



Научный подход

55 лет финансовых кризисов: НОВЫЙ ВЗГЛЯД на оценку их силы и последствия

Информационно-аналитический материал
Выпуск № 1

О чем этот выпуск

Лаборатория исследований рынка инвестиций (ЛИРИ) «Альфа-Капитал» совместно с экспертами Лаборатории анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ РАНХиГС провели научное исследование о природе финансовых кризисов: как быстро рынки восстанавливаются после спада, что помогает инвестиционному портфелю быстрее преодолеть последствия кризиса и, конечно, какие позиции занимает российский фондовый рынок по силе кризисов и скорости восстановления после них.



**Ирина
Кривошеева**

Генеральный директор
УК «Альфа-Капитал»

«Представленное исследование – первый, но уже масштабный совместный проект нового подразделения «Альфа-Капитал» с одной из ведущих научных финансово-экономических лабораторий в России. Такое сотрудничество открывает новые грани на стыке фундаментальной академической науки и практического опыта.

Глубокое понимание тектонических процессов в экономике помогает увереннее прогнозировать различные сценарии поведения финансовых рынков, формировать инвестстратегии с опорой на эмпирический базис. Ценность таких исследований особенно важна в потоке событий, влияющих на фондовые рынки».



**Александр
Абрамов**

Заведующий
лабораторией ИПЭИ
РАНХиГС

«Финансовые кризисы опасны для долгосрочных сбережений, но мы не всегда правильно понимаем эти риски. Не столь важны мгновенные потери стоимости финансовых активов в результате прилета «черного лебедя», сколько способность рынка быстро восстанавливаться.

В исследовании рынков акций широкого круга стран мы предлагаем новый взгляд на финансовые кризисы, ранжируя их силу не только по глубине падения, но и длительности восстановления, за последние 55 лет.

Это позволило показать, что долгосрочные сбережения успешнее реализуются в тех странах, которые лучше справляются с восстановлением фондовых рынков и обеспечивают их долгосрочную стабильность. В наших рэнкингах силы финансовых кризисов российский рынок является середнячком, что позволяет надеяться на возможность успеха в реализации стратегий долгосрочных сбережений».

Содержание:

- Как оценить финансовый кризис?
- Самые разрушительные кризисы
- Дивиденды ускоряют восстановление после кризиса
- Глобальная диверсификация тоже помогает
- Кризисы и долгосрочные сбережения
- Российский рынок не такой волатильный, как кажется
- Выводы для инвестора
- Приложения 1-4

Как оценить финансовый кризис?

Как правило, под финансовым кризисом подразумевают резкое (на 20–25%) падение фондового индекса от некоторого максимума — нередко под влиянием внезапных событий, так называемых *черных лебедей*. Как показывает история финансовых рынков, кризисы наступают довольно часто: из 1 843 месяцев наблюдений за индексом S&P500 на кризисные события приходится 1 190 месяцев (или 64,6% всего времени), если не считать месяцы начала и конца каждого периода, когда обновлялись исторические максимумы.

Однако правильнее оценивать кризис **не только по глубине падения, но и по продолжительности** — то есть по тому, сколько времени у рынка уходит на возвращение к прежнему уровню, как следует из альтернативной гипотезы *черных индеек* экономистов Лоуренса Сигеля и Пола Каплана¹. Они предлагают рассматривать финансовые кризисы как длящиеся во времени события, начиная со спада цен на акции до полного их восстановления до предкризисного уровня.

