность в переоцененности валюты и перегретости рынка акций, инвесторы начинают выводить свои средства, а значит капитал, из страны. И в результате увеличения давления на валютный курс трейдеры начинают спекулятивную атаку.

Источник: составлено автором.

Если в структуре инвесторов сложились олигополистические отношения, и эти олигополисты заинтересованы в спекулятивных краткосрочных вложениях и в способности концентрирования больших объемов денежных средств, – существует возможность прямого воздействия на динамику и объемы финансового рынка. Своими действиями инвесторы могут «разогреть рынок»: сперва они фиксируют прибыль при спекуляции на повышение, а

после, спекулируя на понижение, они получают прибыль от потрясений на рынке, вызванных краткосрочным падением стоимости активов.

Основными условиями возникновения спекулятивных атак являются глобализация экономики и открытость счетов капитала. Кроме того, важным основанием является и увеличение числа глобальных инвесторов, способных влиять на динамику рынка – к ним относятся и хедж-фонды, которые работают с большим кредитным плечом (по отношению к собственному капиталу). Такие игроки способны «вставать» в короткие позиции в ослабленных активах на небольших финансовых рынках и материально влиять на изменение рыночной ситуации. В связи с этим развивающиеся финансовые рынки подвержены спекулятивным атакам больше, чем финансовые рынки индустриальных стран. Это объясняется рядом причин – на формирующихся фондовых рынках:

- представлен узкий круг финансовых инструментов;
- ограничен внутренний спрос на такие финансовые инструменты;
- отсутствует способность нивелировать последствия кризиса на фондовый рынок;
- наличие либерализованных счетов капитала;
- свободная конвертируемость национальной валюты при фиксации ее валютного курса;
- дефицит бюджета и платежного баланса.

Однако, на практике спекулятивные атаки возможны не только на рынках со «слабой» экономикой, но и на тех, чьи фундаментальные факторы сильны и стабильны.

Россия на сегодняшний день относится к группе стран, наиболее подверженных спекуляциям, что характерно для большинства государств-экспортеров сырья, доходы бюджетов в которых определяются размером валютной выручки [29]. Для того, чтобы обезопасить отечественный фондовый рынок, России необходимо сократить уровень зависимости от мировой финансовой конъюнктуры, продолжать развивать национальный фондовый рынок и контролировать деятельность экспортных компаний.

В качестве примера рассмотрим кризис 2014-2015 гг., который затронул все сферы финансового рынка. Паника на валютном рынке в декабре 2014 года является ярким примером спекулятивной атаки. Такого рода спекуляции негативно влияют на потребительский рынок, поскольку они приводят к значительному обесценению национальной валюты и, далее, к росту цен на импортные товары. Когда возникают различные тенденции, спекулянты увеличивают развитие таких трендов (которые не имеют реальной основы) и провоцируют нестабильность. По мнению многих экономистов, именно спекулятивные атаки спровоцировали резкое падение курса российского рубля в конце 2014 года – «галопирующие темпы девальвации российской валюты не имели под собой реальных оснований» [29] (см. Приложение А, рис. 1-2). Это связано с тем, что обесценение национальной валюты происходило ежедневно с большей скоростью (10 и более %), чем развитие непосредственно влияющих на курс рубля событий (падение цен на нефть, нестабильность в Украине).

Кроме того, Центробанк РФ установил факты манипулирования фондовыми рынками ряда эмитентов, которое было совершено в 2014-2015 годах. Например, были отмечены манипуляции рынком акций, рынком паев ЗПИФ, рынком облигаций [39] и пр. (см. Приложение А, табл. 3). Банк России указывает, что совокупный объем совершенных по предварительному соглашению сделок в режиме основных торгов биржи составил более 90% от общего объема торгов ценными бумагами. Это привело к значительным отклонениям цены и объема торгов инструментами и позволило сформировать и поддерживать искусственный уровень цены и объема данных торгов.

#### Пузырь на фондовом рынке

Чаще всего в литературе встречается понятие «мыльный пузырь», но повсеместно используются и такие словосочетания, как «финансовый», «экономический», «биржевой», «рыночный» и «ценовой» пузырь.

Под пузырем на фондовом рынке понимается ситуация, характеризующаяся ажиотажным спросом на какой-либо актив и приводящая к быстрой и неоправданной эскалации его цены. Иными словами, фондовый пузырь – это

резкое отклонение рыночной стоимости актива от его базовой стоимости [68], которое происходит в течение длительного периода времени и завершается масштабным резким падением стоимости данного актива.

Обнаружение пузыря на рынке ценных бумаг является практически невозможным, что объясняется комплексностью факторов, вызывающих его формирование. Поэтому часто можно встретить экономические труды, в которых исследователи стараются обнаружить такие причины, чтобы попытаться снизить риски возникновения пузырей.

Многие представители экономической науки выделяют несколько существенных факторов-причин формирования пузырей на фондовом рынке: доступность заемных средств, поведение инвесторов, динамика международных финансовых рынков, динамика макро- и микроэкономических показателей – подробнее они представлены в таблице 5 (см. Приложение А, табл. 4).

Как и любое экономическое явление, формирование пузыря имеет свою длительность и протекает в соответствии с определенными фазами. В отечественной и зарубежной научной литературе на данный момент не существует единого подхода в определении этапов жизненного цикла пузыря, но, по сути, эти подходы во многом идентичны и имеют лишь незначительные различия. Поэтому далее будет представлен обобщенный вариант жизненного цикла пузыря на фондовом рынке (см. Приложение А, табл. 5).

Примером пузыря на американском фондовом рынке является кризис 2000 г., а на фондовом рынке России – кризис 2008 г. (см. Приложение А, рис. 3-4).

#### Финансовая пирамида

Под финансовыми пирамидами понимаются инвестиционные системы, при которых вкладчики получают доходы только за счет взносов от новых участников. С 2016 года в законодательстве РФ существует следующее определение: финансовая пирамида – деятельность по привлечению денежных средств и (или) иного имущества физических лиц и (или) юридических лиц в крупном размере, при которой выплата дохода и (или) предоставление иной



выгоды <...> осуществляются за счет привлеченных денежных средств и (или) иного имущества иных физических лиц и (или) юридических лиц при отсутствии инвестиционной и (или) иной законной предпринимательской или иной деятельности <...> в объеме, сопоставимом с объемом привлеченных денежных средств и (или) иного имущества [3].

Кроме того, у Центробанка РФ установлены признаки, по которым организацию или группу физических лиц можно отнести к «финансовой пирамиде». К таким признакам относятся [43]:

- отсутствие лицензии ФСФР России (ФКЦБ России) или ЦБ РФ на осуществление деятельности на финансовом рынке/ информации в реестрах ЦБ РФ;
- отсутствие четкого определения деятельности организации/ группы физических лиц;
- выплата денежных средств новым участникам из тех денежных средств, которые были внесены ранее другими вкладчиками;
- отсутствие собственных основных средств и иных дорогостоящих активов;
- гарантирование определенной доходности (запрещено ФЗ №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996г.) [1];
- обещание высокой доходности, которая в несколько раз превышает рыночный уровень;
- отсутствие информации о финансовом положении организации;
- агрессивное рекламирование в СМИ, сети Интернет с обещанием высокой доходности.

Но наличие этих признаков не является достаточным основанием для однозначного (безошибочного) вывода об отнесении той или иной организации к финансовой пирамиде. Для правоохранительных и надзорных органов они являются лишь одним из сигналов для проведения в отношении организации, которая обладает такими признаками, проверочных мероприятий.

Также, Центральный Банк России выделяет несколько основных видов финансовых пирамид [50]:

- финансовые пирамиды, которые строятся на принципах сетевого маркетинга;
- финансовые пирамиды как альтернатива ипотечного и потребительского кредитования;
- финансовые пирамиды, которые могут существовать в форме виртуальных бирж (микрофинансовые организации, кредитно-потребительские кооперативы и ломбарды);
- финансовые пирамиды, предлагающие услуги по ре- и со-финансированию долгов физических лиц перед кредитными организациями;
- «псевдо профессиональные участники» фондового рынка, предлагающие услуги по торговле финансовыми инструментами на рынке FOREX.

Также существует иная разновидность финансовых пирамид, связанная со структурой их деятельности:

- одноуровневые финансовые пирамиды (схема Понци): МММ Сергея Мавроди;
- многоуровневые финансовые пирамиды: «Бинар», МММ-2011 и МММ-2012. По схожему принципу работает и сетевой маркетинг;
- матричные финансовые пирамиды: эти схемы, в отличие от одноуровневых и многоуровневых, могут существовать годами;
- интернет-пирамиды (конец 2000-х г.): организаторы могут оставаться анонимными, а отследить потоки здесь сложнее. Часто интернет-пирамиды называют себя инвестиционными фондами или даже кассами взаимопомощи.

На практике число финансовых пирамид во время кризиса на фондовом рынке заметно увеличивается. Экономисты утверждают, что в условиях нестабильности фондового рынка и инфляционных процессов появляется все большее количество людей, желающих заняться противозаконной деятельностью и получить «легкие» деньги.

Так, по данным МВД, во время кризиса 2008 года от нелегальных действий мошенников пострадали свыше 400 тыс. человек, а ущерб представлял более 40 млрд. рублей [56].

Согласно материалам ЦБ РФ о противодействии недобросовестным практикам, количество финансовых пирамид, организованных и действующих во время финансового кризиса, превышает число пирамид, существующих в иное время (см. Приложение А, рис. 5).

Как видно из рисунка, максимальное число финансовых пирамид приходится на 2014 кризисный год – 450 штук, что практически в 2,5 раза и более превышает число пирамид в 2013, 2015 и 2016 года. В 2019 году мегарегулятор обнаружил 237 финансовых пирамид, что является максимумом за те пять лет, что ЦБ РФ занимается их поиском.

Таким образом, описанные выше формы проявления фондовых кризисов показывают, что в условиях неопределенности увеличивается число людей, желающих как обогатиться за чужой счет, так и сохранить свои средства. Но ясным остается одно – во время кризиса убытки несут все, и чем серьезнее потрясение, тем больший ущерб будет нанесен экономике страны, и тем больший период времени государство будет преодолевать последствия.

В связи с этим возникает необходимость в анализе всех фондовых кризисов, с которыми столкнулась Россия, и государственных мер преодоления кризисных последствий, которые были оказаны в поддержку рынка ценных бумаг.

## ГЛАВА 2 ФОНДОВЫЕ КРИЗИСЫ: РОССИЙСКИЙ ОПЫТ

### 2.1 Ретроспективный анализ кризисных ситуаций на российском фондовом рынке

Российский фондовый рынок начал свое становление с момента распада СССР и образования России, как отдельного государства. И на протяжении всей траектории своего развития на данном рынке не раз возникали кризисы, которые оказывали существенное влияние на его дальнейшее функционирование [27]. Биржевые индексы ММВБ и РТС, зависящие от поведения профессиональных участников фондового рынка, остро реагируют на возникновение кризисных тенденций на рынке ценных бумаг, поэтому их динамика нагляднее всего отражает состояние фондового рынка. Рассмотрим динамику индекса РТС (см. рис. 2.1).



Рисунок 2.1 – Динамика индекса РТС 1995-2020\* гг. (по месяцам)

Источник: график построен автором на основе данных, предоставленных Московской биржей.

Примечание: Данные за 2020 год представлены с 01.01.2020 г. по 01.04.2020 г.

Как видно по графику, за весь период своего существования российская фондовая биржа испытала несколько серьезных кризисных потрясений: кризис 1997-1998 гг., кризис 2008-2009 гг. и кризис 2014 года.

Каждый из них имеет свои уникальные и специфические черты, однако существует и много общего между данными фондовыми кризисами. Поэтому для того, чтобы оценить современный фондовый рынок и проверить его на наличие кризисной тенденции, необходимо провести ретроспективный анализ динамики кризисов на фондовом рынке и выявить причины их возникновения.

Кризис 1997-1998 гг.

Данный кризис принято считать самым тяжелым в истории современного фондового рынка, поскольку его последствия были самыми катастрофическими как для граждан РФ, так и для страны в целом.

В середине 90-х г. прошлого столетия перед Россией стояла задача формирования принципиально нового общества и государства в рамках модели неолиберальной экономики (свободный рынок, многообразие форм собственности, наличие конкуренции). Однако в условиях существующей кредитно-денежной политики достичь этого было непросто – стоял приоритет сокращения инфляционных процессов нежели стимулирования капитальных вложений в реальный сектор экономики, сохранялись высокие налоговые ставки в целях сведения дефицита государственного бюджета к минимуму, увеличивались внешние и внутренние займы страны. В результате такой макроэкономической политики произошел спад производства и значительный отток капитала из России, что ухудшило финансовую ситуацию в стране.

В силу того, что в этот период формирования принципиально нового общества российский фондовый рынок представлял собой абсолютно обособленную часть экономики, с помощью него не представлялось возможным усовершенствовать и развить экономику. Кроме того, любые изменения, происходящие в реальном секторе, вызывали бурную реакцию на рынке ценных бумаг.

Так, из динамики индекса РТС и ВВП следует, что при снижении уровня ВВП (в постоянных ценах) в 1998 г. по сравнению с 1997 г. на 6,7% капитализация российского рынка акций за тот же период сократилась более чем на 85% (см. Приложение Б, рис. 1), а в сентябре 1998 г. падение составляло 86%

от максимального значения данного года (март 1998 г. – 325,5 пункта, сентябрь 1998 г. – 43,81 пункта, рис. 2).

Так как в экономике России середины 1990-х г. наблюдался дефицит бюджета (5-8% ВВП), правительство создало рынок ГКО, который по сути являлся классической финансовой пирамидой. В ней были задействованы практически все денежные ресурсы страны, которые находились внутри финансовой сферы несколько лет. В результате пирамида ГКО, доходность которых достигала перед кризисом 140% годовых, рухнула. Государство нуждалось в весомых внешних и внутренних займах, что образовало огромный внешний (более 150 млрд. долл.) и внутренний (более 200 млрд. долл.) долг – суммы представлены по курсу июля 1998 года. Все это отразилось и на фондовом рынке, с которого иностранные инвесторы стремились скорее вывести денежные средства. И как видно из рисунка 3, с сентября 1997 года по август 1998 года акции российских компаний упали в 10 раз. Правительство старалось справиться с ситуацией путем поддержания курса рубля (см. Приложение Б, рис. 3) с помощью повышения процентных ставок (рис. 4) и иностранных займов, в том числе займов МВФ.

Совокупность данных факторов привела к тому, что 17 августа 1998 г. государство было вынуждено объявить дефолт по внутреннему долгу, номинированному в национальной валюте.

К внутренним причинам возникновения фондового кризиса 1998г. большинство исследователей-экономистов относят:

- неэффективная государственная политика – серьезные системные просчеты;
- огромный объем внешнего долга России – более 150 млрд долл.;
- отсутствие у Правительства РФ возможности погашения внутреннего и внешнего долга (По курсу июля 1998г. внутренний долг РФ составлял 200 млрд. долл. [54]);
- политика «валютного коридора» – установление завышенного курса рубля [59];

- серьезный дефицит госбюджета – 5-8% ВВП (впоследствии это привело к краху пирамиды ГКО-ОФЗ);

- завышение доходности ГКО-ОФЗ.

Среди внешних причин выделяют:

- азиатский кризис середины 1997г.;
- снижение мировых цен на товары ТЭК (топливно-энергетический комплекс, в основном на нефть, газ, металлы) – что является основными статьями экспортного дохода.

Несмотря на то, что кризис 1997-1998 гг. практически не затронул фондовые рынки развитых стран, кризис на отечественном рынке ценных бумаг не носил чисто локальный характер, поскольку он был вызван цепочкой потрясений, происходящих в странах с развивающимися фондовыми рынками. Поэтому российский фондовый кризис 1997-1998 гг. характеризовался следующими особенностями:

- снижение котировок акций российских эмитентов в Российской торговой системе и последующее их падение на рынках ММВБ и РТС;

- снижение котировок активов на рынках государственных и частных облигаций;

- значительное сокращение стоимости АДР/ГДР на акции российских эмитентов, снижение стоимости и доходности евронон и европейских облигаций;

- проблемы с доступом отечественных эмитентов к источникам ликвидности на международных рынках.

Появившийся вследствие этих факторов недостаток ликвидности и увеличившиеся процентные ставки заемных денежных средств привели к снижению числа маржинальных сделок и сделок РЕПО, а также к сокращению кредитования ценными бумагами. А в связи с взаимозависимостью всех секторов финансового рынка, кризис достиг и иные отрасли.

Что касается последствий кризиса, то согласно расчетам Московского банковского союза (1998 г.), общие потери российской экономики от этого

кризиса составили 96 млрд. долл. США. Из них корпоративный сектор утратил 33 млрд. долл., население — 19 млрд. долл. США, прямые убытки коммерческих банков достигли 45 млрд. долл. США. Девальвация рубля остановилась только в конце 2002 года и за весь этот период оказалась пятикратной.

Кризис 2008-2009 гг.

После кризиса 1998 г. в России наблюдался период бурного развития экономики, чему способствовали хорошие макроэкономические показатели и взвешенная бюджетная политика правительства.

Так, в период с 1998 г. по 2008 г. темп роста ВВП сохранял стабильный повышательный тренд. Если до кризиса ВВП в среднем рос на 6%, то в 2007 году рост был равен 8,5%, что сопоставимо, например, с быстрорастущей экономикой Китая (см. Приложение Б, рис. 5). Также государственный долг выражался в незначительных объемах – на начало 2008 года госдолг РФ в валютном выражении составлял 92,4 млрд. долл. или 7,1% ВВП [28]. Такой показатель делал Россию одной из самых благополучных стран в первом десятилетии 21 века: для сравнения в 2012 году госдолг Греции составил 161% ВВП, Италии – 161%, Португалии – 120%, Испании – 80%, Японии – 219% ВВП [28]. Более того, Центробанк России продолжал наращивать объемы золотовалютных резервов – в 2008 году показатель достиг 479 млрд. долл., что превышало уровень внешнего долга России за тот же период (39,3 млрд. долл.) больше, чем в 10 раз (рис. 6) – по количеству ЗВР Россия находилась на 3-м месте в мире после Японии и Китая [28]. Стоит сказать и про состояние федерального бюджета страны. До кризиса 1998 г. в России наблюдался значительный дефицит бюджета, но в новом тысячелетии бюджет становится профицитным – в предкризисный 2007 год профицит составил 1782 млрд. руб. (6 % ВВП), а в 2008 г. – примерно 4,9 % ВВП (рис. 7).

Благоприятная экономическая ситуация сложилась и на отечественном фондовом рынке, который значительно укрепился за счет притока новых инвесторов, увеличения объемов совершаемых сделок и совершенствования российского законодательства. Весной 2008 года индекс РТС достиг своего пика



за весь период существования (вплоть до сегодняшнего дня – первый квартал 2020 года) – 2478,87 пунктов, и к концу 2008 года аналитики прогнозировали достижение отметки 3000 пунктов (см. Приложение Б, рис. 8).

Однако положение национальной экономики в целом и фондового рынка России в частности изменилось с наступлением нового кризиса – в 2008 году «лопнул» экономический пузырь, формировавшийся в 2006–2007 гг. (см. рис. 2.1; Приложение А, рис. 4) на российском рынке, что привело к падению фондового рынка более чем в 4 раза.

Основными причинами возникновения российского фондового кризиса 2008–2009 гг. являются:

- финансовая нестабильность мировых финансовых рынков (первое событие – ипотечный кризис США и крах американского фондового рынка);
- падение мировых цен на товары ТЭК;
- цепная реакция кризисов на фондовых рынках развивающихся стран.

Также ситуацию усугубили следующие факторы:

- доминирование добывающих компаний в отраслевой структуре фондового рынка России;
- принадлежность отечественного рынка к группе развивающихся стран;
- превалирующая зависимость рынка от иностранных инвесторов;
- война в Южной Осетии и Абхазии в августе 2008 года.

Кроме того, многие отечественные и зарубежные экономисты считали, что новый мировой кризис сильнее всего скажется на фондовых рынках развитых стран, а не развивающихся. Это объяснялось несколькими факторами. Во-первых, развивающиеся страны не так давно проходили через тяжелый кризис (1998 г.), потому они уже имеют опыт и преодоления последствий кризисного потрясения, и подготовки к нему. Во-вторых, в начале 2000-х развивающиеся страны показывали большой темп роста национальной экономики (рост ВВП, профицитный бюджет, большие запасы ЗВР, небольшой

государственный долг), чем развитые страны. В-третьих, страны с развивающейся экономикой обладали огромным потенциалом роста внутреннего спроса (рост экономики стимулирует увеличение спроса населения, которое становится богаче).

Таким образом, фондовые рынки развивающихся стран (которые вполне способны пережить наступление мирового кризиса) казались очень привлекательными для инвесторов (см. Приложение Б, рис. 9).