Если изобразить кризис на графике, его силу можно будет оценить по площади фигуры, формируемой от точки предкризисного пика до точки восстановления индекса (см. рисунок 1). При таком подходе **умеренный по падению, но затяжной кризис может оказаться не менее разрушительным, чем кризис с резкой просадкой и последующим быстрым восстановлением.**

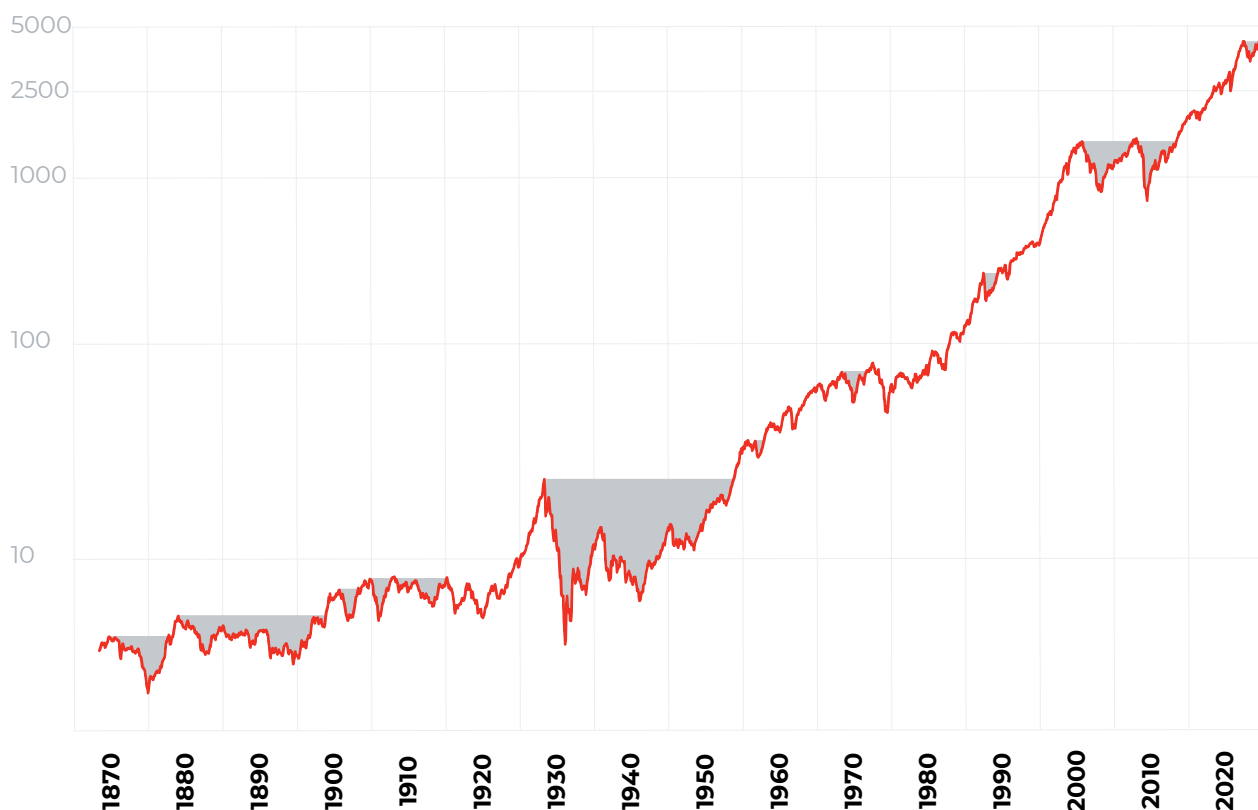


Рисунок 1. Кризисные события для индекса S&P500

Самые разрушительные кризисы

Используя методологию экономистов Сигеля и Каплана, мы оценили силу финансовых кризисов в 71 стране мира с 1969 года по июнь 2024 года и построили ранкинги 100 самых сильных финансовых кризисов по курсовой и общей (с учетом дивидендов) доходности в долларовом выражении и в национальных валютах (см. [приложения 1 — 4](#)).

Оказалось, что финансовые кризисы не являются такими уж редкими событиями, а многие рынки непрерывно живут в состоянии восстановления от предшествующих шоков: из 89 агрегированных и страновых индексов MSCI от спадов в прошлом не восстановились 78 индексов (87,6%).

Первое место в ранкинге сильнейших финансовых кризисов (по курсовой доходности, то есть без учета дивидендов) в долларовом выражении занял кризис акций в Китае, продолжающийся с декабря 1993 года по настоящее время ([приложение 1](#)). Далее следуют финансовые кризисы в Таиланде, Тайване, Новой Зеландии и Греции. Знаменитая «Великая депрессия» в США (после 1929 года индексу S&P500 потребовалось 25 лет, чтобы восстановиться) в ранкинге заняла только 10-е место, составив 74,5% силы упомянутого китайского кризиса.

Если расположить сильнейшие кризисы на карте мира (рисунок 2), можно увидеть, что наиболее затяжные и/или резкие шоки происходили в Азии и на юге Европы. **Россия находится примерно посередине спектра всех кризисов.**

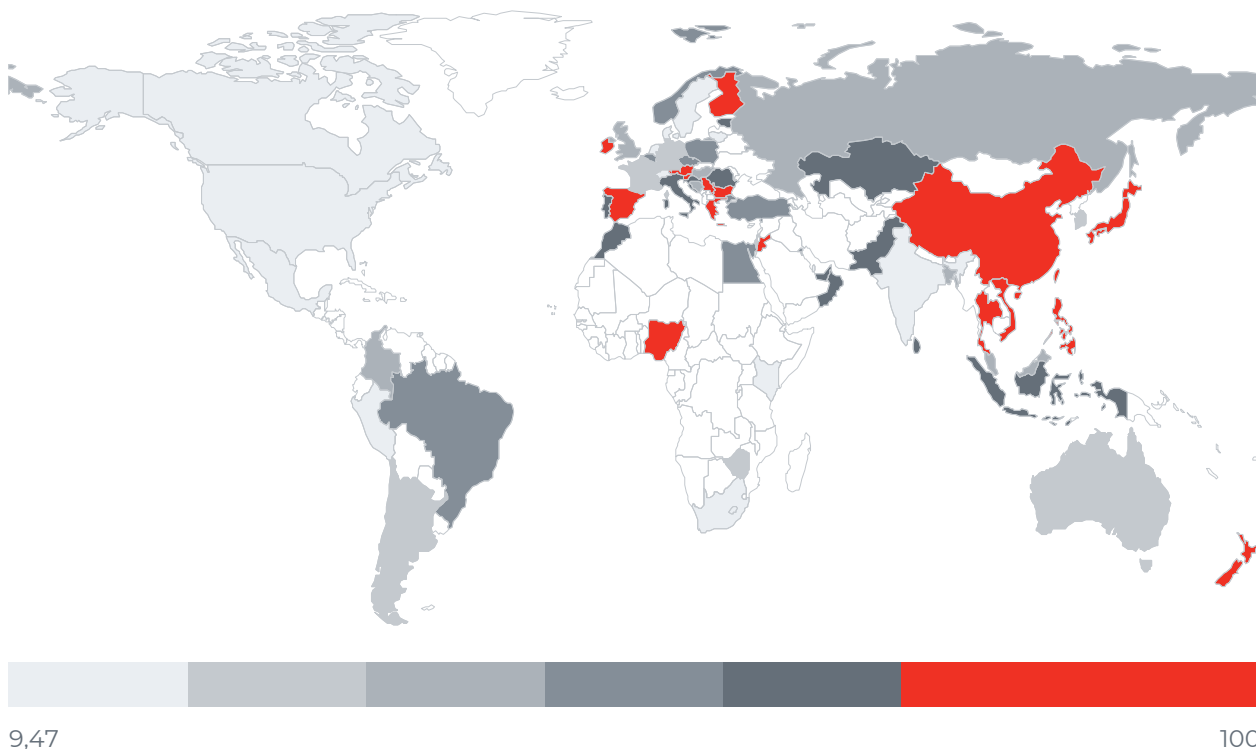


Рисунок 2. Наиболее болезненные финансовые шоки рынков акций 71 страны.
Индекс силы финансовых кризисов стран, 1969 – июнь 2024 г.