Однако, с углублением мирового финансового кризиса и вытекающим ухудшением положения фондовых рынков США и Европы, инвесторы (надувающие пузырь на российском рынке, например) с таким же энтузиазмом стали продавать свои активы. В результате этого, падение фондовых рынков развивающихся стран оказалось в разы сильнее, чем проседание развитых рынков. Так, в октябре 2008 г. значение индекса РТС упало до 549,43 пунктов (см. Приложение Б, рис. 9), достигнув пикового уровня 1997 года (см. рис. 2.1) – менее чем за 5 месяцев фондовый рынок России потерял около 2/3 своей стоимости.

Глобализация и финансовая созависимость мировых рынков привели к тому, что негативные показатели американской экономики повлияли практически на все национальные рынки, а сам кризис усугубился значительным падением цен на нефть (см. Приложение Б, рис. 10).

В результате стало наблюдаться замедление темпов развития экономики развивающихся стран, у которых возникла необходимость в разработке антикризисных мер по поддержанию как национальной экономики в целом, так и фондового рынка в частности.

В силу того, что в период 1998-2008 гг. в России существовали сильно выраженная зависимость изменения цен на акции от цены на нефть (см. Приложение Б, рис. 11) и в отраслевой структуре фондового рынка доминировали добывающие компании, падение цен на товары ТЭК (в частности, на нефть) привело к ухудшению ситуации на фондовом рынке России: сократились

показатели капитализации (рис. 12) и резко снизилось число инвесторов, которые стали опасаться ухудшения положения и государственного бюджета.

Значительное падение отечественного фондового рынка можно объяснить следующим: как уже было отмечено, после кризиса 1998 года экономика России росла не за счет привлечения средств «своих» (внутренних) инвесторов, а за счет иностранных, которые проявляли огромный интерес к российскому рынку. Поэтому, когда мировая финансовая стабильность стала нарушена, «бегство» инвесторов с рынка ценных бумаг привело к огромным объемам продаж и к внезапному падению котировок отечественных активов.

К сожалению, несмотря на позитивные показатели состояния национальной экономики (десятилетний стабильный рост и усиление экономики и финансовой системы), в России не получилось воспитать крепкого и устойчивого внутреннего инвестора, который смог бы поддержать фондовый рынок в непростые времена. Именно такие инвесторы отвечают за стабильность рынка ценных бумаг и помогают ему в быстрые сроки восстановиться после серьезных потрясений.

#### Кризис 2014 года

Во второй половине 2014 года отечественный фондовый рынок вновь испытал серьезное кризисное потрясение, особенностью которого являлась уникальная локальность – кризис развивался только в России (в США наблюдался расцвет инвестиционной привлекательности, а в странах Европы – небольшой экономический рост). Это означает то, что кризис был вызван не глобальными тенденциями, а локальными санкциями против России, которые негативно сказались на отечественной экономике и вызвали существенный отток капитала, что отразилось на рынке ценных бумаг – влияние этих потрясений хорошо просматривается на динамике индексов Московской биржи (см. Приложение Б, рис. 13).

Так, наступивший финансовый кризис в России стал сопровождаться фондовым кризисом. Ситуация стала усугубляться в связи с геополитическими потрясениями: конфликт на территории Украины, последующее

вхождение Крыма в состав РФ, вытекающие из этого антироссийские санкции с Запада и, как следствие, осложнение отношений с иностранными партнерами.

Также «подливало масла в огонь» и снижение мировых цен на нефть – за период июнь-декабрь 2014 года падение цены составило около 50% (со \$110-115 до \$56,5 за баррель, а затем и вовсе до \$45 – см. Приложение Б, рис. 14). В результате отечественная экономика стала замедляться: темпы роста ВВП снизились практически до нуля (рис. 15), инвестиции в основной капитал перешли в отрицательную зону, значительно сократилась доля капиталовложений в экономику, индексы фондового рынка существенно «упали» (падение индекса РТС составило более 30%), сократились объемы ежедневных торгов на фондовом рынке.

Вместе с тем, международные санкции привели к тому, что российские инвесторы стали терять доступ к зарубежным кредитам и рынкам, а акции отечественных добывающих компаний стали терять в цене, что повлияло и на снижение капитализации национального фондового рынка.

К основным причинам возникновения российского фондового кризиса 2014 года относятся:

- геополитические изменения;
- снижение цен на товары ТЭК;
- структурные экономические проблемы.

Стоит отметить, что модель экономики, где главным фактором являлось основанное на нефти «безудержное» потребление (обеспечивающее на протяжении 15 лет экономический рост), утратила свою весомость. Во время кризиса 2014 года на фондовый рынок России большее влияние оказала не динамика цен на нефть, а геополитические события. Отсюда следует, что впервые за долгое время связь отечественного рынка ценных бумаг с изменениями цен на нефть утратила свою прочность. Об этом говорят и максимальные отрицательные значения показателей зависимости индекса ММВБ от цен на нефть марки Brent в 2014 году (см. Приложение Б, табл. 1 и рис. 16).

Кроме того, фондовый кризис 2014 года еще раз обратил внимание на проблему отраслевой структуры российского фондового рынка. В связи с тем, что после кризиса 2008 года компании ТЭК по-прежнему имели преобладающий вес в индексах Мосбиржи, события 2014 года оказали серьезное влияние на индексы РТС и ММВБ. По этой причине инвесторы стали обращать внимание на те компании, которые были ориентированы на экспорт и которых практически не коснулось резкое ослабление национальной валюты.

Таким образом, описанные выше факторы вызвали существенное снижение курса национальной валюты (см. Приложение Б, рис. 17) и привели к экономическому спаду России (рост инфляции, сокращение потребительского спроса и реальных доходов населения).

Согласно проведенному ретроспективному анализу кризисных ситуаций на фондовом рынке России можно сделать вывод о том, что влияние серьезных потрясений сильно сказывается на развитии как фондового рынка, так и всей национальной экономики, и восстановление после кризисов начинается практически с нуля. Поэтому важно оценить действенность правительственных мер по преодолению последствий фондового кризиса.

## **2.2 Роль государственного регулирования в преодолении последствий фондового кризиса**

Согласно классификации МВФ, российский фондовый рынок относится к группе формирующихся рынков. Это означает, что он будет являться источником вновь возникающих международных кризисов, поскольку вероятность проявления высокого системного риска и сильной волатильности на отечественном рынке ценных бумаг в среднесрочной перспективе достаточно велика.

Некоторые исследователи, в частности Я. М. Миркин, провели анализ действий регуляторов до, во время и после фондового кризиса и пришли к выводу, что координация в действиях этих регуляторов отсутствует – это может

привести не к предотвращению кризиса и не к его прекращению, а наоборот, к последующему его усилению и развитию. Поэтому для избегания подобных ситуаций необходимо оценить роль государственного регулирования в преодолении последствий кризиса на фондовом рынке.

После кризиса 1998 года российская экономика оправилась в кратчайшие сроки. В основном это связано со сменой состава Правительства РФ и Центрального Банка России, после чего произошли изменения в макроэкономической политике государства. Однако нельзя сказать, что фондовый рынок восстанавливался с тем же успехом.

В самый критичный момент кризиса (август 1998 г. – февраль 1999 г.), когда активность на рынке ценных бумаг резко снижалась, ФКЦБ (Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг) не спешила принимать меры по преодолению последствий критического потрясения. Вместо этого комиссия вносила отличные от антикризисных мер изменения в существующие нормативно-правовые акты, раскрывала информацию об эмитентах и противостояла ЦБ РФ (причиной конфликта выступал объект регулирования в лице рынка ценных бумаг, который уже практически прекращал свое существование). То есть Федеральная комиссия по ценным бумагам осуществляла не антикризисное управление, а выполняла обычную рутинную работу по регулированию фондового рынка – лицензировала участников, проводила аттестацию специалистов, принимала новые эмиссионные документы и нормативно-правовые акты. Именно в этом качестве и сама ФКЦБ России рассматривала свою антикризисную деятельность [37].

Но серьезнее всего то, что своими действиями ФКЦБ была способна усугубить кризисную ситуацию. К числу таких действий относятся:

- воспрепятствование эмиссии облигаций Центробанка, которые выпускались с целью поддержки валютного рынка;
- желание прекратить работу рынка акций на площадке ММВБ, которая являлась одним из двух национальных фондовых рынков;

- попытки запретить коммерческим банкам осуществлять деятельность на рынке корпоративных ценных бумаг;
- лишение ЦБ РФ права лицензирования кредитных организаций на осуществление профессиональной деятельности на фондовом рынке и пр. [31]

Также до конца 1999 г. так и не был подготовлен официальный доклад, который объяснял бы факторы, вызвавшие кризис, описал бы линии поведения профессиональных участников рынка ценных бумаг во время обвала фондового рынка, охарактеризовал бы действия ФКЦБ, НАУФОР, различных СРО и торговых систем, и предоставил бы рекомендации по предотвращению и/или смягчению будущих кризисов отечественного фондового рынка. Какие-то шаги в сторону дальнейшего развития рынка ценных бумаг России были приняты ФКЦБ только в конце 1999 – начале 2000 гг.

Стоит отметить, что ситуация усугублялась и «конфронтацией» между комиссией по ценным бумагам и Центральным Банком. Разрозненность их действий приводила к:

- отсутствию результативности по противостоянию и смягчению кризиса и противодействию его последствиям;
- вероятности возникновения «шоковых ситуаций», которые были вызваны определенными действиями регуляторов и были способны углубить кризис и затянуть фазу восстановления;
- усиление конфликта между регуляторами в связи с отсутствием программы совместных действий [31].

Таким образом, итоги кризиса 1998 года не были подведены и, соответственно, из него не были извлечены уроки. Государство не смогло использовать пережитый опыт с умом, и поэтому за неимением системы предупреждения будущих кризисов в 2008 году отечественный фондовый рынок ожидал серьезный «крах».

Обвал фондового рынка в 2008 году создал ситуацию, в которой без вмешательства государства было не обойтись, и в отличие от политики

регуляторов в 1998 году, в этот раз правительственные меры стали предприниматься уже во время потрясения.

Первой государственной мерой, направленной на стабилизацию кризисной ситуации, стал наложение ограничений Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР России) на профессиональных участников фондового рынка – для предотвращения паники на рынке акций, которая могла привести к существенному необоснованному снижению их стоимости, участникам было запрещено вставать в короткие позиции и совершать маргинальные и необеспеченные сделки. Затем для увеличения ликвидности фондового рынка ФСФР России сняла данные ограничения. Также ею было принято предписание, согласно которому «кредитное плечо» (предельно допустимый уровень маржи) маргинальных и необеспеченных сделок для всех клиентов (даже с высоким уровнем риска) должно составлять один к одному.

Следующей экстренной, но нетривиальной мерой, стала практика приостановления торгов на национальных торговых площадках (РТС и ММВБ). Такая нерыночная мера стала применяться осенью 2008 года, и до начала 2009 г. торговля на биржах останавливалась около 35 раз [12]. Этот ход должен был «остудить» пыл инвесторов, поэтому торги могли приостановиться вне зависимости от того, растут ли котировки активов или падают. Однако восторга среди инвесторов это не вызвало, поскольку после возобновления торговли котировки акций «скакали» в разные стороны, а общий тренд оставался негативным. Так, рынок каждый раз терял свою реальную стоимость.

Государственную политику по преодолению последствий фондового кризиса в 2008 году осуществляла не только ФСФР, но и Правительство России, которое решило поддержать отечественный рынок ценных бумаг субсидией в размере 500 млрд. руб. [55]. Данная мера вызвала противоречивые чувства, поскольку фондовый рынок представляет собой сферу «фиктивного капитала», которая не нуждается в дополнительной финансовой поддержке со стороны государства. И профинансировав таким образом фондовый рынок, государство просто пропонирировало рыночных спекулянтов, которые



являются основой российского рынка ценных бумаг. Кроме того, подобная субсидия способна вызвать инфляцию, уровень которой в то время уже был достаточно высок. Поэтому получается, что мера Правительства РФ вызвала лишь краткосрочный стабилизирующий эффект [8].

В стороне не осталось и Министерство Финансов РФ, которому было поручено разработать механизм, с помощью которого профессиональные участники рынка ценных бумаг смогут осуществлять сделки РЕПО с Центробанком России через единого контрагента – фондовые биржи, которым ЦБ РФ выставил единый лимит – что означает наличие гарантии осуществления любой сделки. Такая мера была призвана решить проблему низкой ликвидности у всех профессиональных участников рынка ценных бумаг, кто не является кредитной организацией.

Тем не менее, после кризиса 2008 г. цены большинства акций отечественных эмитентов в валютном выражении так и не восстановились до предкризисного уровня. Но это объясняется не скоростью и качеством применяемых государством мер, а структурными проблемами российской экономики, которая зависит от внешних цен на сырьевые ресурсы.

Как уже отмечалось ранее, кризис 2014 года был вызван не столько падением цен на товары ТЭК, сколько геополитическими изменениями. Против Российской Федерации был введен пакет санкций США и ряда стран ЕС, что привело к возникновению недостатка внешних инвестиций и, как следствие, к экономическому спаду страны.

Введенные антироссийские санкции отрезали доступ отечественных инвесторов к западным долговым рынкам, в результате чего лишили российские компании возможности привлечения новых средств с целью рефинансирования. Требовалась помощь государства.

Пока Центральный Банк старался поддерживать курс рубля (проводя валютные интервенции, поднимая и снижая ключевую ставку и т.д.), Правительство РФ субсидировало крупные компании страны: государственные гарантии «Роснано» (18 млрд. руб.) для кредитования «Сбербанка России», «Новатэка»

и др., увеличение уставного капитала «РЖД» (50-100 млрд. руб.), выпуск ОФЗ (1 трлн. руб.) в «Агентство по страхованию вкладов» для увеличения капитализации ряда крупных банков России, масштабное по срокам и объему размещение «Роснефтью» облигаций в национальной валюте (625 млрд. руб.), размещение еврооблигаций (3 млрд. долл.) для привлечения средств нерезидентов в мае 2016 года [69]. Кроме того, за 2014-2016 гг. несколько раз приостанавливались торги на срочной секции Московской биржи.

Сам ЦБ РФ продолжал свою деятельность по регулированию и управлению рынком ценных бумаг, как это было до кризиса 2014 года. Так, Банк России провел очистку рынка от недобросовестных и финансово неустойчивых игроков, доработал механизмы вывода проблемных компаний с финансового рынка, повысил требования к корпоративному управлению участников, ввел систему поведенческого надзора, перешел на электронное взаимодействие с поднадзорными финансовыми организациями, способствовал существенному повышению устойчивости инфраструктуры, заложил фундамент для широкого применения финансовых технологий при предоставлении финансовых услуг, ввел элементы пропорционального регулирования для банков, активно способствовал развитию интеграционных процессов, в частности созданию общего финансового рынка Евразийского экономического союза (ЕАЭС) [38].

Таким образом, можно сказать, что за посткризисный период регулятором не было принято особых мер преодоления последствий кризиса на фондовом рынке. Если после кризиса 2008 года экономике потребовалось практически 2 года, чтобы вернуться к сильному и стабильному росту, то после кризиса 2014 года восстановление длилось вплоть до конца 2019 года, когда был достигнут предкризисный уровень индекса РТС (см. рис. 2.1).

Очевидно, что не было бы необходимости в создании мер по преодолению последствий фондового кризиса, если бы он не возник и были бы устранены причины его формирования. Однако, от серьезных потрясений никто не

застрахован, и как показывает история, чаще всего сложно предсказать наступление кризиса.

Поэтому в связи с тем, что финансовая нестабильность развивающихся рынков предполагает наличие высокого рыночного риска, разработка мер по его снижению становится необходимой для государства. К таким мерам можно отнести:

- создание и реализация специального официального документа – антикризисной программы – который будет содержать среднесрочные государственные меры по сокращению рыночного риска и план действий в случаях наступления крупного рыночного риска («чрезвычайные ситуации»);
- оценка развития и путей совершенствования фондового рынка и разработка сценариев проведения разнотипной (валютной, процентной, денежной, бюджетной составляющей) финансово-кредитной политики – режим счета капиталов (степень и формы либерализации, наличие ограничений на движение капиталов и т.д.), баланс обязательств и активов страны в целом, требования к финансово-кредитной политике, которые исключали бы накопление краткосрочных требований к стране, возникновение спекулятивного роста цен на финансовые активы и пр.;
- модернизация института ценных бумаг в целях снижения рисков на фондовом рынке и преобразование самых рискованных его элементов, пополнение капиталов профессиональных участников рынка (в частности брокерско-дилерских компаний) и банков, занимающихся деятельностью на фондовом рынке;
- разработка системы мониторинга и оценки рыночного риска, с помощью которой стало бы возможно получать «сигналы раннего предупреждения» и на их основе предпринимать необходимые действия для предотвращения обвала рынков – следует оценить вероятность накопления краткосрочных обязательств в экономике, снизить ее ликвидность, количество спекулятивных атак и краткосрочных оттоков капитала;

- привлечение инвесторов на рынки корпоративных облигаций, являющихся «стабилизирующим» элементом по сравнению с рынками акций и валюты.

Подводя итог, следует отметить, что в зависимости от специфики кризиса государство подбирает/не подбирает те или иные меры поддержки фондового рынка в посткризисный период. Но так как фондовый рынок является отражением (зеркалом) экономической ситуации в стране, то чаще всего его восстановление происходит самостоятельно (без особой поддержки государства), но вместе с национальной экономикой.

Как видно из проведенного во второй главе анализа, фондовый кризис для Российской Федерации часто является неожиданным происшествием. Поэтому необходимо оценить современное состояние российского фондового рынка на наличие факторов, предшествующих наступлению кризиса.

## ГЛАВА 3 ПОСТРОЕНИЕ СИСТЕМЫ ИНДИКАТОРОВ РАННЕГО ПРЕДУПРЕЖДЕНИЯ ФОНДОВОГО КРИЗИСА

### 3.1 Системы индикаторов-предшественников нестабильности на фондовом рынке

С тех пор как каждая страна ощутила на себе все последствия обвала фондового рынка, с наступлением очередного кризиса все большее число людей (от обычных «диванных» инвесторов до экономистов и ученых) стремится предсказать возможную катастрофу. Но фактом остается одно – большая часть таких прогнозов основывается на слабой аргументации и поверхностном анализе. Зачастую «аналитики» смотрят только на показатели, подтверждающие желаемые выводы, и оставляют без внимания те факты, которые противоречат этим выводам.

Перед тем как приступить к прогнозированию наступления подобных ситуаций, необходимо принять то, что человеческие возможности ограничены. Например, большинство экономических процессов носит во многом случайный характер, что лишает возможности спрогнозировать то или иное явление. То же касается и кризиса на фондовом рынке – в момент потрясения рынки ценных бумаг могут вести себя вполне предсказуемо, следуя общеизвестным законам в своих крайних состояниях. Но под влиянием различных непредсказуемых событий и факторов ситуация может кардинально измениться практически перед наступлением кризиса – рынки «повернут назад»; применима и обратная ситуация: устойчивые и надежные рынки могут быстро подхватить кризисное состояние и, впоследствии, стремительно «рухнуть».

Кроме того, недостаточен и математический аппарат. Мировая экономика знает огромное количество кризисов на фондовом рынке, но каждый из них обладает своей уникальностью. Это не позволяет объединить кризисы в большие группы (выборки) для составления приемлемого достоверного предсказания (необходима выборка с числом кризисов более 50), поскольку любая

обнаруженная закономерность может оказаться случайно повторившимся отклонением.

Однако математический анализ прошлых кризисов может быть эффективным при оценке современной ситуации (насколько далеко находится фондовый рынок от повторения кризисов прошлого) и при снижении вероятности наступления «старого кризиса», его обнаружении.

Рассмотрим систему индикаторов-предшественников фондового кризиса, с помощью которой впоследствии будет проведен мониторинг современного состояния фондового рынка России.

В период кризиса на фондовом рынке проявляется взаимосвязь между стоимостью ценных бумаг и доходностью/стоимостью реального капитала. Поэтому для формирования системы индикаторов-предшественников нестабильной ситуации на фондовом рынке необходим показатель, который увязывает финансовый и реальный сектора экономики.

Классическим примером такого индикатора является параметр  $P/E$ , который показывает отношение совокупной капитализации компаний, осуществляющих деятельность на отечественном фондовом рынке, к конечному результату функционирования этих компаний – чистой прибыли [25]. Если реальный сектор экономики окажется в состоянии нестабильности, что вызовет реакцию и на фондовом рынке, то показатель  $P/E$  также изменится.

Проведенное Парфеновым А. А. исследование показало, что в период отсутствия кризиса  $P/E$  показывает наибольшие значения (июль 1999 г. – 13,5; апрель 2006-октябрь 2007 гг. – 13,1), а в кризисные – наименьшие (октябрь 1998 г. – 2,5; сентябрь-октябрь 2008 г. – 3,4; см. Приложение В, рис. 1). Но помимо этого, коэффициент  $P/E$  обладает предикативным свойством, так как в предкризисный период наблюдается его коррекция – до кризиса сентября 2008 года параметр  $P/E$  начал снижаться с октября 2007 года.

Кроме того, можно встретить применение параметра Shiller  $P/E$ , который сглаживает цикличность колебания доходов и более точно отслеживает «реальные» значения фондового индекса. Методика его расчета предполагает

корректировку значений текущих цен индекса (Price) и его прибыли (Earning) с поправкой на инфляцию за последние 10 лет (CPI).

Индикатор Shiller P/E принято использовать в качестве сравнения с пиковыми значениями индекса и исторической средней, но в случае с российским фондовым рынком такой подход не совсем обоснован (см. Приложение В, рис. 3-4).

Если же провести подобное исследование, которое было осуществлено Парфеновым А. А. с коэффициентом P/E, то предикативность Shiller P/E не будет стопроцентной. Кризис 2008 года параметр Шиллера предсказал вполне успешно (см. Приложение В, рис. 5), однако с кризисом 2014 года индикатор не справился – здесь справедливо высказывание о том, что все предикативные модели, основанные на опыте прошлых десятков лет, могут предсказать только кризисы «старого типа». А как известно, природа кризисов 2008 и 2014 годов абсолютно разная.

Точно также не справился с кризисом 2014 года и индикатор P/E, который за четыре года (2011-2014 гг.) колебался на уровне 5-7 пунктов, не проявляя своих предикативных свойств (см. Приложение В, рис. 2).

Отсюда следует, что кризисы могут формироваться как при высоких, так и при относительно низких значениях параметров P/E; как после продолжительного, так и в периоды относительно спокойного роста индексов.

В связи с этим необходимы другие индикаторы-предшественники кризиса на фондовом рынке, которые будут так же увязывать реальный и финансовый сектора экономики.

Кривая бескупонной доходности (КБД)

Названному выше требованию соответствует кривая бескупонной доходности (КБД), которая отражает текущие и ожидаемые безрисковые ставки реального и финансового секторов экономики, полученные на основе государственных облигаций, торгуемых на Московской бирже [6].

По мнению многих исследователей, поведение кривой бескупонной доходности является одним из самых точных индикаторов-предшественников

будущей рецессии на рынке. Для подтверждения данного утверждения необходимо рассмотреть, как поведение КБД отклоняется от «нормального», т. е. деформируется, в докризисных, кризисных и посткризисных условиях.

- Форма кривой бескупонной доходности

Данная характеристика КБД отвечает за состояние национальной экономики. С помощью формы становится возможным предсказать, вырастут или упадут ставки в будущем.

Как правило, существует три формы кривой бескупонной доходности: нормальная, которая означает благоприятное состояние экономики; инверсная (обратная), которая говорит о наличии страхов у инвесторов, опасющихся приближающейся рецессии; и плоская – характеризует переходный период экономики (преобразование кривой в одно из названных состояний).

Как видно из рисунков 6-7, в кризисный период кривая бескупонной доходности принимает изогнутую и нисходящую – инверсную – форму, а во времена стабильности экономики и отсутствия кризиса – нормальная восходящая форма (см. Приложение В).

- Сдвиг кривой бескупонной доходности

Под сдвигом КБД подразумевают смещение линии относительно осей координат. В силу того, что дюрация является неизменным фактором, сдвиг кривой происходит относительно оси ОУ. Движение вверх означает рост ставок, движение вниз – падение.

Если посмотреть на графики кривых бескупонной доходности за разные периоды, то очевидно следующее – сдвиг кривой происходит вверх относительно оси ординат (см. Приложение В, рис. 8).

Так, во время кризиса 2008 года КБД находилась в диапазоне 8,5-9,5%, хотя до кризиса в период стабильного роста национальной экономики положение кривой отмечалось между 5,5% и 7%. Кривая бескупонной доходности сместилась практически на 3 процентных пункта.

Если проанализировать перемещение кривой внутри одного года, в который наступил кризис, то сдвиги также явны. Практически за 12 месяцев до



кризиса 2014 года диапазон КБД составлял 5,5-8%, за 9 месяцев кривая поднялась вверх на 0,5 процентных пункта, а в декабре инверсия кривой находилась в пределах 11-14,5%. Таким образом, когда кризис наступил, КБД была выше на 5,5% (см. Приложение В, рис. 9).

- Поворот и изгиб кривой бескупонной доходности

При стабильном экономическом росте долгосрочные облигации по сравнению с краткосрочными имеют более высокую доходность, что объясняется более высокой рискованностью таких вложений. Когда ситуация меняется и вблизи – наступление кризиса, доходность краткосрочных облигаций растет, а долгосрочных – падает. Это связано с поведением инвесторов, которые начинают постепенно выводить средства из рынка акций и вкладывать их в рынок облигаций. В результате разница между доходностью облигаций названных категорий сводится к минимуму, и впоследствии происходит инверсия кривой доходности.

Поворот кривой бескупонной доходности (спред между доходностью по трехмесячным и десятилетним государственным облигациям) является предвестником кризисной ситуации, так как он заблаговременно предупреждает о фондовом потрясении. Как уже отмечалось, в обычном состоянии кривая доходности должна находиться в положительной зоне. Отрицательные значения говорят о том, что доходность краткосрочных облигаций выше, чем у долгосрочных, и значит, в течение 12-18 месяцев наступит рецессия (данное значение выявлено эмпирическим путем многими исследователями).

Как видно из рис. 10-11 (см. Приложение В), первый раз кривая доходности оказалась в отрицательной зоне в августе 2007 года (на уровне около -1), и практически через 12 месяцев наступил кризис 2008 года – значения кривой достигли своих отрицательных пиков осенью 2008 года, а индекс РТС обрушился более чем в 4 раза.

В последующие года кривая росла вместе с фондовым рынком и экономикой. Но в конце 2012 – начале 2013 гг. значение кривой снова оказалось отрицательным (на уровне около -1), что говорило о скором наступлении

рецессии. Так, в ноябре 2014 года фондовый рынок вновь испытал серьезное потрясение – падение индекса РТС составило более 30%. И как видно по графику, выход из кризиса был довольно продолжительным.

Изгиб КБД представляет собой практически то же самое, что и поворот кривой, поэтому зачастую две этих деформации анализируют в совокупности. В отличие от поворота КБД, отражающего поведение краткосрочных и долгосрочных облигаций, изгиб кривой увязывает среднее значение доходности одно- и десятилетних облигаций с доходностью пятилетних облигаций и представляет собой их разницу [6].

Аналитическое представление изгиба КБД в кризисы 2008 и 2014 гг. имеет подобную интерпретацию – во время экономического потрясения изгиб кривой увеличивается (см. Приложение В, рис. 11).

Таким образом, проведенный анализ позволяет представить некие «границы», полученные на основе индикативных свойств кривой бескупонной доходности (см. табл. 3.1).

Таблица 3.1 – Индикативный интервал наступления кризисных явлений, полученный на основе поведения КБД

Показатель	Основа расчета (интервал)	Индикативный интервал, %
Форма КБД	день	инверсная (изогнутая – «горбатая» – и нисходящая)
Сдвиг КБД	день	рост доходности безрисковых ставок
Поворот КБД	месяц	предупреждающий сигнал (за 12-18 месяцев) – от 0 до -1.
Изгиб КБД	месяц	

Источник: составлено автором.

Выше были представлены индикаторы-предшественники кризиса на фондовом рынке, апробация которых требует серьезных математических расчетов. Но кроме них внимание можно обратить на классические, как уже отмечалось ранее, «поверхностные» показатели, анализ которых способен дополнить предсказательную картину.

#### Динамика цен на золото

Данный актив является стабильным и надежным средством вложения, поэтому в предкризисный период многие участники фондового рынка перенаправляют свои активы в золото, чтобы избежать нарастающих рисков.

В данной работе в качестве индикатора-предшественника фондового кризиса предлагается рассмотреть динамику цен непосредственно на золото, нежели динамику фьючерсных контрактов на тот же актив. Это обуславливается следующим обстоятельством – изменение котировок фьючерсных контрактов может давать ложные сигналы, поскольку данный инструмент больше подвластен влиянию других, сторонних факторов (см. Приложение В, рис. 12).

Если посмотреть на график движения цен золота (см. Приложение В, рис. 13), то сразу станут заметны резкие скачки цены на актив в октябре 2008 года и январе/июне 2014 года. Примерно в это же время отмечается начало существенного снижения значения индекса РТС, что говорит о наступлении кризиса на фондовом рынке.

Проведенный анализ поведения цен на золото в предкризисный и кризисный периоды позволил выявить следующую тенденцию – при повышении котировок более чем на 50% в период менее чем за полгода можно наблюдать наступление кризисной ситуации.

#### Динамика цен на нефть

Как показывает ретроспективный анализ, формированию двух из трех фондовых кризисов поспособствовала отрицательная динамика цен на нефть (см. Приложение Б, табл. 1 и рис. 17). В силу того, что кризис 2014 года в основном был вызван геополитическими факторами, корреляция цен на нефть и индекса ММВБ была отрицательной в 2014-2015 гг. Однако, учитывая, что в отраслевой структуре фондового рынка России до сих пор доминирующее положение занимают нефтегазодобывающие компании (см. Приложение В, рис. 14), колебания цен на нефть оказывают сильное влияние на волатильность отечественного фондового рынка.

По этой причине для оценки современного состояния российского рынка ценных бумаг, а также для прогнозирования возможного наступления кризиса необходимо учитывать данный показатель.

Стоит отметить, что чем больше показателей одновременно соответствуют индикативным уровням, тем правомернее говорить о рисках реализации кризисов на фондовом рынке, вызванных экономическими условиями – всегда остается вероятность возникновения кризиса, обусловленного случайными непредсказуемыми событиями.

Таким образом, для проведения мониторинга современного состояния фондового рынка России в системе индикаторов-предшественников кризису на рынке ценных бумаг будут использованы деформации кривой бескупонной доходности, цены на золото, нефтяные котировки.

### **3.2 Мониторинг современного состояния российского фондового рынка**

Крайний кризис, с которым столкнулся фондовый рынок России, был в 2014 году, и его последствия еще несколько лет ощущались на отечественном рынке ценных бумаг – введение новых антироссийских санкций непосредственно отразилось на коррекции индекса РТС. Поэтому, судя по тому, что докризисный максимум (1366,08 пункта в июне 2014 года) был достигнут лишь спустя ровно пять лет (1380,52 пункта в июне 2019 года), выход из кризиса был достаточно продолжительным.

Впервые за последний период времени (с 2015 года) индекс РТС достиг своего максимума в январе 2020 года – 1646,6 пункта (см. рис. 3.1). Этому поспособствовали рост котировок акций компаний-голубых фишек осенью 2019 года и вполне благоприятная экономическая обстановка в мире. Однако конец этому тренду положили события, коснувшиеся всего земного шара – пандемия коронавируса, очагом распространения которой стала Китайская Народная Республика.

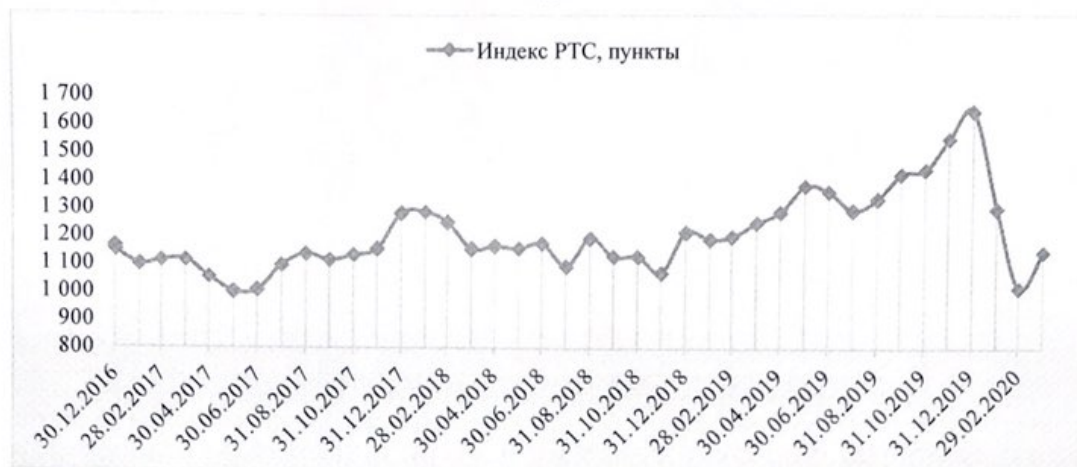


Рисунок 3.1 – Динамика индекса РТС за 2017-2020 гг., ежемесячные данные

Источник: график построен автором на основе данных, предоставленных Московской биржей.

В начале 2020 года на глобальных торговых площадках преобладали позитивные настроения, индексы американского фондового рынка в конце февраля держались у исторических максимумов: распространение COVID-19 не выходило за границы Китая, а внутри страны темпы выявления новых случаев заражения замедлялись.

Однако перед выходными (22-23 февраля) рынки стали корректироваться, а в понедельник резко упали: индекс Dow Jones сократился на максимальные за три года 3,56%, NASDAQ Composite — на 3,71%, S&P 500 — на 3,35%. Просели и другие рынки: индекс развивающихся рынков MSCI Emerging Markets — на 2,7%, индекс развитых рынков Европы MSCI Europe — на 3,6% [51].

Падение фондового рынка в России 25 февраля стало «отложенной реакцией» на произошедший днем ранее обвал мировых площадок из-за новостей о стремительном распространении коронавируса. Как видно по графику, в начале 2020 года индекс РТС значительно сократился и потерял в цене около 35% за один квартал (см. Приложение Г, рис. 1).

Таким образом, в связи с последними глобальными событиями задача данной части работы состоит в необходимости нахождения ответа на вопрос –

является ли «зимний» обвал фондовых рынков, а именно российского, непосредственно фондовым кризисом или это лишь шоковое предупреждение предстоящего потрясения, которое может быть вызван либо продолжением застоя в экономике страны, порожденного введением карантина, либо второй волной пандемии коронавируса в случае отмены «самоизоляционных» мер.

Приступим к апробации введенной ранее системы индикаторов-предшественников фондового кризиса.

#### Кривая бескупонной доходности (КБД)

Как уже отмечалось ранее, выход из кризиса 2014 года был весьма продолжительным по времени, что видно по поведению кривой бескупонной доходности в посткризисный период – доходность трехмесячных облигаций превышала доходность десятилетних облигаций вплоть до марта 2018 года, хотя в это же время у индекса РТС наблюдалась в основном (кроме периодов коррекции) положительная динамика (см. Приложение Г, рис. 1, 2).

В связи с этим предикативные свойства дефектов кривой бескупонной доходности стоит применять, начиная со второго квартала 2018 года.

- Форма кривой бескупонной доходности

Первым дефектом кривой бескупонной доходности было названо изменение ее формы в разные периоды кризисной ситуации. Было выявлено, что при стабильном росте экономики кривая имеет нормальную (восходящую) форму, а во время кризиса – инверсную (обратную) форму.

На графике (см. Приложение Г, рис. 3) представлены ежемесячные данные динамики кривой бескупонной доходности за последние 6 месяцев (ежемесячная динамика КБД за последний год практически ничем не отличается от кривой на 1 декабря 2019 года).

Очевидным становится, что с конца 2019 года кривая бескупонной доходности стремилась к нормальной форме, и в январе-феврале 2020 года КБД достигла идеальной восходящей формы. В апреле 2020 года тенденция продолжилась вместе с ростом доходности облигаций с небольшой дюрацией. Однако в мае КБД вновь «упала» за счет снижения доходности краткосрочных

облигаций. Но примечательным остается тот факт, что за весь этот период положение дальнего хвоста КБД находилось в пределах 6,5-7%.

Во второй же половине мая кривая начала переформирование, похожее на стадию перехода к инверсной форме, которая говорит о наступлении кризисной ситуации на фондовом рынке. Дальний хвост, отражающий доходность долгосрочных облигаций, также сократился и теперь его положение зафиксировано на уровне ниже 6,5%.

Оценив последние данные о форме кривой бескупонной доходности, можно сделать следующий вывод: если у КБД в ближайшее время продолжится тенденция «переворота», и она примет обратную форму, то вблизи наступление фондового кризиса. В настоящий момент можно предположить, что кризис формируется. Но как это бывает, в самый последний момент условия могут измениться, и он может развернуться.

- Сдвиг кривой бескупонной доходности

Согласно проведенному исследованию, в результате которого были выявлены индикаторы-предшественники фондового кризиса, важным показателем стало движение кривой бескупонной доходности относительно оси ординат. Как было выяснено, во время кризиса КБД сдвигается вверх по оси ординат, что говорит о росте ставок облигаций. При том важно отметить, что движение равномерное – поднимается вся линия, а не отдельный ее конец.

Так, анализируя данные последних лет, можно увидеть следующее: после кризиса 2014 года и продолжительного выхода из него, движение кривой имело понижающую тенденцию. В 2018 г., когда состояние кривой нормализовалось (доходность долгосрочных облигаций стала превышать доходность краткосрочных), КБД отметилась на уровне 6,7-8,7% (см. Приложение Г, рис. 4).

В 2019 году кривая находилась практически на том же уровне, что и в 2018 г. Однако в 2020 году понижающий тренд, начатый после кризиса 2014 года, продолжился и за 4,5 месяца кривая бескупонной доходности сдвинулась вниз относительно оси ординат на 2 процентных пункта. Это означает, что

индикатор – сдвиг КБД – на сегодняшний день не предсказывает наступление кризиса на фондовом рынке.

Для проверки данного утверждения рассмотрим данные не в годовом выражении, а в ежемесячном (за последние 6 месяцев, так как с мая по декабрь 2019 года кривая бескупонной доходности практически повторяла положение кривой за декабрь 2019 г.). Как видно по рисунку (см. Приложение Г, рис. 5), после декабря 2019 года доходность КБД снизилась в среднем на 0,5%, что не является предупредительной мерой обвала фондового рынка в феврале 2020 года. Однако в апреле наблюдался скачок кривой вверх на 1 процентный пункт, который являлся весьма непродолжительным, поскольку уже в мае кривая опустилась ниже январско-февральского уровня и 19 числа «просела» до 4,5%.

Поскольку движение кривой относительно оси ординат отрицательное (КБД спускается вниз), данный индикатор не предупреждает о возможном наступлении фондового кризиса в ближайшее время.

- Поворот и изгиб кривой бескупонной доходности

Данные дефекты КБД, по мнению автора, являются самыми сильными индикаторами-предшественниками кризиса на фондовом рынке, поскольку они позволяют заблаговременно предсказать наступление потрясения – за 12-18 месяцев поступает предупредительный сигнал. Рассмотрим поворот и изгиб кривой бескупонной доходности за последние два года.

Как отмечалось ранее и как видно из графика, в июле 2018 года КБД приняла нормальный вид, что означает, что доходность долгосрочных облигаций наконец превысила доходность краткосрочных. В связи с этим дальнейшие отрицательные показатели КБД у данных дефектов можно принимать за предупреждающие сигналы.

Так, после своих максимумов (поворот КБД – 1,38%, изгиб – 0,37%) в августе 2018 года у данных дефектов-индикаторов сложился понижительный тренд, который до весны 2019 года находился все еще в положительной зоне (см. Приложение Г, рис. 6). В апреле 2019 года значение изгиба кривой



бескупонной доходности впервые оказалось отрицательным, и находилось в этой зоне довольно долгий период времени – около 9 месяцев. Данный фактор можно воспринять либо как сигнал, предупреждающий о наступлении кризиса через 12-18 месяцев, либо как уже существующий кризис. Но поскольку значение поворота КБД было отрицательным лишь в одном месяце – июнь 2019 года (-0,08%), мы приходим к выводу, что это предупреждающий сигнал.

Отсюда следует, что наступление нового фондового кризиса предположительно ожидается в конце весны-лета 2020 года, и сейчас происходит его формирование – об этом говорит отрицательная тенденция данных индикаторов с марта 2020 года и значение изгиба кривой бескупонной доходности, равное -0,5075 в мае этого года.

Таким образом, большинство (три из четырех – кроме сдвига КБД) дефектов-индикаторов кривой бескупонной доходности указывают на наступление нового кризиса на фондовом рынке в скором времени. Далее перейдем к дополнительным индикаторам-предшественникам кризиса на рынке ценных бумаг.

#### Динамика цен на золото

Данный индикатор вводился в систему для дополнения предсказательной картины с целью избегания «ложных» сигналов со стороны других индикаторов. Так, на кривую бескупонной доходности достаточно долгий промежуток времени влияние оказывали последствия кризиса 2014 года. Но если обратить внимание на динамику цен на золото, то можно заметить, что у стоимости актива долгий период времени сохранялся размеренный повышательный тренд (см. Приложение Г, рис. 7). И только во второй половине 2019 года стали наблюдаться поступательные движения вверх.