В целом с потрясениями сталкиваются как развитые, так и развивающиеся рынки, но **на развивающихся сильные кризисы случаются немного чаще**: в рейтинге сильнейших кризисов на развитые рынки (DM) пришлось 33% случаев, на развивающиеся рынки (EM) — 40%, на пограничные рынки — фронтиры (FM) — 27% (наименьшая доля FM, скорее всего, объясняется ограниченными историческими данными по этому сегменту).

Причинами долгосрочных кризисов, как правило, были следующие:

- рост инфляции и процентных ставок центральных банков в 1970-е годы;
- либерализация финансовых рынков, рост пузырей dot.com и валютно-финансовые кризисы в развивающихся странах в 1990-х — начале 2000-х гг.;
- глобальный финансовый кризис 2007–2008 гг. Фондовые рынки 33 стран (46,5% всех стран в выборке) до сих пор не восстановились после него.

Дивиденды ускоряют восстановление после кризиса

Заметно **ослабить влияние кризисов на доходность вложений инвесторов позволяют дивиденды**, как показал рейтинг на основе общей доходности (total share return, или TSR), то есть с учетом дивидендных выплат ([приложение 2](#)). Он также составлен в долларовом выражении.

Первое место по силе в рейтинге общей доходности занял кризис акций в Греции, продолжающийся 16,5 года: с декабря 2007-го по настоящее время. Тем не менее **он вдвое короче** лидера предыдущего рейтинга (в котором учитывалось только курсовое изменение индексов) — китайский индекс не может восстановиться уже 30,5 года.

Всего из 100 финансовых кризисов в рейтинге общей доходности **26% остаются незавершенными**. Это вдвое меньше, чем в случае с курсовой доходностью, где из 100 финансовых кризисов до настоящего времени не завершены 54%.

Глобальная диверсификация тоже помогает

Диверсификация вложений по разным странам может смягчить силу финансовых кризисов, показало сравнение «кризисных» индексов на уровне отдельных стран и индексов, агрегированных по группам рынков из разных типов и регионов (например, общий индекс развитых или индекс развивающихся рынков).

Продолжительность и глубина просадки во время кризиса у агрегированных индексов оказались заметно ниже, чем аналогичные средние показатели по группам соответствующих стран. Даже по курсовой доходности агрегированные индексы для DM и EM находятся ближе к восстановлению до предкризисного пика, чем средние показатели по отдельным страновым индексам (см. таблицу 1). По критерию полной доходности (TSR) агрегированные индексы по развитым странам полностью восстановились, в отличие от средних значений по индексам развитых стран.

	Агрегированные индексы				Отдельные страны		
	AC	DM	EM	FM	DM	EM	FM
Всего индексов	6	5	4	3	23	25	23
1. Ценовая (курсовая) доходность							
Имеют незакончившийся кризис	5	3	4	3	19	22	22
Доля рынков с незакончившимся кризисом, %	66,7	83,3	100	100	82,6	88,0	95,6
Средняя продолжительность незакончившегося кризиса, лет	13,9	12,1	9,7	16,3	13,6	16,2	14,2
Средняя просадка на пике, %	-62,4	-48,2	-53,7	-66,8	-59,5	-74,1	-78,6
Текущее значение, % показателя старта кризисного периода	-26,0	-3,8	-35,2	-50,0	-35,3	-51,6	-60,8
2. Общая доходность (TSR)							
Имеют незакончившийся кризис	2	0	4	2	13	18	17
Доля рынков с незакончившимся кризисом, %	33,3	-	100	66,7	56,5	72,0	73,9
Средняя продолжительность незакончившегося кризиса, лет	9,8	-	6,3	9,5	6,8	9,1	10,5
Средняя просадка на пике, %	-53,3	-	-45,1	-47,8	-44,9	-57,7	-68,0
Текущее значение, % показателя старта кризисного периода	-20,3	-	-18,8	-14,8	-19,7	-33,8	-52,0

Примечания: AC — смешанные типы рынков, DM — развитые рынки, EM — развивающиеся рынки, FM — пограничные рынки; под «незакончившимся кризисом» понимается отсутствие восстановления значения индекса в долларовом выражении с достижения последнего исторического максимума перед падением индекса на 20% и более (шок рынка).