Рассмотрим современное состояние цен на золото. За 2020 год прирост составил почти 40%, что является весьма существенным значением, поскольку такой показатель был достигнут всего за 4 месяца – с 1 января (3031,25 руб.) по 23 апреля 2020 года (4217,37 руб.). Согласно проведенному анализу и построенной системе индикаторов-предшественников, в случае если котировки

золота растут более чем на 50% менее чем за полгода, то впереди ожидается рецессия.

Учитывая нынешний стремительный скачок вверх цен на актив, можно сделать следующий вывод: если повышательный тренд продолжится в ближайшие месяцы резкими темпами и составит больше 50%, то фондовый рынок ждет новый кризис.

#### Динамика цен на нефть

В результате проведенного ранее исследования было выявлено, что между котировками цены на нефть и индексами Московской биржи, отражающими состояние отечественного фондового рынка, существует сильная зависимость. И так как корреляция этих элементов сильная, показатель динамики фьючерса на нефть был добавлен в систему индикаторов-предшественников.

С начала года мировой рынок нефти переживает не самые лучшие времена. На падение спроса из-за пандемии коронавируса и вызванной им рецессии в мировой экономике наложился мартовский провал сделки ОПЕК+ о сокращении добычи нефти [58]. Как следствие, в хранилищах по всему миру скопилось слишком много невостребованного ресурса.

Рассмотрим динамику цен на нефть за последние несколько лет. Как видно из графика, цена на нефть во второй половине 2018 года снизилась практически на 30 долл. за баррель, но это не отразилось на состоянии российского фондового рынка, у которого с начала 2019 года наметилась повышательная тенденция (см. Приложение Г, рис. 8). С января 2019 г. по январь 2020 г. индекс РТС вырос на 57% (1048,71 пункта против 1646,6 пункта), достигнув тем самым своего исторического максимума за последние пять лет. Но наступившая пандемия COVID-19, повлиявшая на мировую экономику, обрушила как фондовый рынок (первая волна падения – в феврале 2020 г. индекс РТС опустился до уровня 1299,69 пункта), так и цены на нефть.

Примечательно, что лишь за одну неделю со 2 по 9 марта падение цены на нефть марки Brent составило 33%, или 17,5 долл. (см. Приложение Г, рис.

9). В этот же период наблюдалась и реакция фондового рынка России – 12 марта значение индекса РТС равнялось 966,4 пункта против 1303,47 пункта 2 марта. Таким образом, десятидневное падение составило 26%.

Данный показатель вводился в систему индикаторов-предшественников фондового кризиса в большей степени для мониторинга современного состояния экономики. И как можно увидеть из графика, уже в мае 2019 года стоимость барреля нефти Brent снижалась. Но представляется невозможным обособленно оценивать этот сигнал как предшествующий «звоночек» кризиса, поскольку показатели корреляции индекса ММВБ и нефти Brent во второй половине 2020 года были минимальными (см. Приложение Г, таблица 1).

В настоящий момент нефтегазодобывающие компании до сих пор занимают доминирующее положение в отраслевой структуре фондового рынка России (ранее об этом говорилось), но на май 2020 года показатель корреляции достаточно низок – в ближайшее время колебания цен на нефть (цена за баррель нефти в этом же месяце скорректировалась и возросла на 10 долл., составив \$36,06 21 мая [60]) не должны оказать сильного влияния на состояние отечественного фондового рынка.

Таблица 3.2 – Результат апробации системы индикаторов-предшественников в современной ситуации

Индикатор	Индикативные границы	Современный показатель	Итог
Форма КБД	инверсная (изогнутая – «горбатая» – и нисходящая)	переходная форма, ближе к инверсной	+
Сдвиг КБД	рост доходности безрисковых ставок	падение доходности безрисковых ставок	-
Поворот КБД	предупреждающий сигнал (за 12-18 месяцев) – от 0 до -1.	сигнал: -0,08 (июнь 2019 г.) наши дни: 0,615 (май 2020 г.)	+
Изгиб КБД	предупреждающий сигнал (за 12-18 месяцев) – от 0 до -1.	сигнал: -0,01 (апрель 2019 г.) наши дни: -0,5075 (май 2020 г.)	+
Золото	рост котировок >50% менее чем за полгода	40% за 4 месяца (тенденция сильная)	+
Нефть	корреляция индекса ММВБ и цены барреля нефти Brent – сильная (>0,5)	слабая – 0,2081 в мае 2020 г.	-

Источник: составлено автором.

Таким образом, больше половины показателей (четыре из шести) моментно соответствуют индикативным уровням, что говорит о высоких

рисках реализации фондового кризиса в ближайшем будущем. Это означает, что последствия продолжающейся рецессии национальной и мировой экономик, а также угроза второй волны пандемии коронавируса в скором времени могут нанести серьезный ущерб российскому фондовому рынку России (предположительно – в четвертый квартал 2020 года).

Кроме того, для составления полноценной картины современного состояния на отечественном фондовом рынке стоит рассмотреть меры государства, которые были предприняты для поддержки рынка ценных бумаг после его «обвала» зимой 2020 года.

Согласно пресс-релизу, выпущенному ЦБ РФ 17 марта 2020 г., мегарегулятор собирается продолжать обеспечивать рынки необходимой рублевой и валютной ликвидностью, а также при необходимости будет использовать регуляторные меры, облегчающие адаптацию финансовых организаций к динамично меняющимся рыночным условиям [42].

Так, Центральный Банк России в апреле этого года ввел меры поддержки и надзорные послабления для профессиональных участников рынка ценных бумаг и торгово-клиринговой инфраструктуры. К названным мерам поддержки относятся:

- в случае если в период с 1 марта 2020 года по 1 января 2021 года брокерами, дилерами, УК и акционерными инвестиционными фондами организатору торговли не была предоставлена информация о внебиржевых сделках, меры воздействия Банка России за данное нарушение приостановлены;
- в случае если брокер нарушил обязанности по расчету показателя краткосрочной ликвидности, а дилеры, брокеры, управляющие и форекс-дилеры нарушили обязанности по расчету показателя достаточности капитала, меры воздействия ЦБ РФ за непредоставление отчетности временно приостановлены;
- временное разрешение малым и средним профучастникам фондового рынка предоставлять ЦБ РФ ежеквартальную, а не ежемесячную отчетность;

- в случае если контролер профучастника фондового рынка не составил руководителю отчет о проверке выявленного нарушения, не подписал формы отчетности, предоставляемые в ЦБ РФ (Указание №5117-У), меры воздействия Банка России за данное нарушение приостановлены;
- в случае если в период с 1 марта 2020 г. по 1 марта 2021 г. организаторы торговли не провели операционный аудит и организаторы торговли, клиринговые организации и репозитарии нарушили сроки проведения испытательных работ программно-технических средств не более чем на шесть месяцев, меры воздействия Банка России за данное нарушение приостановлены.

Кроме того, Банком России оказаны меры поддержки и участникам рынка коллективных инвестиций. В частности, мегарегулятор перенес срок снижения концентрационных лимитов при инвестировании активов пенсионных накоплений НПФ и ПИФ до 1 июля 2021 г., отложил вступление в силу новых требований к размещению средств пенсионных резервов до 1 января 2021 г. и позволил государственной УК (ВЭБ), частным УК ПФР и УК закрытых типов не переоценивать стоимость ценных бумаг в составе соответствующих портфелей до 1 января 2021 г.

Подводя итог, можно сделать следующий вывод: мировые события конца 2019 - начала 2020 гг. оказали серьезное деструктивное влияние на фондовые рынки многих стран, в том числе и на российский. Произошедший зимний «обвал» является качественно новым кризисным потрясением, которое невозможно было заведомо предсказать, основываясь на прошлом опыте. По этой причине мировые фондовые рынки достигали исторических максимумов в конце осени-начале зимы этого года, а многие индикаторы предложенной автором данной работы системы не зафиксировали угроз даже постфактум. Но оценив современное состояние российского фондового рынка, можно прийти к выводу, что впереди возможно наступление кризиса, обладающего схожими с кризисами прошлых лет характеристиками. И согласно проведенному исследованию, это произойдет ближе к концу 2020 года.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Фондовые кризисы являются неотъемлемой частью существования любого рынка ценных бумаг, и их значение невозможно переоценить. Они представляют собой и источник ущерба, и шанс к улучшению существующего строя, и как момент принятия актуально-важных решений. Являясь основой для структурной перестройки устаревших социально-экономических моделей, кризисы адаптируют общество к изменяющимся условиям хозяйствования. В результате они выявляют слабости существующей экономической системы и закладывают фундамент для ее последующего развития на более высоком, качественно новом уровне.

Целью выпускной квалификационной работы являлось изучение сущности кризисных явлений на фондовом рынке в условиях российской экономики. Для достижения поставленной цели был решен ряд задач.

В первой главе был проведен теоретический анализ, с помощью которого было раскрыто понятие «фондового кризиса», была выявлена его сущность и такие формы его проявления как спекулятивная атака, фондовый пузырь и финансовая пирамида.

С помощью ретроспективного анализа кризисных ситуаций на российском фондовом рынке во второй главе были изучены фондовые кризисы 1998, 2008 и 2014 гг., а также была оценена роль государственного регулирования в преодолении их последствий.

Третья глава была посвящена построению системы индикаторов-предшественников нестабильности на фондовом рынке, с помощью которой впоследствии был проведен мониторинг современного состояния российского рынка ценных бумаг.

Проведенное исследование позволяет сделать следующие выводы.

Фондовый кризис представляет собой уникальное явление, которое в каждом новом случае имеет свои особенности, затрудняющие нахождение общих закономерностей его формирования. В связи с этим каждый

исследователь определяет фондовый кризис по-своему, что говорит об отсутствии общепризнанной дефиниции этого явления, которая необходима для обнаружения формирования самого кризиса.

Проанализировав работы отечественных и зарубежных исследователей, было выявлено общее широкое определение кризису на рынке ценных бумаг.

Фондовый кризис – серьезное и комплексное явление, которое в зависимости от обстоятельств и первопричин может сопровождаться как финансовым кризисом в целом, так и являться самостоятельным происшествием.

Далее были выявлены классификационные признаки, в соответствии с которыми фондовые кризисы образуют различные группы. Так, по масштабам проявления выделяют локальный, региональный, международный и мировой кризисы; по страновой принадлежности – кризисы на развитых и развивающихся фондовых рынках; по длительности и глубине – мягкие и жесткие; в связи с циклической динамикой экономического развития – циклический и специфический; по связи с кризисными явлениями в социально-экономической системе – независимый и комплексный; и по связи с критическими потрясениями на других сегментах финансового рынка – фондовый кризис как часть финансового кризиса и самостоятельный кризис.

Но стоит помнить о том, что не все фондовые кризисы похожи друг на друга. И для того, чтобы понять суть кризисной ситуации на фондовом рынке, необходимо обратить внимание на форму ее проявления: спекулятивная атака, фондовый пузырь и финансовая пирамида.

Проведенный ретроспективный анализ кризисных ситуаций на фондовом рынке России подтвердил, что каждый кризис отличался от предыдущего, что выражалась как в первопричинах его формирования, так и в последствиях, которые на долгие годы тормозили развитие финансовой системы страны.

Поскольку влияние серьезных потрясений сильно сказывается на развитии как фондового рынка, так и всей национальной экономики, и восстановление после кризисов начинается практически с нуля, важным представлялось оценить действенность правительственных мер по преодолению последствий

фондового кризиса, которые так же различались в зависимости от характеристик наступившего потрясения.

Так, среди государственных мер поддержки были выявлены остановка торговых сессий на национальных торговых площадках, повышение ключевых ставок ЦБ РФ, наложение ограничений на профессиональных участников фондового рынка, изменение соотношения «кредитного плеча», субсидии Правительства РФ, очистка рынка от недобросовестных и финансово неустойчивых игроков и т.д. Однако, зачастую координация в действиях регуляторов отсутствует, что может привести не к предотвращению кризиса и не к его прекращению, а наоборот, к последующему его усилению и развитию. Но так как фондовый рынок является отражением (зеркалом) экономической ситуации в стране, то чаще всего его восстановление происходит самостоятельно (без особой поддержки государства), но вместе с национальной экономикой.

Тем не менее фондовый кризис для Российской Федерации часто является неожиданным происшествием. Поэтому стояла необходимость в оценке современного состояния российского фондового рынка на наличие факторов, предшествующих наступлению кризиса.

В ходе исследования была построена система индикаторов-предшественников нестабильности на фондовом рынке, в которую вошли деформации кривой бескупонной доходности (форма, сдвиг, поворот и изгиб кривой), динамика цен на золото и нефть. Данные показатели вошли в систему вследствие дачи одинаковых, усредненно схожих результатов, полученных на основе анализа прошлых кризисов на отечественном фондовом рынке. И чем больше индикаторов одновременно будут соответствовать индикативным уровням, тем правомернее будет говорить о рисках реализации фондового кризиса в ближайшем будущем.

Далее была проведена апробация введенной системы индикаторов с целью мониторинга современного состояния фондового рынка России, на который оказали серьезное влияния события конца 2019 – начала 2020 гг. (пандемия COVID-19, соглашение ОПЕК, мировая нестабильность и т.д.). Было



выявлено, что произошедший зимний «обвал» является качественно новым кризисным потрясением, которое невозможно было заведомо предсказать, основываясь на прошлом опыте. Но оценив современное состояние российского фондового рынка, можно прийти к выводу, что впереди возможно наступление кризиса, обладающего схожими с кризисами прошлых лет характеристиками. И согласно проведенному исследованию, это произойдет ближе к концу 2020 года.

Но очевидно следующее – пока на мировых площадках сильны негативные настроения и неопределенность, говорить о полноценной восстановительной динамике национальной экономики и фондового рынка сложно.

**СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ ЛИТЕРАТУРЫ****Нормативно-правовые акты**

1. Федеральный Закон «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 г. №39-ФЗ/ Правовая система КонсультантПлюс — URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_10148/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_10148/)
2. Федеральный Закон «О внесении изменений в УК РФ и статью 151 Уголовно-процессуального кодекса РФ» от 30 марта 2016г. № 78-ФЗ/ Правовая система КонсультантПлюс — URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_10699/f495e538cbd830549504e85df0c84f27001900de/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_10699/f495e538cbd830549504e85df0c84f27001900de/)
3. УК РФ Статья 172.2. Организация деятельности по привлечению денежных средств и (или) иного имущества (введена Федеральным законом от 30.03.2016 № 78-ФЗ)/ Правовая система КонсультантПлюс — URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_10699/f495e538cbd830549504e85df0c84f27001900de/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_10699/f495e538cbd830549504e85df0c84f27001900de/)

**Книги и статьи**

4. Абушахманова Ю. В. Экономический кризис: эволюция, действительность, прогнозы // Молодой ученый. — 2014. — №4. — С. 441-446. — URL: <https://moluch.ru/archive/63/9800/>
5. Аникин А.В. О типологии финансовых кризисов // Вестник Московского университета. сер. 6, Экономика. - 2001. - № 4, с. 43-54
6. Болдырева Н. Б., Парфенов А. А. Система индикаторов кризисных явлений на российском фондовом рынке: динамика и опережающие свойства // Известия Уральского государственного экономического университета. Финансы. 2013. 3 – 4, с. 47-48. — URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/sistema-indikatorov-krizisnyh-yavleniy-na-rossiyskom-fondovom-rynke-dinamika-i-operezhayuschie-svoystva/viewer>
7. Болдырева Н.Б., Горловская И.Г. и др. Исследование финансовых рынков: теория, методология, практика: монография / под науч. ред. Н.Б. Болдыревой, Г.В. Черновой. Тюмень: Изд-во ТюмГУ, 2014. 356 с.

8. Вавулин Д.А. Кризис российского фондового рынка: фундаментальные предпосылки и последствия // Финансы и кредит. 2009. №3 (339). — URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/krizis-rossiyskogo-fondovogo-rynka-fundamentalnye-predposylki-i-posledstviya>
9. Валгуцкова Д. А. Причины образования и схлопывания экономических пузырей // Молодой ученый. — 2020. — №8. — С. 275-277. — URL: <https://moluch.ru/archive/298/67505/>
10. Войтенко Л. В. Ценные бумаги и фондовый рынок. М.: Перспектива, 2014. 280 с.
11. Воробьева И. М., Пономарев А. М. Инвестиционный рынок и его конъюнктура // Молодой ученый. — 2015. — №10. — С. 569-572. — URL: <https://moluch.ru/archive/90/18919/>
12. Гафурова Г.Т. Государственное регулирование рынка ценных бумаг в России в условиях финансового кризиса // Финансы и кредит. 2009. №47 (383). С. 65-72 — URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/gosudarstvennoe-regulirovanie-rynka-tsennyh-bumag-v-rossii-v-usloviyah-finansovogo-krizisa>
13. Гусев М. С., Широков А. А. Два кризиса. Сравнительный анализ событий 1998 и 2008-2009 годов // Проблемы прогнозирования. 2009. №5. — URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/dva-krizisa-sravnitelnyy-analiz-sobytiy-1998-i-2008-2009-godov>
14. Деревщикова Е.О. Финансовый кризис 2014-2015 гг.: последствия и перспективы для России // Международный журнал гуманитарных и естественных наук. 2016. №1. — URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/finansovyy-krizis-2014-2015-gg-posledstviya-i-perspektivy-dlya-rossii>
15. Дорофеев М.Л., Самарский Г.В. Моделирование процессов финансовых «Пузырей» на российском фондовом рынке // Финансы и кредит. 2016. №15 (687). — URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/modelirovanie-protsessov-finansovyh-puzyrey-na-rossiyskom-fondovom-rynke>

16. Евстратов А. Д. Правовая и экономическая сущность бирж // Молодой ученый. — 2017. — №15. — С. 381-383. — URL <https://moluch.ru/archive/149/42142/>
17. Ендовицкий Д.А. Антикризисная программа Правительства РФ: факторы кризиса и реальная эффективность // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2009. №4. С. 8-14 — URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/antikrizisnaya-programma-pravitelstva-rf-factory-krizisa-i-realnaya-effektivnost>
18. Замираев Б., Киюцевская А., Назарова А., Суханов Е. Экономические итоги 2008 года: конец «тучных» лет. Вопросы экономики. 2009. № 3. С.4-25. — URL: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2009-3-4-25>
19. Лялин В. А. Кризисные этапы и современные проблемы развития российского фондового рынка // ПСЭ. 2010. №3. — URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/krizisnye-etapy-i-sovremennye-problemy-razvitiya-rossiyskogo-fondovogo-rynka>
20. Миркин Я.М. Национальный доклад: Риски финансового кризиса в России: факторы, сценарии и политика противодействия - М.: Финакадемия, 2008. 148 с.
21. Миркин Я.М. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. - М.: Альпина Паблшер, 2002.
22. Миркин Я.М. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски. - М.: GELEOS Publishing House; Кэпитал Трейд Компани, 2011. – с. 207 – 246.
23. Миркин Я.М. Финансовый конструктивизм / Я.М. Миркин. — М.: Лингва-Ф, 2014 — 360 с. — URL: <http://elib.fa.ru/fbook/mirkin.pdf/view>
24. Нетунаев Е. Б. Причины формирования финансовых пузырей и методы борьбы с ними на развивающихся фондовых рынках // Вестник Санкт-Петербургского университета. Менеджмент. 2018. №3. — URL:

<https://cyberleninka.ru/article/n/prichiny-formirovaniya-finansovyh-puzyrey-i-metody-borby-s-nimi-na-razvivayuschihsy-fondovyh-rynkah>

25. Парфенов А. А. P/E как индикативный показатель кризисных явлений на российском фондовом рынке // Вестник Тюменского государственного университета. Экономика. 2012. №11, с. 111. — URL: [https://vestnik.utmn.ru/upload/iblock/526/14\\_Parfenov\\_No11\\_ekonomika\\_2012-14.pdf](https://vestnik.utmn.ru/upload/iblock/526/14_Parfenov_No11_ekonomika_2012-14.pdf)

26. Политическое измерение мировых финансовых кризисов. Феноменология, теория, устранение. Коллективная монография под общ. ред. С.С. Сулакшина. М.: Научный эксперт, 2012 – 632 с.

27. Чайка А. А., Голяшина Е. А. Регулирование фондового рынка в условиях финансового кризиса // Молодой ученый. — 2015. — №10. — С. 837-840. — URL: <https://moluch.ru/archive/90/19056/>

28. Чиркова Е. Являлось и падение фондового рынка в 2008 году коррекцией пузыря? // Экономическая политика. М.: - РАНХиГС и ИЭП им. Е. Т. Гайдара, 2014, 205 с. — URL: <https://publications.hse.ru/mirror/pubs/share/folder/xaa6y8rcf0/direct/144988555>

29. Чуманская О. А. Финансиализация глобальной экономики и её последствия для России // Молодой ученый. — 2015. — №19. — С. 437-442. — URL <https://moluch.ru/archive/99/22147/>

#### **Авторефераты и диссертации**

30. Бозина А. Н. Прогнозирование конъюнктуры развивающихся фондовых рынков на основе поведенческой модели фондового пузыря. Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук. М.: – Московский государственный университет им. М. В. Ломоносова, 2015. 121 с. — URL: <https://istina.msu.ru/dissertations/12689787/>

31. Миркин Я. М. Российский рынок ценных бумаг: влияние фундаментальных факторов, приоритеты и механизм развития. Диссертация на соискание ученой степени доктора экономических наук. М.: – Финансовая академия при Правительстве РФ, 2003. 583 с. — URL: [http://www.mirkin.ru/\\_docs/doctor003.pdf](http://www.mirkin.ru/_docs/doctor003.pdf)

32. Нетунаев Е. Б. Условия и механизмы возникновения «финансовых пузырей» на развивающихся фондовых рынках. Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук. М.: – Московский государственный университет им. М. В. Ломоносова, 2018. 207 с. — URL: <https://istina.msu.ru/dissertations/155596898/>

33. Станик Н. А. Кризисы на рынке ценных бумаг: характерные черты и методы ранней идентификации. Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук. М.: – Финансовый университет, 2013. 333 с. / Финансовая библиотека Миркин.ру — URL: <http://www.mirkin.ru/docs/dissert100.pdf>

#### **Литература на иностранных языках**

34. Basanta, E.P. Thapa Is the Subprime Crisis Unique? // Westfalische WilhelmsUniversitat Munster. 2008. P. 33.

35. Claessens, Stijn; Kose, M. Financial Crises: Explanations, Types and Implications, IMF report, 2013. — URL: <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=40283.0>

36. T. Markwat, E. Kole, D. Van Dijk //Contagion as Domino Effect in Global Stock Markets Econometric Institute, Erasmus University Rotterdam, April 3, 2009.

#### **Иные источники информации**

37. Официальный сайт Центрального Банка России: Годовой отчет ФКЦБ России за 1998 год. URL: [http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/fkcb\\_ffms/catalog.asp@ob\\_no=1982.html](http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/fkcb_ffms/catalog.asp@ob_no=1982.html) (дата обращения: 27.04.2020).

38. Официальный сайт Центрального Банка России: Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на период 2019-2021 гг. URL: [http://www.cbr.ru/content/document/file/71220/main\\_directions.pdf](http://www.cbr.ru/content/document/file/71220/main_directions.pdf) (дата обращения: 28.04.2020).

39. Официальный сайт Центрального Банка России: Установлены факты манипулирования рынками ряда ценных бумаг. URL: [https://www.cbr.ru/inside/inside\\_detect/#y2019](https://www.cbr.ru/inside/inside_detect/#y2019) (дата обращения: 01.04.2020).
40. Официальный сайт Центрального Банка России: Динамика официального курса заданной валюты. URL: [https://www.cbr.ru/currency\\_base/dynamics/?UniDbQuery.Posted=True&UniDbQuery.mode=1&UniDbQuery.date\\_req1=&UniDbQuery.date\\_req2=&UniDbQuery.VAL\\_NM\\_RQ=R01235&UniDbQuery.From=01.01.2010&UniDbQuery.To=18.04.2020](https://www.cbr.ru/currency_base/dynamics/?UniDbQuery.Posted=True&UniDbQuery.mode=1&UniDbQuery.date_req1=&UniDbQuery.date_req2=&UniDbQuery.VAL_NM_RQ=R01235&UniDbQuery.From=01.01.2010&UniDbQuery.To=18.04.2020) (дата обращения: 30.03.2020)
41. Официальный сайт Центрального Банка России: Ключевая ставка Банка России. URL: [https://www.cbr.ru/hd\\_base/KeyRate/](https://www.cbr.ru/hd_base/KeyRate/) (дата обращения: 24.03.2020)
42. Официальный сайт Центрального Банка России: Пресс-релиз от 17 марта 2020 года «О мерах по обеспечению устойчивости экономического развития». URL: [https://cbr.ru/press/pr/?file=17032020\\_090000dkp2020-03-17T08\\_57\\_06.htm](https://cbr.ru/press/pr/?file=17032020_090000dkp2020-03-17T08_57_06.htm) (дата обращения: 21.05.2020)
43. Официальный сайт Центрального Банка России: Финансовая пирамида. URL: [http://www.cbr.ru/finmarkets/files/protection/booklet\\_200516.pdf](http://www.cbr.ru/finmarkets/files/protection/booklet_200516.pdf) (дата обращения: 01.04.2020).
44. Официальный сайт Московской Биржи: Статистика объемов торгов Московская биржа. URL: <https://www.moex.com/ru/ir/interactive-analysis.aspx> (дата обращения: 26.03.2020).
45. Официальный сайт Московской Биржи: Индекс МосБиржи и индекс РТС. URL: <https://www.moex.com/ru/index/RTSI> (дата обращения: 24.03.2020)
46. Официальный сайт Московской Биржи: Рыночная капитализация. URL: <https://www.moex.com/s26> (дата обращения: 01.04.2020)
47. Официальный сайт Московской Биржи: Кривая бескупонной доходности. URL: <https://www.moex.com/ru/marketdata/indices/state/yieldcurve/> (дата обращения: 02.05.2020)

48. Официальный сайт Министерства Финансов РФ: Краткая информация об исполнении федерального бюджета. URL: [https://www.minfin.ru/ru/statistics/fedbud/execute/?id\\_65=80041-vezhegodnaya\\_informatsiya\\_ob\\_ispolnenii\\_federalnogo\\_byudzhetadannye\\_s\\_1\\_yanvarya\\_2006\\_g](https://www.minfin.ru/ru/statistics/fedbud/execute/?id_65=80041-vezhegodnaya_informatsiya_ob_ispolnenii_federalnogo_byudzhetadannye_s_1_yanvarya_2006_g). (дата обращения: 01.04.2020)
49. Официальный сайт Федеральной службы государственной статистики: Национальные счета. URL: <https://www.gks.ru/accounts> (дата обращения: 16.04.2020)
50. Информационное агентство РБК: ЦБ РФ описал 5 основных видов «финансовых пирамид». URL: <https://www.rbc.ru/rbcfree-news/552ccca59a7947e9b5a88361> (дата обращения: 01.04.2020).
51. Информационное агентство РБК: Падение акций из-за коронавируса стало рекордным с «черного понедельника». URL: <https://www.rbc.ru/finances/25/02/2020/5e5524a29a79471dfe05ed1f> (дата обращения: 11.05.2020).
52. Официальный сайт Федеральной резервной службы США: Finance and Economics Discussion Series (FEDS). URL: <https://www.federalreserve.gov/econres/feds/index.htm> (дата обращения: 16.04.2020).
53. Информационно-новостное агентство «РИА Новости»: История мировых экономических кризисов. URL: <https://ria.ru/20080917/151357556.html> (дата обращения: 24.03.2020)
54. Информационно-новостное агентство «РИА Новости»: Дефолт 1998 года в России. URL: <https://ria.ru/20160817/1474457625.html> (дата обращения: 01.04.2020).
55. Информационно-новостное агентство «РИА Новости»: Антикризисные меры правительства России 2008-09 гг. Справка. URL: <https://ria.ru/20090914/185012904.html> (дата обращения: 28.04.2020).
56. Газета «Деловой Петербург»: Центробанк предупреждает о росте количества финансовых пирамид. URL: [https://www.dp.ru/a/2015/02/10/mmm\\_strikes\\_back](https://www.dp.ru/a/2015/02/10/mmm_strikes_back) (дата обращения: 01.04.2020).



57. Ежедневная деловая газета «Ведомости»: ЦБ повысил ключевую ставку до 17% годовых. URL: <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2014/12/16/o-klyuchevoj-stavke-banka-rossii-i-drugih-merah-banka-rossii> (дата обращения: 30.04.2020)
58. Ежедневная деловая газета «Ведомости»: Россия и Саудовская Аравия спровоцировали обвал цен на нефть. URL: <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2020/03/09/824766-rossiya-araviya> (дата обращения: 12.05.2020).
59. Финансовый супермаркет Banki.ru: Валютный коридор. URL: [https://www.banki.ru/wikibank/valyutnyiy\\_koridor/](https://www.banki.ru/wikibank/valyutnyiy_koridor/) (дата обращения: 01.04.2020).
60. Глобальный финансовый интернет-портал Investing.com: Фьючерс на нефть Brent. URL: <https://ru.investing.com/commodities/brent-oil> (дата обращения: 21.05.2020)
61. Глобальный финансовый интернет-портал Investing.com: Nasdaq 100. URL: <https://ru.investing.com/indices/nq-100> (дата обращения: 01.04.2020)
62. Глобальный финансовый интернет-портал Investing.com: Индекс РТС. URL: <https://ru.investing.com/indices/rtsi> (дата обращения: 01.04.2020)
63. Глобальный финансовый интернет-портал Investing.com: Россия – Государственные облигации. URL: <https://ru.investing.com/rates-bonds/russia-government-bonds> (дата обращения: 02.05.2020)
64. Глобальный финансовый интернет-портал Investing.com: Фьючерс на золото. URL: <https://ru.investing.com/commodities/gold> (дата обращения: 07.05.2020)
65. Независимый источник информации по инструментам частных инвестиций в России Investfunds.ru: Золото (руб./гр., Банк России). URL: <https://investfunds.ru/indexes/224/> (дата обращения: 07.05.2020)
66. Независимый провайдер исследовательских данных для институциональных инвесторов MSCI: MSCI Emerging Markets Index (USD). URL:

<https://www.msci.com/documents/10199/c0db0a48-01f2-4ba9-ad01-226fd5678111> (дата обращения: 01.04.2020)

67. Официальный сайт инвестиционной компании Research Affiliates: Broad Asset Class Expected Returns. URL: <https://interactive.researchaffiliates.com/asset-allocation/#!/?currency=USD&group=all&model=ER&models=ER&scale=LINEAR&terms=REAL> (дата обращения: 02.05.2020)

68. Академик. Словари и энциклопедии на Академике: Финансовый пузырь. URL: [https://investments.academic.ru/1504/%D0%A4%D0%B8%D0%BD%D0%B0%D0%BD%D1%81%D0%BE%D0%B2%D1%8B%D0%B9\\_%D0%BF%D1%83%D0%B7%D1%8B%D1%80%D1%8C](https://investments.academic.ru/1504/%D0%A4%D0%B8%D0%BD%D0%B0%D0%BD%D1%81%D0%BE%D0%B2%D1%8B%D0%B9_%D0%BF%D1%83%D0%B7%D1%8B%D1%80%D1%8C) (дата обращения: 01.04.2020).

69. Общедоступная универсальная интернет-энциклопедия Википедия: Обвал фондового рынка 2020 года. URL: <https://en.wikipedia.org/> (дата обращения: 24.03.2020).

70. Общедоступная универсальная интернет-энциклопедия Википедия: Валютный кризис в России (2014-2015 гг.). URL: <https://en.wikipedia.org/> (дата обращения: 30.04.2020).

## **ПРИЛОЖЕНИЯ**

## Приложение А

Таблица 1 – Характерные различия циклических и специфических фондовых кризисов

Циклический кризис	Специфический кризис
Основной характерной чертой является нестабильность на финансовых рынках, выражающаяся в снижении стоимости основных активов. Как следствие – массовое банкротство субъектов фондового рынка. Источник циклического кризиса на фондовом рынке – спад в циклическом развитии экономики, что объясняется взаимозависимостью различных секторов экономики и фондового рынка.	Нециклический кризис способен возникнуть и в условиях отсутствия циклического кризиса – они не взаимосвязаны. Поэтому специфический кризис может существовать обособленно и самостоятельно. Однако несмотря на силу, глубину и остроту таких кризисов, они не способны нарушить ход текущего (основного) экономического цикла и не в силах подорвать фазу подъема национальной экономики. Основанием возникновения специфических кризисов являются исключительно финансовые факторы и процессы.

Источник: составлено автором.

Таблица 2 – Причины возникновения кризисов на фондовых рынках

Кризис на фондовом рынке	Причина
Фондовый крах в США, 1869г.	Спекуляции с золотом
Кризис 1873 г. (Австрия, Германия, Англия, США) – крах фондовых рынков в Вене, Цюрихе, Амстердаме	Кредитный подъем в Латинской Америке, спекулятивная атака на рынках Германии и Австрии
Фондовый крах во Франции, 1889г.	Спекуляции с медью
Кризисы 1901 и 1907 годов (США, Европа)	Политические события: убийство президента США Мак-Кинли в 1901г., государственная политика Т. Рузвельта в 1907г.
Фондовые крахи в России и Японии, 1904г.	Русско-Японская война
Кризис 1914 года (США, Англия, Франция, Германия)	Первая мировая война
Кризис 1920-1922 годов (США, Дания, Италия, Финляндия, Голландия, Норвегия, Великобритания)	Послевоенная дефляция, рецессия в США, банковские и валютные кризисы в ряде стран
Биржевой крах 1929 года и Великая Депрессия 1929-1933 гг.	Крах спекулятивного пузыря
Обвал Wall Street 1937-1938гг	Рецессия во время Великой депрессии, политика «Нового курса» Ф. Рузвельта
Кризис октября 1987г., США	Программный трейдинг
Обвал Токийского фондового рынка и рынка облигаций США в 1990 году	Крах финансового пузыря на Японском фондовом рынке и последующий дефляционный кризис
Краш азиатского фондового рынка в 1997 году	Девальвация национальных валют стран Азии
Дефолт в России в 1998г.	Государственный долг РФ, пирамида ГКО, падение мировых цен на сырье

Продолжение таблицы 2

Крах «доткомов» на американской бирже NASDAQ в 2000 году	Крах технологического пузыря доткомов
Мировой финансовый кризис 2008-2009гг.	Ипотечный кризис США, банкротство одного из крупнейших инвестиционных банков США Lehman Brothers
Кризис в России 2014-2015гг.	Последствия внешней политики (ужесточение санкций против РФ, присоединение Республики Крым к РФ)

Источник: составлено автором.

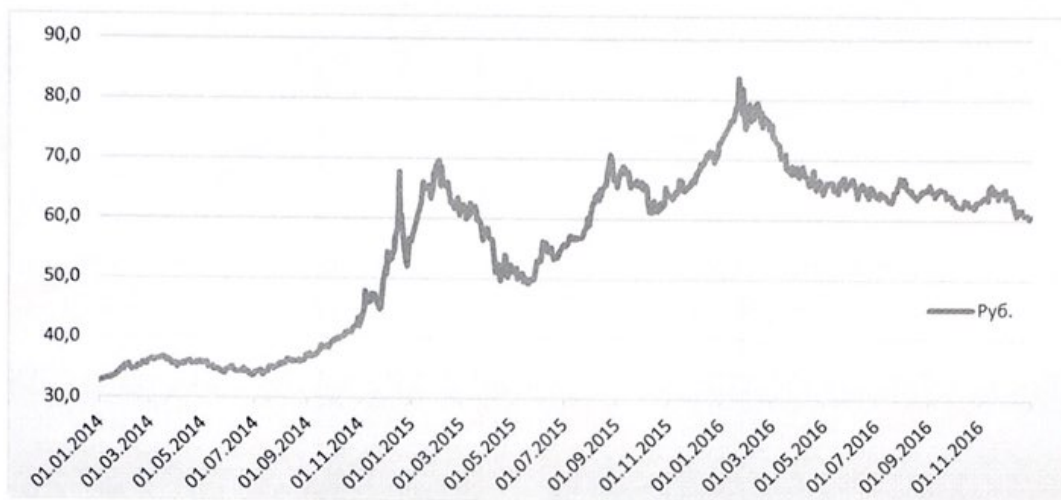


Рисунок 1 – Динамика курса доллара за период 2014-2016 гг., руб.

Источник: график построен автором на основе данных, предоставленных Центробанком РФ.

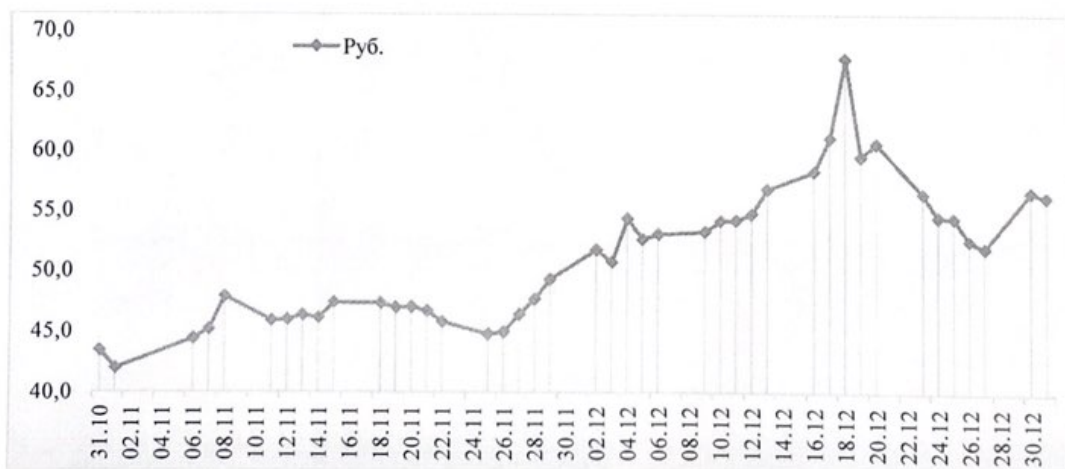


Рисунок 2 – Динамика курса доллара за ноябрь-декабрь 2014 г., руб.

Источник: см. выше.

Таблица 3 – Факты манипулирования фондовым рынком ряда эмитентов

Факт манипулирования	Наименование организации
манипулирование рынком паев ЗПИФ смешанных инвестиций «Возрождение Абхазии» под управлением ООО «Управляющая компания «АГАНА»	ЗАО «ГАММА», ЗАО «РЕСПУБЛИКАНСКАЯ ИНТЕРНЕТ-БИРЖА», ООО «АГРА», ЗАО «РАФТ», ООО «СТРАТЕГИЯ И ЛИДЕРСТВО»
манипулирование рынком облигаций ПАО «Приам» серии 01	ЗАО «РТК» (являлось также клиентом иного брокера), ООО «АГРА», АО «ТЕХПРОМ СТК», ЗАО «ГАММА», ПАО «ИФК «СОЮЗ»
манипулирование рынком облигаций ПАО «Веста» серии 01	ЗАО «ГАММА», ООО «АГРА», ПАО «ВЕСТА», ЗАО «РАФТ», ЗАО «РТК», ПАО «ИФК «СОЮЗ»
манипулирование рынком акций ПАО «Мосэнергосбыт»	сделка с акциями ПАО «Мосэнергосбыт» (в настоящее время — АО «Мосэнергосбыт») на организованных торгах между ПАО «ИФК «СОЮЗ» и ООО «АГРА»
манипулирование рынком акций 14 эмитентов	сотрудники ЗАО «Лидер» Силуянов А. С. и Чвиров А. Г. осуществляли функции по управлению активами клиентов ЗАО «Лидер», а также активами клиента ООО «Управляющая компания «Северянка»

Источник: составлено автором на основе данных, предоставленных Центробанком РФ.

Таблица 4 – Факторы-причины формирования пузырей на фондовом рынке

Причина 1. Динамика макро- и микроэкономических показателей
<p>Определение возможности компаний-эмитентов вести деятельность на фондовом рынке и оценивание устойчивости их развития. Данный фактор обращает внимание на то, что в условиях рецессии или стагнации экономики вероятность наступления фондового кризиса ничтожно мала. Ряд исследователей полагает, что такие кризисные явления возникают лишь в результате увеличения темпов роста как экономики в целом, так и отдельных ее отраслей. А, как известно, экономический подъем ведет к росту фундаментальной стоимости компаний-эмитентов, что в случае формирования фондового пузыря может привести инвесторов к ложным выводам при прогнозировании перспектив роста компании. Обычно, для оценки экономической ситуации анализируют такие макроэкономические показатели, как темпы роста ВВП и инфляции. Например, сильная положительная динамика темпов роста ВВП оптимистично настраивает инвесторов относительно ожидаемых доходов компаний в будущем. И как показывает исследование Нетунаева Е. Б., во время формирования пузырей на фондовом рынке темпы роста ВВП были значительно выше, чем при нормальных условиях (остальное время), а уровень инфляции, наоборот, ниже.</p>
Причина 2. Доступность заемных средств
<p>Вследствие мягкой денежно-кредитной политики (низкий уровень процентных ставок) происходит увеличение активности на рынке кредитования, что приводит к изменениям фундаментальной стоимости компаний-эмитентов и позволяет инвесторам привлекать дополнительные средства для приобретения активов. Это ведет к росту ликвидности на фондовом рынке и создает условия для образования фондового пузыря. Несмотря на то, что ряд ученых-экономистов принимают данную причину формирования пузыря на</p>

Продолжение таблицы 4

рынке ценных бумаг как основополагающую, некоторые исследователи отмечают, что данный фактор связан скорее не с вероятностью возникновения кризисной ситуации на фондовом рынке, а с оптимизмом инвесторов относительно иных рынков (например, рынка недвижимости). Иными словами, активность на рынке кредитования может повлиять и на другие рынки, помимо фондового.