Таблица 1. Сводная статистика по не восстановившимся от прошлых шоков рынкам, по типу рынков

Кризисы и долгосрочные сбережения

Шоки на финансовых рынках и длительные периоды восстановления затрудняют применение долгосрочных стратегий сбережений. В сложной ситуации оказываются такие крупные институциональные инвесторы, как пенсионные фонды, которые обязаны контролировать риски своих портфелей в соответствии с требованиями национальных регуляторов.

Мы сопоставили сильнейшие кризисы с ренкингом стабильности пенсионных систем в 2023 году, подготовленным консалтинговой компанией Mercer². Ренкинг Mercer включает пенсионные системы 47 стран и оценивает достаточность пенсионных выплат, устойчивость пенсионной системы и уровень доверия населения к ней.

Корреляция между двумя показателями оказалась довольно высокой: страны, в которых финансовые шоки на рынках акций были менее значительными, смогли выстроить более устойчивые пенсионные системы. По всей видимости, **именно стабильность рынков акций позволяет формировать долгосрочные инвестиционные стратегии**, которые могут обеспечивать положительную реальную доходность на длинных горизонтах.

Российский рынок не такой волатильный, как кажется

Российский индекс РТС (рассчитывается в долларах) с 1995 года **пережил пять финансовых кризисов**, при которых он снижался на 60% и более. Два из них, случившиеся в июне 2008-го и ноябре 2021 года, не закончились до настоящего времени.

Основные причины кризиса 1997–1998 годов были связаны с проблемами в сфере бюджетно-налоговой политики, 2008 года — с влиянием глобального кризиса и медленными изменениями структуры российской экономики, 2014 года — с падением цен на нефть и повышенной волатильностью курса рубля, 2020 года — с влиянием пандемии COVID-19, 2021 года — с реализацией геополитических рисков. То есть кризисы, понимаемые как *черные лебеди*, как правило, являются результатом краткосрочных диспропорций в бизнесе или экономике. В то же время долгосрочные кризисы (*черные индейки*) случаются из-за более глубоких сбоев в экономике, институтах, экономической и иных видах политики.

Но российские кризисы являются «середнячками» на фоне кризисов разных стран за последние полвека. В ренкинг 100 худших финансовых кризисов по курсовой доходности в долларовом выражении вошли только два из пяти кризисов. При этом кризис 2008 года занял лишь 40-е место, а кризис 1997 года — 76-е.

Значительное влияние на скорость восстановления после кризисов на российском рынке оказывают валютная переоценка и дивидендная доходность. В рублевом выражении суммарная продолжительность кризисов на 35–40% меньше, чем в долларовом, а средняя продолжительность кризиса сокращается почти вдвое — за счет того, что перед новым падением рынок успевает восстановиться и большие кризисы делятся на более дробные.

	Индекс РТС (в долларах США)		Индекс Московской Биржи (в рублях)	
	Ценовая доходность	Общая доходность	Ценовая доходность	Общая доходность
Начало периода наблюдений	авг. 1995		сент. 1997	
Количество кризисов	5	7	6	7
Есть ли незаконченные кризисы?	Да	Да	Да	Нет
Количество месяцев в кризисах (падение и восстановление)	297	290	191	174
Доля месяцев в кризисах от всех наблюдений, %	85,59	83,57	59,32	54,04
Средняя продолжительность кризиса, месяцев	59,40	41,43	31,83	24,86
Максимальная просадка за весь период, %	-50,56	-47,84	-49,89	-46,27
Средний индекс боли (ненормированный)	27,54	15,57	8,31	5,78
Максимальный индекс боли (ненормированный)	94,72	53,59	24,37	11,09
Худший кризис по индексу боли (даты; длительность; максимальная просадка)	май-2008 – июн.-2024; 193 месяца; -78,25%	май-2008 – дек.-2019; 139 месяцев; -77,65%	май-2008 – апр.-2016; 95 месяцев; -68,25%	май-2008 – мар.-2011; 34 месяца; -67,91%