Причина 3. Динамика международных финансовых рынков

Существует возможность наступления «эпидемии» фондовых пузырей, которая обуславливается линией поведения международных инвесторов (принятая ими стратегия в *процессе стадии формирования пузыря* может привести к заражению других рынков. Первая стратегия заключается в стараниях инвестора сохранить изначальную структуру портфеля. Если в результате повышения котировок на одном рынке доля каких-то активов превысит допустимый уровень, то у инвестора возникнет необходимость в поддержании нужной структуры портфеля. Единственным разумным выходом для него будет являться перераспределение доходов с одного рынка на другой, результатом чего станет увеличение спроса на «заражаемом» рынке ценных бумаг и возникновение нового пузыря. Вторая стратегия – появление ожиданий развития рынков на основе инцидентов на других рынках. Примером может являться государственная политика в отношении фондовых рынков. Если в одной стране на законодательном уровне ужесточились меры, связанные с движением капитала, то для инвесторов фондовый рынок данной страны перестанет быть привлекательным – они станут перераспределять свои средства на рынки других стран, «заражая» их. Тем самым повысится вероятность образования пузыря на иных фондовых рынках. Такая же логика работает и в случаях либерализации фондового законодательства – либеральные реформы могут привести к эскалации фундаментальной стоимости активов, что привлечет новых международных инвесторов, результатом чего может являться возникновение фондового пузыря [32].

Источник: составлено автором.

Таблица 5 – Этапы жизненного цикла пузыря на фондовом рынке

Название фазы	Характеристика фазы (этапа)
Зарождение (первоначальный сдвиг)	Проявляется как шок, возникающий в результате какого-то значимого события (изменения в экономической политике, появление новых технологий, инновационные преобразования), и приводит к формированию позитивных ожиданий у инвесторов относительно возможностей увеличения прибыли. Но несмотря на отсутствие на этом этапе фундаментальных предпосылок позитивной динамики стоимости актива, цены на него слабо, но устойчиво растут вместе с увеличением спроса. По данным исследований, рост цены актива в этой фазе составляет не более 15% от долгосрочного тренда (перспектива в 10 лет) [30].

Продолжение таблицы 5

Надувание (ажитаж, бум, эйфория)	Темп роста цены умеренно увеличивается до «взрывного», как и привлекаемые инвестиции, что приводит к увеличению объемов торговли и к росту кредитования (отечественного и зарубежного). Наблюдается низкая волатильность доходности, а цена актива начинает превышать долгосрочный тренд более чем на 15%. Инвесторы также настроены оптимистично. Начало тенденции замедления стоимости актива говорит о наступлении конца «надувания» пузыря.
Пик (дистресс, полученные прибыли)	Фаза, описывающая «верхушку» фондового пузыря – временного периода от начала замедления роста цен до наступления ее стабильного спада. Аккуратные инвесторы начинают сомневаться в дальнейшем ценовом потенциале актива и приступают к его продаже.
Схлопывание (паника, крах)	Фаза начинается в момент отхождения цены от пикового значения пузыря до уровня долгосрочного тренда или же до фундаментального значения стоимости актива. Характеризуется резким увеличением числа инвесторов, желающих продать актив, снижением инвестиционной активности и уровня ВВП
Последствия	Наступает, когда стоимость актива становится ниже первоначального уровня и уровня долгосрочного тренда. Фаза заканчивается, когда цена актива корректируется до значений долгосрочного тренда.

Источник: составлено автором.



Рисунок 3 – Фазы жизненного цикла пузыря на фондовом рынке, индекс Нью-Йоркской фондовой биржи Nasdaq-100, 1996-2003 гг.

Источник: график построен автором на основе данных, предоставленных глобальным финансовым порталом Investing.com.



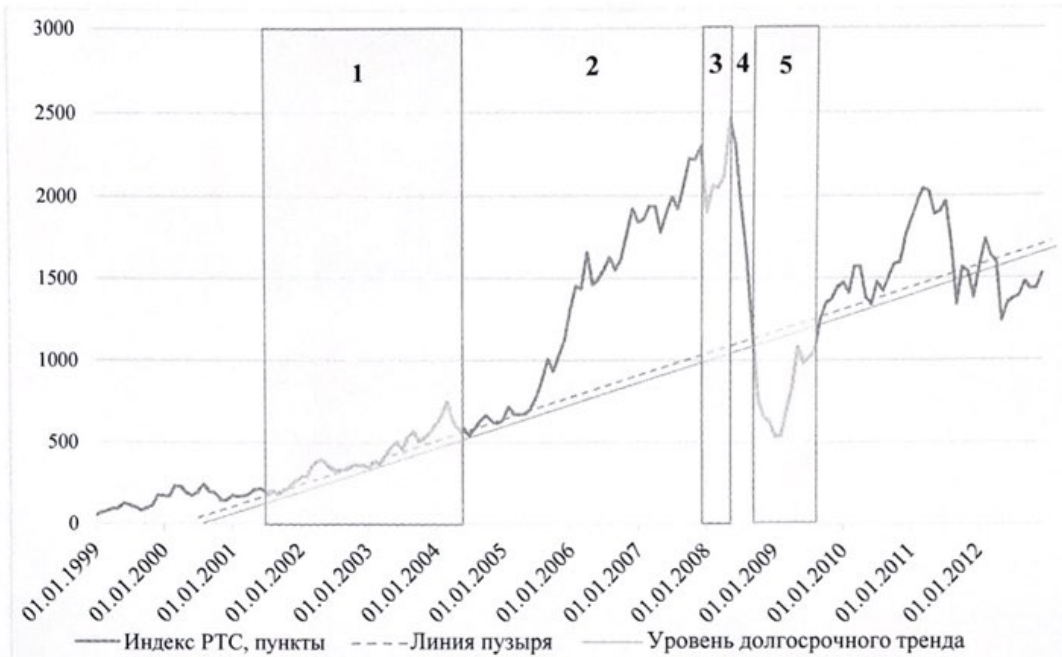


Рисунок 4 – Фазы жизненного цикла пузыря на российском фондовом рынке, индекс РТС, 1999-2012 гг.

Источник: график построен автором на основе данных, предоставленных глобальным финансовым порталом Investing.com.

Примечание: Нумерация фаз: 1 – зарождение, 2 – надувание, 3 – пик, 4 – схлопывание, 5 – последствия.



Рисунок 5 – Количество финансовых пирамид в России, 2013-2019 гг.

Источник: рисунок составлен автором на основе данных, предоставленных Центробанком РФ.

Приложение Б

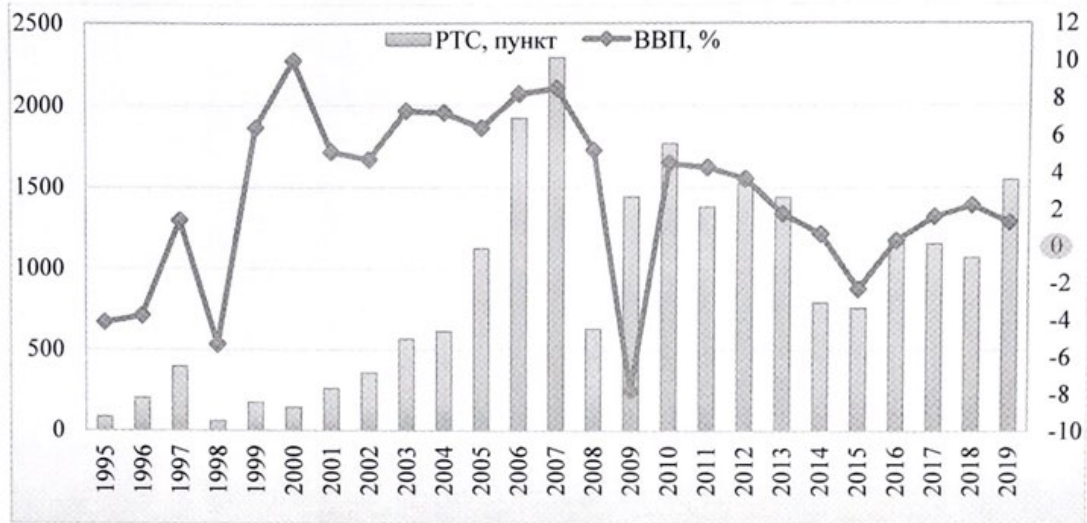


Рисунок 1 – Динамика индекса РТС и ВВП за период 1995-2019 гг.

Источник: составлено автором.



Рисунок 2 – Динамика индекса РТС за период 1997-1998 гг.

Источник: график построен автором на основе данных, предоставленных Московской биржей.

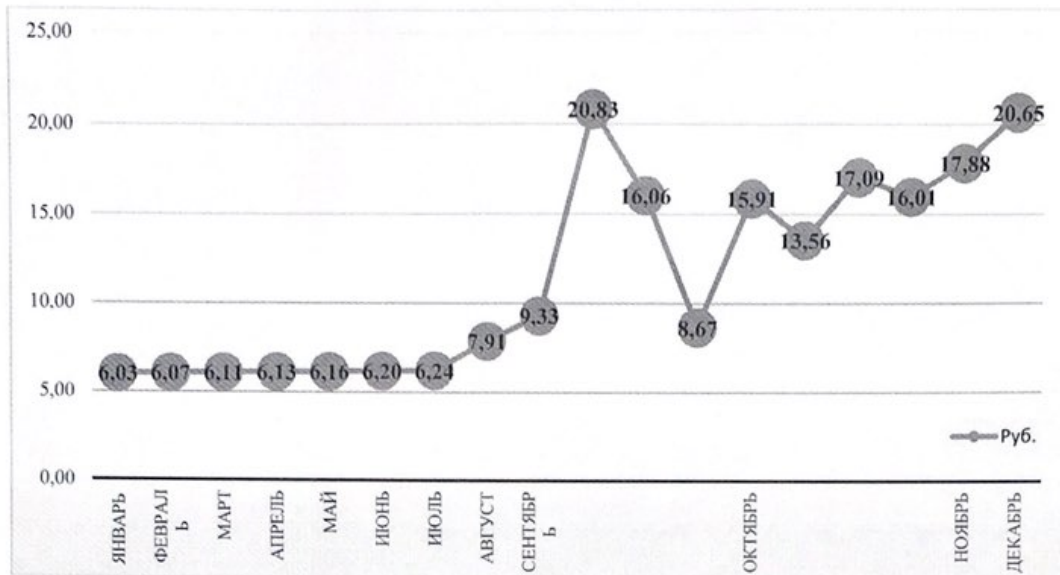


Рисунок 3 – Динамика курса доллара за 1998 гг.

Источник: график построен автором на основе данных, предоставленных Центробанком РФ.

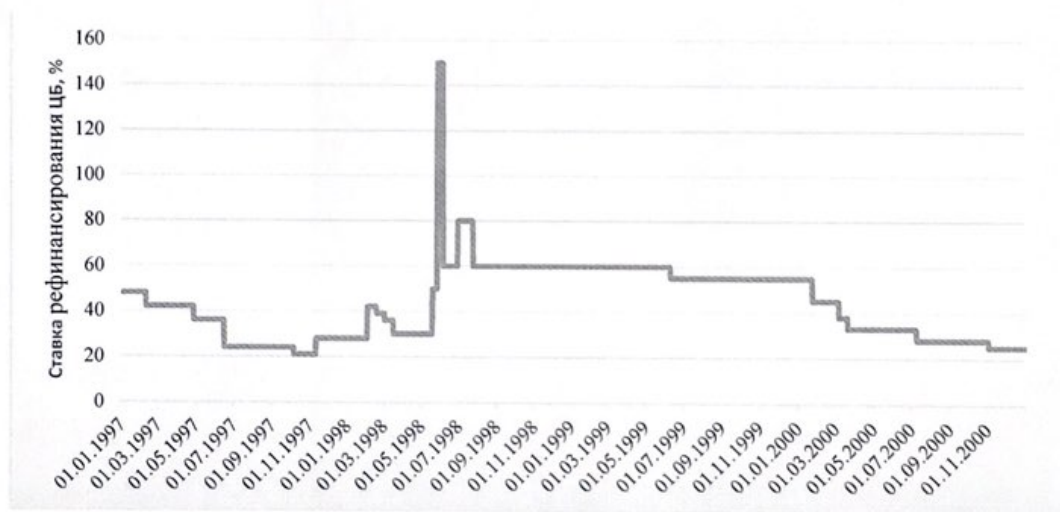


Рисунок 4 – Динамика ключевой ставки Банка России за период 1997-2000 гг.

Источник: график построен автором на основе данных, предоставленных Центробанком РФ.

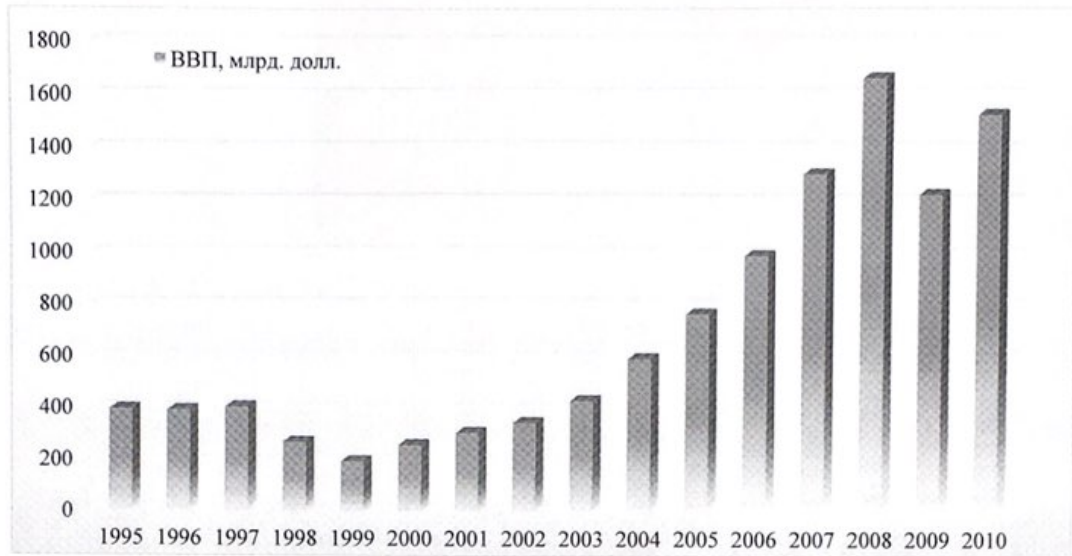


Рисунок 5 – Динамика ВВП России, 1998-2010 гг.

Источник: составлено автором.

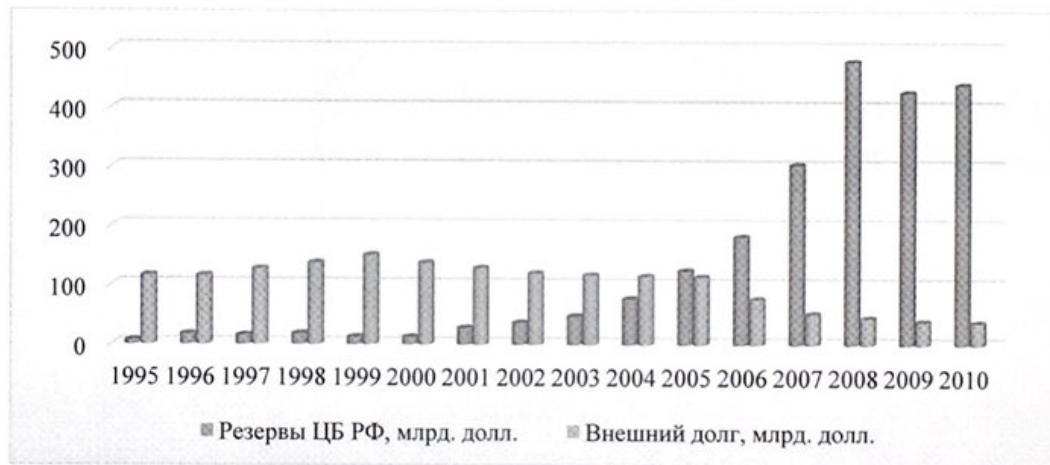


Рисунок 6 – Золотовалютные резервы ЦБ РФ, 1994-2010 гг.

Источник: составлено автором.

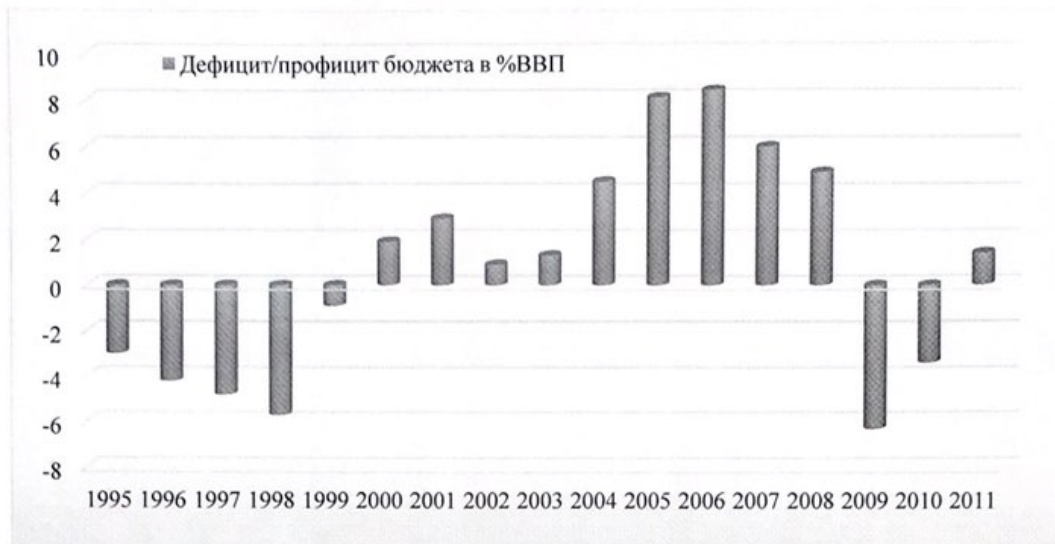


Рисунок 7. Профицит федерального бюджета России, 1995-2018 гг. (%ВВП)

Источник: график построен автором на основе данных, предоставленных Министерства финансов РФ.

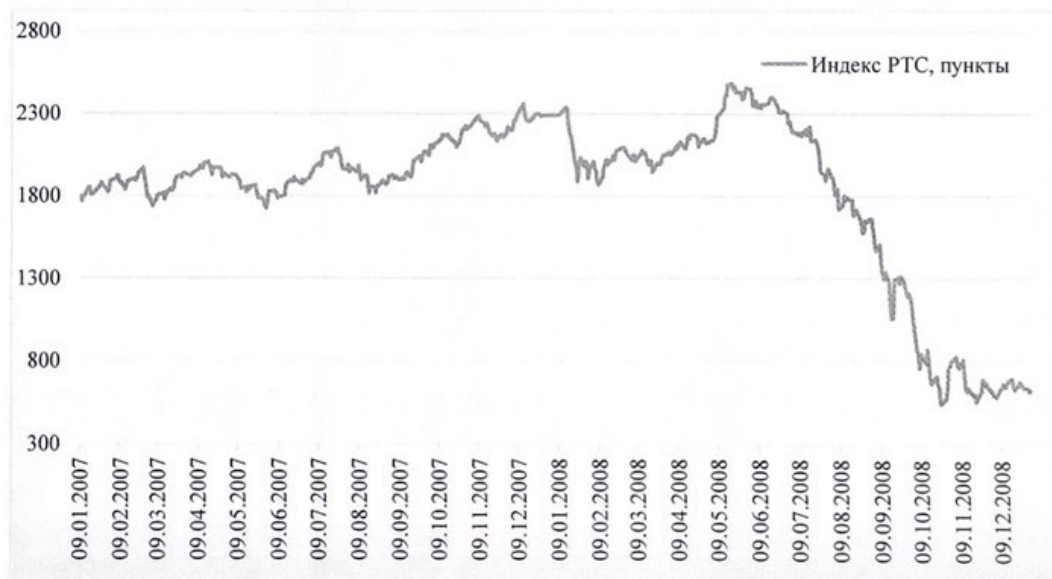


Рисунок 8 – Динамика индекса РТС 2007-2008 гг.

Источник: график построен автором на основе данных, предоставленных Московской биржей.

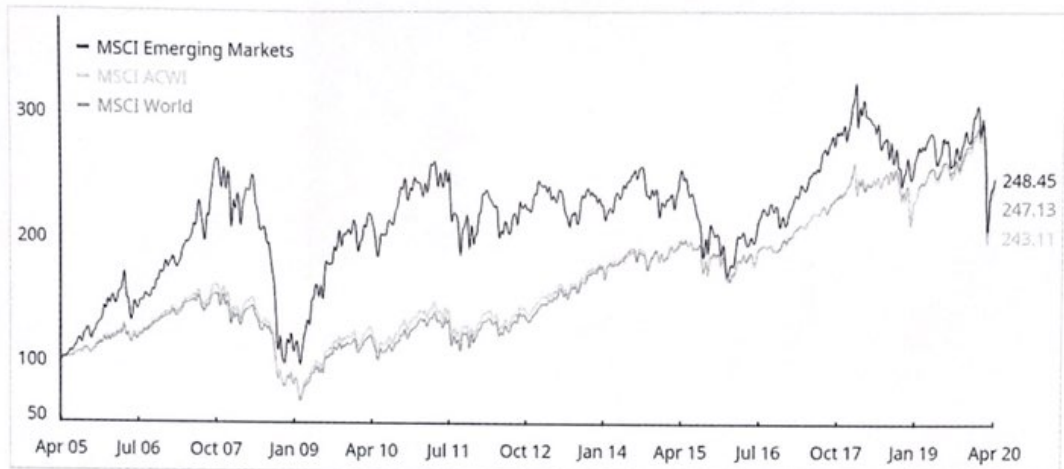


Рисунок 9 – Сводная динамика индексов MSCI мира и развивающихся рынков, апрель 2005-апрель 2020 гг., долл. США.

Источник: MSCI Emerging Markets Index (USD).

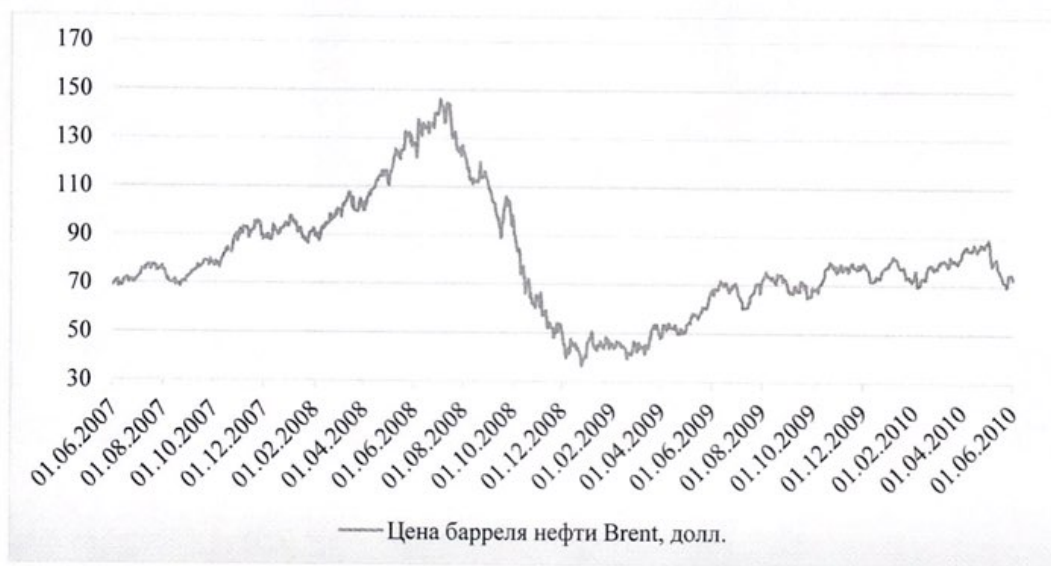


Рисунок 10 – Динамика цены на нефть марки Brent, июнь 2007-июнь 2010 гг.

Источник: график построен автором на основе данных, предоставленных глобальным финансовым порталом Investing.com.



Рисунок 11 – Динамика индекса РТС и цены на нефть марки Brent, 1998-2010 гг.

Источник: составлено автором.

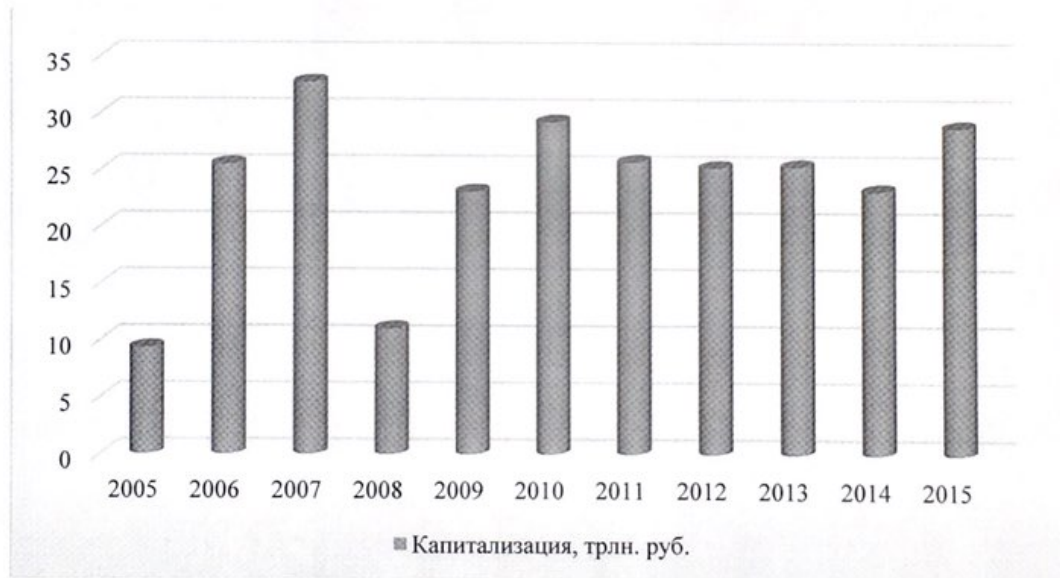


Рисунок 12 – Рыночная капитализация российского фондового рынка 2005-2015гг., трлн. руб.

Источник: график построен автором на основе данных, предоставленных Московской биржей.

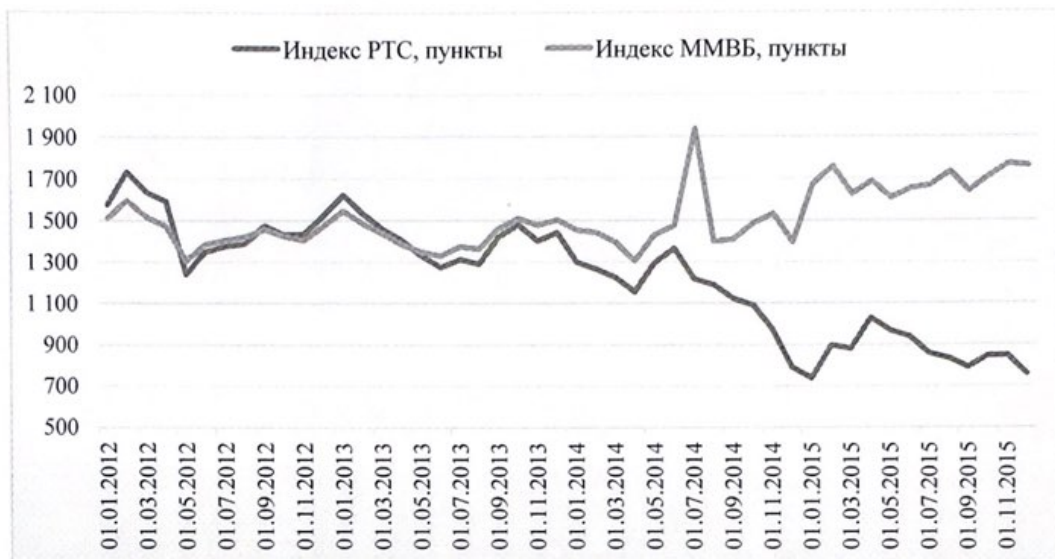


Рисунок 13 – Совмещенный график индексов Московской биржи, 2012-2016 гг.

Источник: график построен автором на основе данных, предоставленных Московской биржей.



Рисунок 14 – Динамика цены на нефть марки Brent, 2014-2015 гг.

Источник: график построен автором на основе данных, предоставленных глобальным финансовым порталом Investing.com.

Примечание: такое снижение было вызвано, прежде всего, стремительным наращиванием добычи нефти из сланцевых и других труднодоступных пород в Северной Америке, а также отказом стран ОПЕК сокращать добычу.



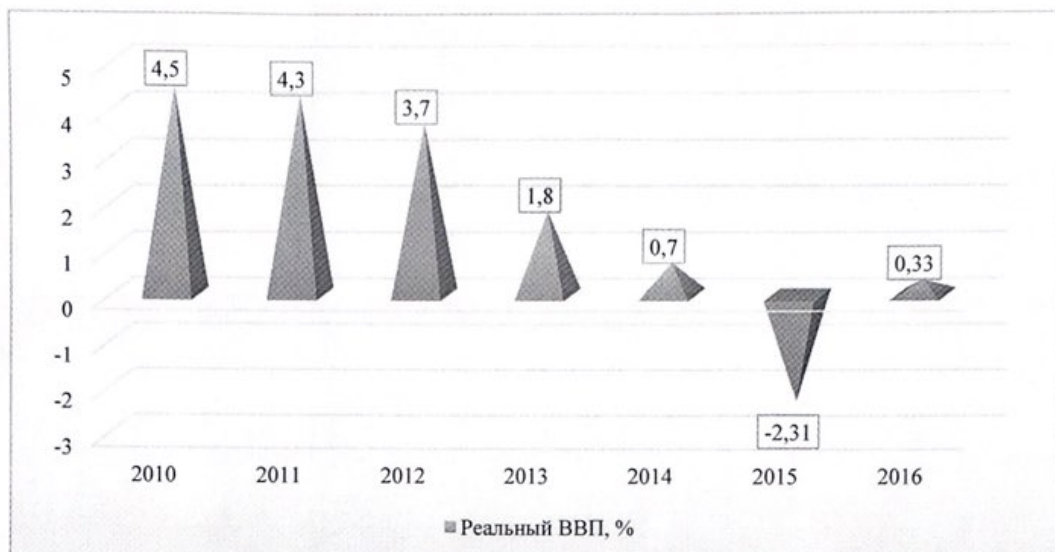


Рисунок 15 – Темпы роста реального ВВП России, 2010-2016 гг.

Источник: график построен автором на основе данных, предоставленных Росстатом.

Таблица 1 – Корреляция индекса ММВБ и цен на нефть марки Brent за период 2000-2015 гг.

<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>
-0,1572	-0,3289	0,5394	-0,0906	0,1984	0,6229	0,0060	0,8981
<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
0,8781	0,9347	0,8457	0,5206	0,7995	0,6685	-0,3015	-0,4435

Источник: составлено автором.

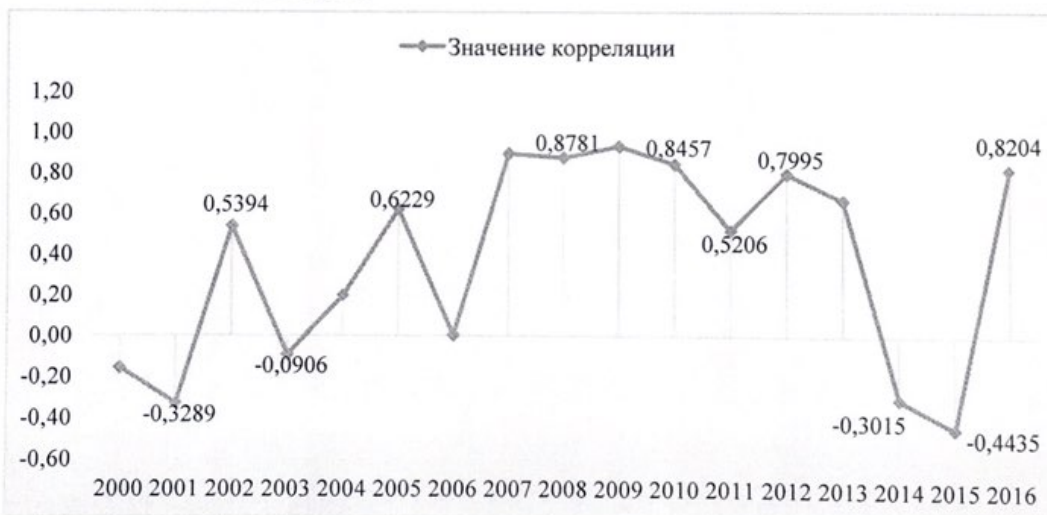


Рисунок 16 – Динамика корреляции между показателями индекса ММВБ и ценами за баррель нефти Brent, 2000-2015 гг.

Источник: график построен автором на основе данных, предоставленных глобальным финансовым порталом Investing.com.

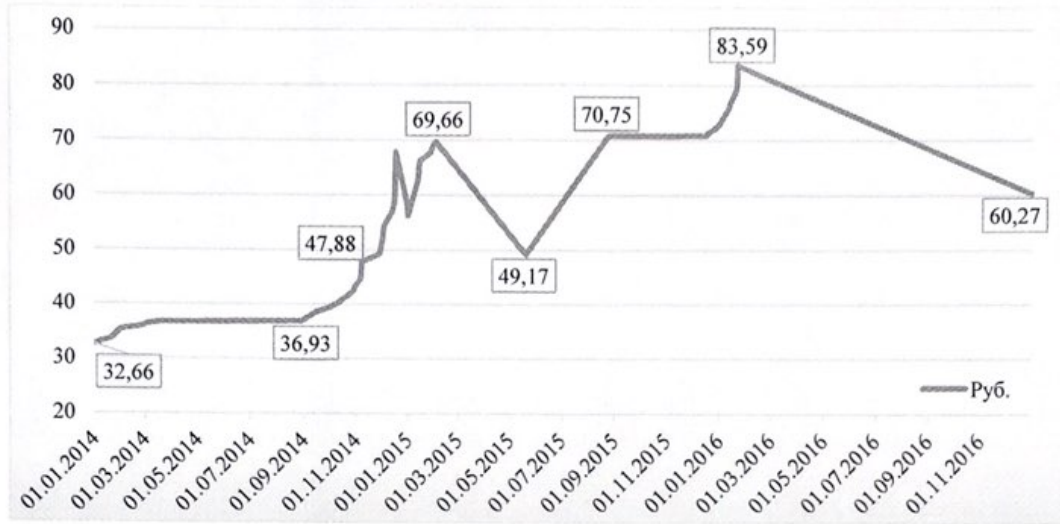


Рисунок 17 – Динамика курса доллара, 2014-2016 гг.

Источник: график построен автором на основе данных, предоставленных Центробанком РФ.

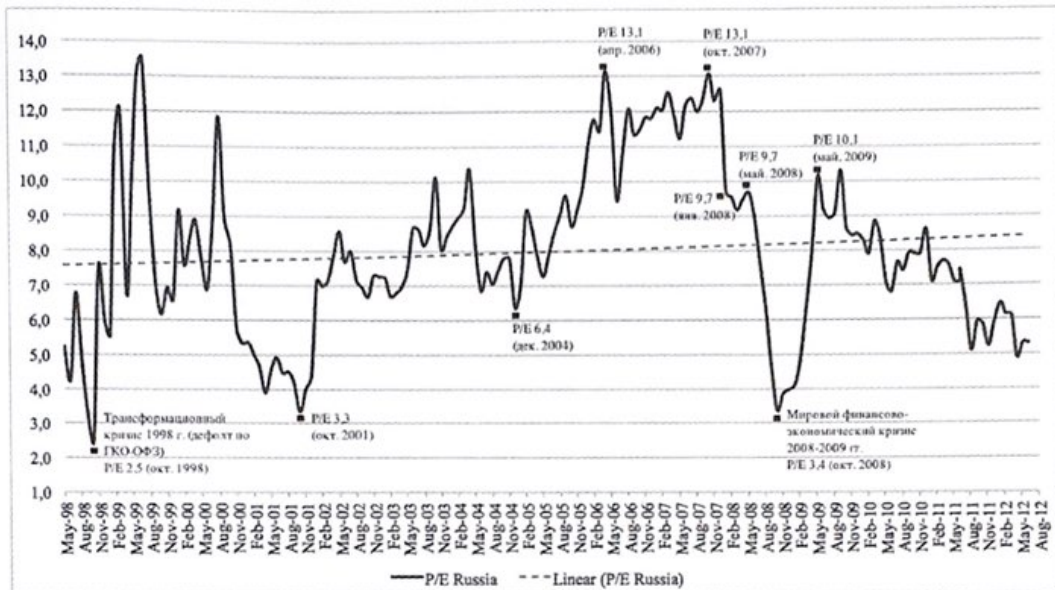


Рисунок 1 – Динамика показателя Р/Е для отечественного фондового рынка, 1998-2012 гг.

Источник: Парфенов А. А. Р/Е как индикативный показатель кризисных явлений на российском фондовом рынке // Вестник Тюменского государственного университета. Экономика. 2012. №11, с. 111. — URL: [https://vestnik.utmn.ru/upload/iblock/526/14\\_Parfenov\\_No11\\_ekonomika\\_2012-14.pdf](https://vestnik.utmn.ru/upload/iblock/526/14_Parfenov_No11_ekonomika_2012-14.pdf) (дата обращения: 03.05.2020).



Рисунок 2 – Годовая динамика показателя Р/Е для отечественного фондового рынка, 2007-первый квартал 2020 гг.

Источник: график построен автором на основе данных, предоставленных Московской биржей.

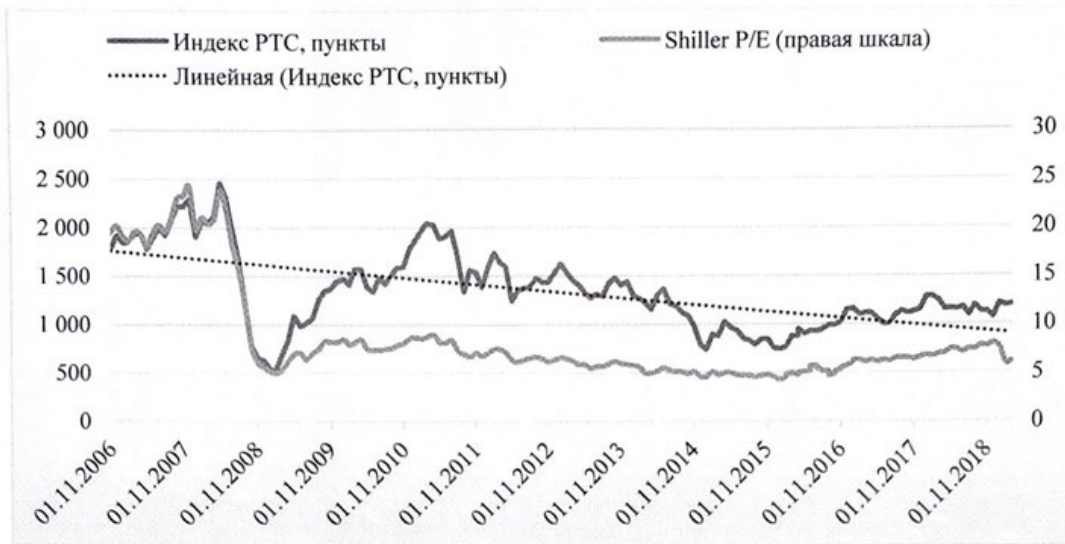


Рисунок 3 – Сравнительная динамика индекса РТС и показателя Shiller P/E, 2006-2018 гг.

Источник: составлено автором.



Рисунок 4 – Динамика индикатора Shiller P/E и его историческая средняя, 2006-2016 гг.

Источник: график построен автором на основе данных, предоставленных инвестиционной компанией Research Affiliates.

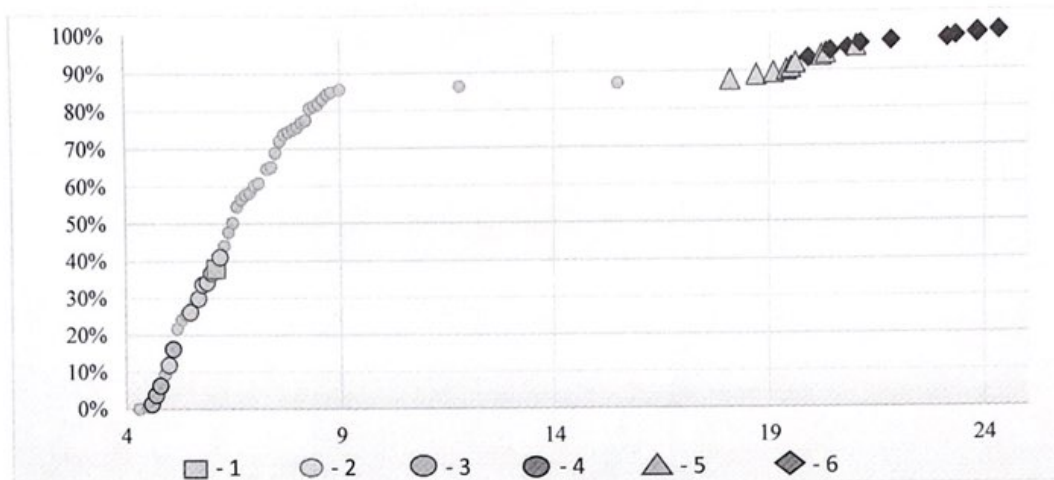


Рисунок 5 – Показатель Shiller P/E для фондового рынка России по пер-  
центильям за период ноябрь 2006 – апрель 2020 гг.

Источник: составлено автором.

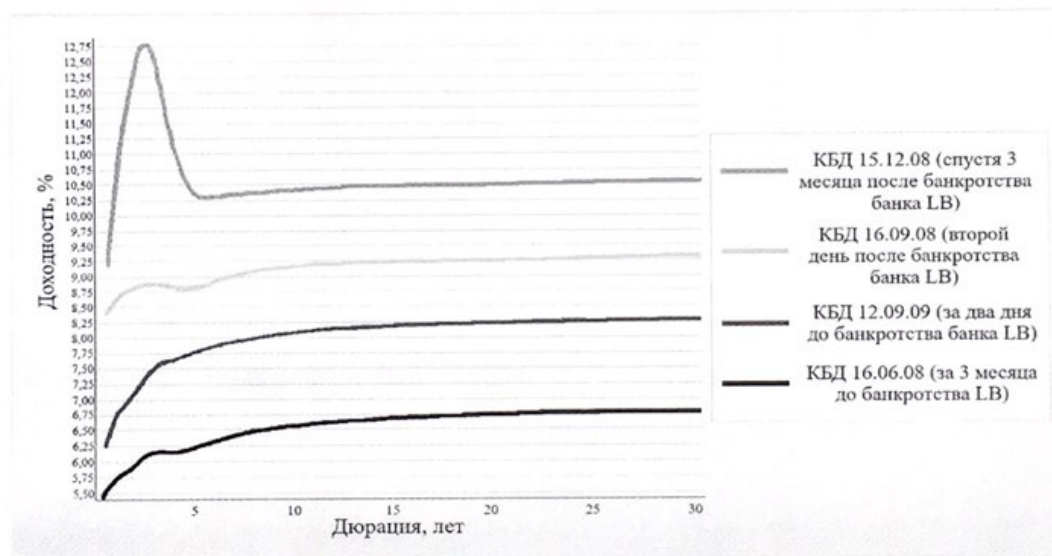


Рисунок 6 – Форма кривой бескупонной доходности в разные периоды  
2008г.

Источник: Парфенов А. А. P/E как индикативный показатель кризисных явлений на российском фондовом рынке // Вестник Тюменского государственного университета. Экономика. 2012. №11, с. 111. — URL: [https://vestnik.utmn.ru/upload/iblock/526/14\\_Parfenov\\_No11\\_ekonomika\\_2012-14.pdf](https://vestnik.utmn.ru/upload/iblock/526/14_Parfenov_No11_ekonomika_2012-14.pdf) (дата обращения: 03.05.2020).

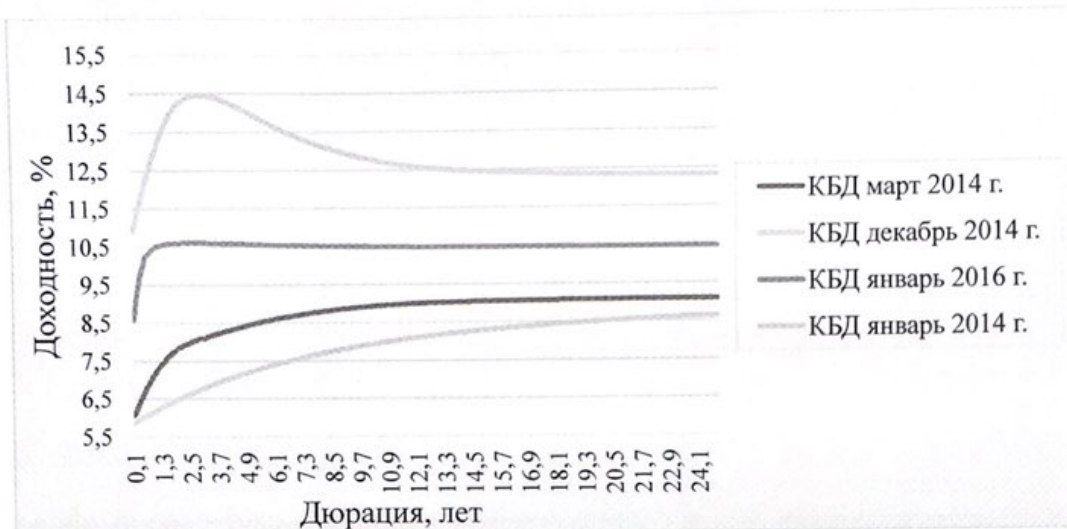


Рисунок 7 – Форма кривой бескупонной доходности в разные периоды 2014г.

Источник: график построен автором на основе данных, предоставленных Московской биржей.

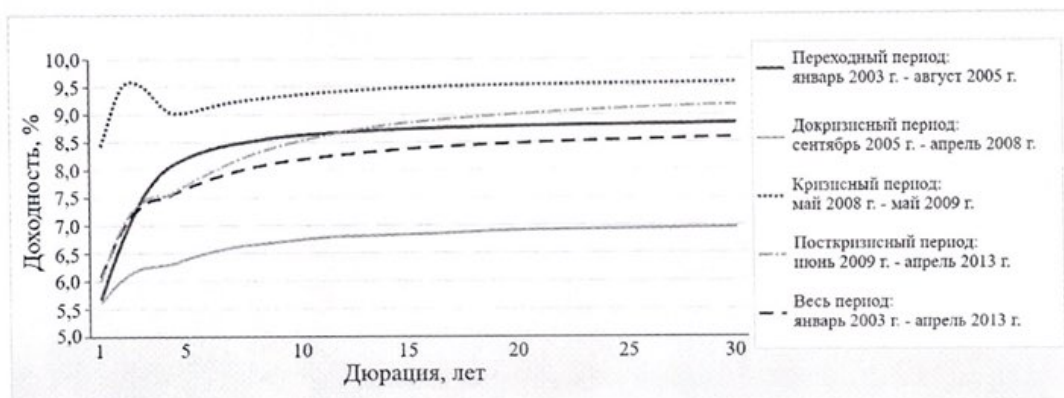


Рисунок 8 – Положение кривой бескупонной доходности до, во время и после кризиса 2008 года (сдвиг)

Источник: см. выше.

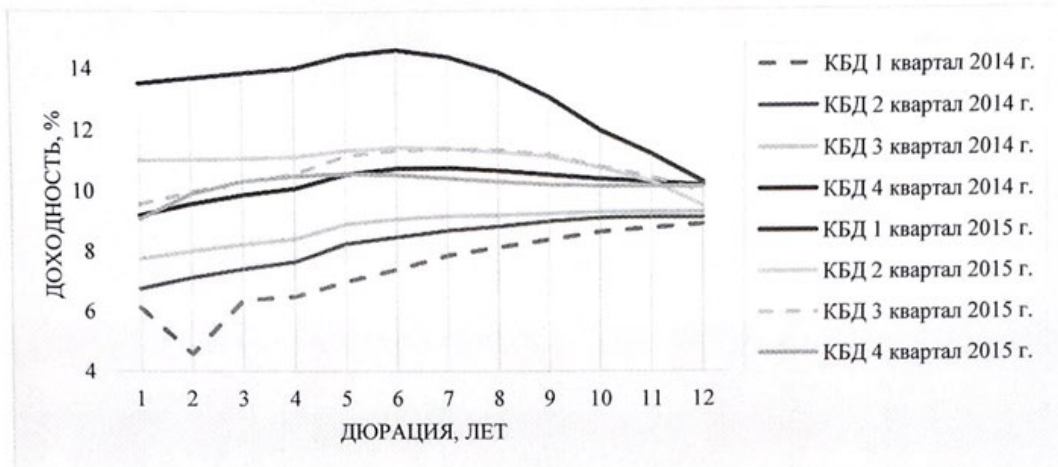


Рисунок 9 – Сдвиг кривой бескупонной доходности во время кризиса 2014 г.

Источник: см. выше.



Рисунок 10 – Доходность десятилетних и трехмесячных государственных облигаций, 2003-2020 гг.

Источник: график построен автором на основе данных, предоставленных глобальным финансовым порталом Investing.com.

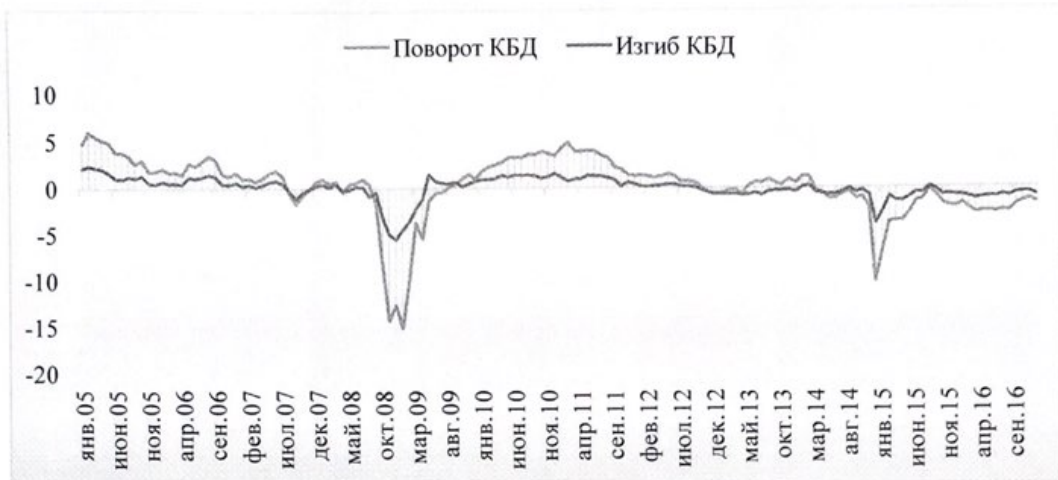


Рисунок 11 – Поворот и изгиб КБД десятилетних и трехмесячных государственных облигаций, 2005–2016 гг.

Источник: составлено автором.



Рисунок 12 – Динамика цены фьючерсного контракта на золото GMC0 за 2000-2016 гг.

Источник: график построен автором на основе данных, предоставленных глобальным финансовым порталом Investing.com.





Рисунок 13 – Динамика цен на золото, торгующегося на Московской бирже, 2003-2016 гг.

Источник: график построен автором на основе данных, предоставленных независимым источником информации Investfunds.ru.



Рисунок 14 – Отраслевая структура фондового рынка России в 2020 году

Источник: диаграмма построена автором на основе данных, предоставленных Московской биржей.

Примечание: Данные представлены за первый квартал 2020 года.



Рисунок 1 – Динамика индекса РТС за период 2019-2020 гг., ежедневные данные

Источник: график построен автором на основе данных, предоставленных Московской биржей.



Рисунок 2 – Доходность краткосрочных и долгосрочных российских облигаций, 2016-2020 гг.

Источник: составлено автором.

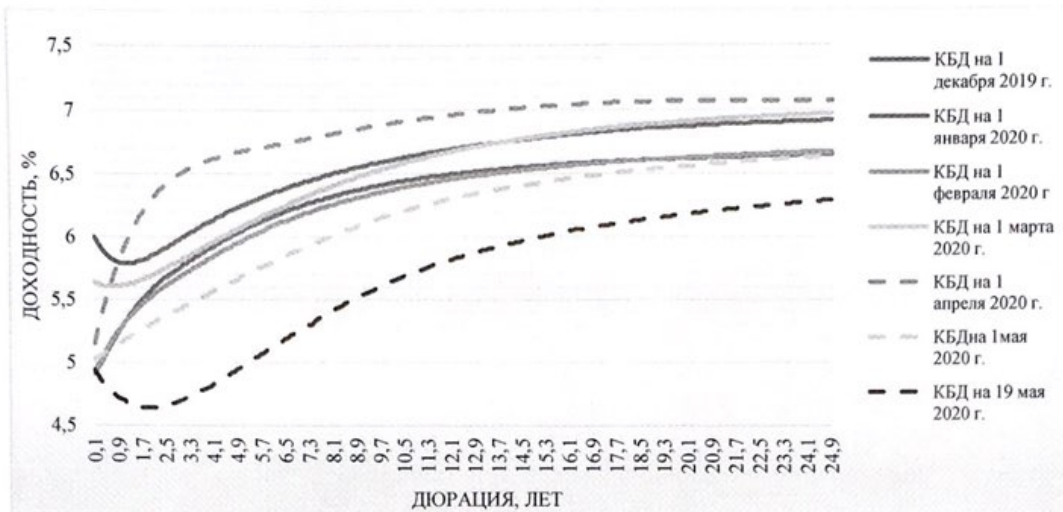


Рисунок 3 – Форма кривой бескупонной доходности в период с декабря 2019 г. по май 2020 г.

Источник: график построен автором на основе данных, предоставленных Московской биржей.

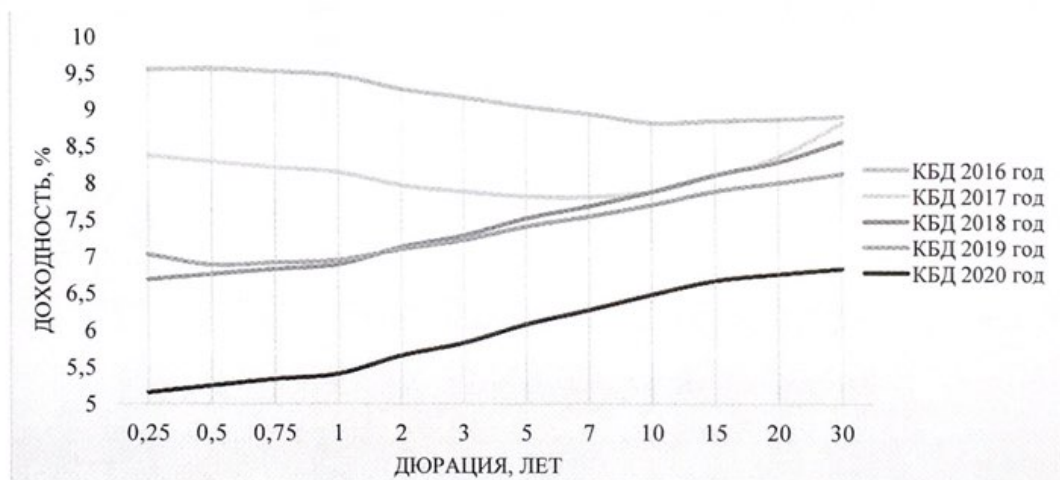


Рисунок 4 – Сдвиг кривой бескупонной доходности за период 2016-2020 гг.

Источник: см. выше.

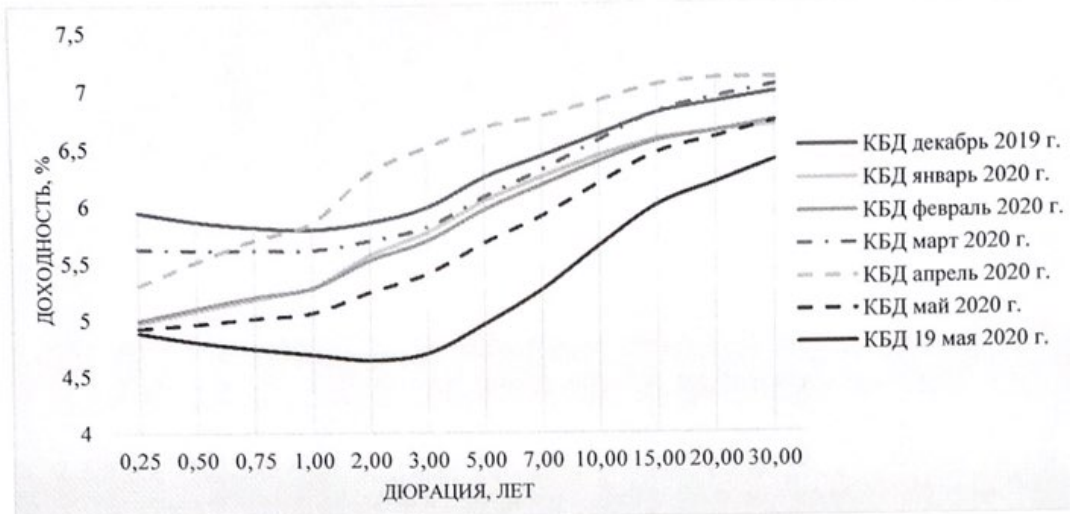


Рисунок 5 – Сдвиг кривой бескупонной доходности за последние полгода

Источник: см. выше.

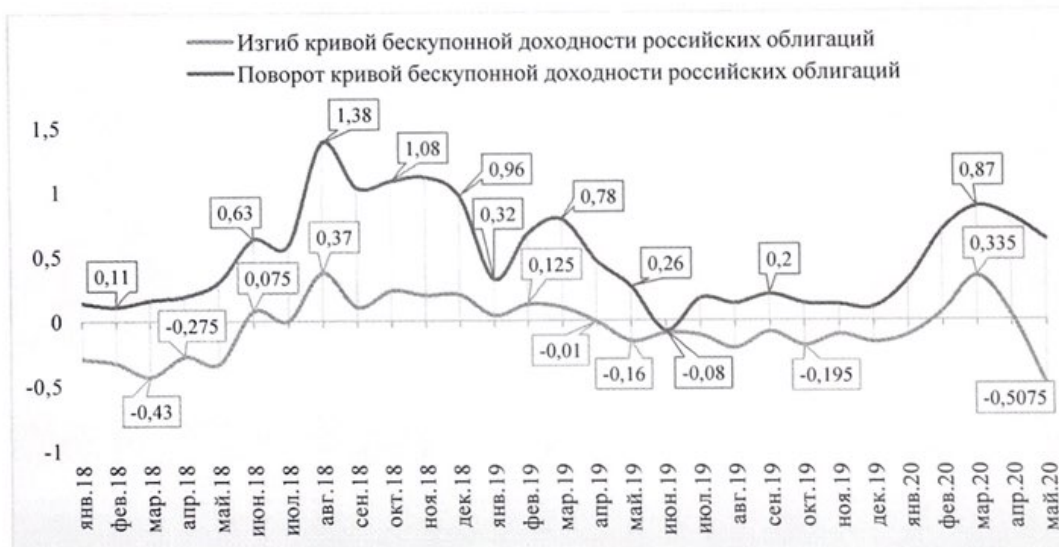


Рисунок 6 – Поворот и изгиб кривой бескупонной доходности российских облигаций, 2018-2020 гг.

Источник: составлено автором.



Рисунок 7 – Динамика цен на золото за период 2017-2020 гг., ежедневные данные

Источник: график построен автором на основе данных, предоставленных независимым источником информации Investfunds.ru.



Рисунок 8 – Динамика цен на нефть марки Brent и индекса РТС (правая шкала) в период с января 2017 г. по май 2020 г.

Источник: составлено автором.



Рисунок 9 – Динамика цен на нефть марки Brent за 2020 год, ежедневные данные

Источник: график построен автором на основе данных, предоставленных глобальным финансовым порталом Investing.com.

Таблица 1 – Корреляция индекса ММВБ и цены за баррель нефти марки Brent, 2017-2020 гг.

2017														
январь	февраль	март	апрель	май	июнь	июль	август	сентябрь	октябрь	ноябрь	декабрь			
0,277	0,024	0,103	-0,570	-0,689	0,030	0,040	0,228	0,882	-0,632	0,306	-0,448			
2018														
январь	февраль	март	апрель	май	июнь	июль	август	сентябрь	октябрь	ноябрь	декабрь			
0,780	0,138	-0,550	0,419	0,101	0,304	0,798	0,626	0,723	0,632	0,381	0,291			
2019														
январь	февраль	март	апрель	май	июнь	июль	август	сентябрь	октябрь	ноябрь	декабрь			
0,802	-0,674	0,582	0,761	-0,003	-0,565	0,129	0,271	-0,155	0,200	-0,493	0,626			
2020														
январь			февраль			март			апрель			май		
0,0674			-0,0334			0,6505			0,0475			0,2081		

Источник: составлено автором.

Работа выполнена мной самостоятельно.

Все используемые в работе материалы и концепции имеют ссылки на опубликованные источники.

01.06.2020



Коваленко Валерия Владимировна