Таблица 2. Кризисы на российском рынке с учетом влияния валютной переоценки и дивидендной доходности, 1995-й – июнь 2024 г.

При переходе к индексам полной доходности, которые учитывают выплаты дивидендов, глубина и время кризисных периодов также значительно сокращается. Особенно это заметно на рублевом индексе полной доходности — средняя длительность кризиса сокращается на 25%. И, что важно, **с учетом дивидендов российский рынок полностью восстановился после всех кризисных периодов.** Это объясняется ростом дивидендной доходности и выплат дивидендов в целом по российскому рынку, способствующим интересу частных инвесторов.

Позитивное влияние дивидендов подтверждает и анализ на примере отдельных «голубых фишек» российского рынка. После падения с уровней 2021 года быстрее всего восстановились акции тех крупных компаний, которые выплачивали высокие дивиденды. Например, по сравнению с ценами на 29 декабря 2021 года обыкновенные и привилегированные акции Сбербанка достигли уровня 111,5% и 117,5% соответственно, акции ЛУКОЙЛа — 109,7%, привилегированные акции «Сургутнефтегаза» — 174,2%. В то же время показатель восстановления акций «Газпрома» составил 33,9%, ГМК «Норильский никель» — 56,7%, НОВАТЭКа — 63,5%, «Роснефти» — 94,4%.

Выводы для инвестора

- Финансовые кризисы не такие редкие события, как может показаться. Инвесторы должны понимать риски нестабильности и потенциально затяжных периодов спада, чтобы сохранить долгосрочное видение своей портфельной стратегии.
- Умение стран справляться с финансовыми кризисами во многом предопределяет успешность их программ долгосрочных сбережений. Стабильность пенсионных систем в значительной степени зависит от силы кризисов финансового рынка.
- Высокая дивидендная доходность тех или иных рынков, включая российский, с одной стороны, позволяет существенно ослабить разрушительное воздействие на портфели инвесторов. С другой стороны, оценка только по курсовой стоимости позволяет понять перспективу роста капитализации национальных фондовых рынков, что чрезвычайно актуально сегодня для России.
- Глобальная диверсификация по-прежнему необходима — она помогает ослабить последствия финансовых кризисов.
- Повышенная волатильность и склонность к регулярным шокам не являются исключительными характеристиками российского рынка. По силе кризисов он относится к типичным середнякам среди фондовых рынков.

Обязательная информация

¹Kaplan Paul D. (2020). What Prior Market Crashes Taught Us in 2020 // Morningstar on-line. Jul. 23.

<https://www.morningstar.com/features/what-prior-market-crashes-can-teach-us-in-2020>

²<https://www.mercer.com/insights/investments/market-outlook-and-trends/mercercfa-global-pension-index/>

Общество с ограниченной ответственностью «Управляющая компания «Альфа-Капитал». Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00028 от 22 сентября 1998 г. выдана ФСФР России, без ограничения срока действия. Лицензия на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 077-08158-001000, выдана ФСФР России 30 ноября 2004 г., без ограничения срока действия. Информация, содержащаяся в данном информационно-аналитическом материале (далее — Материал), не имеет целью рекламу, размещение или публичное предложение любых ценных бумаг, продуктов или услуг. Представленные в Материале мнения учитывают ситуацию на дату предоставления информации. УК «Альфа-Капитал» не утверждает, что приведенная в Материале информация или мнения верны, или приведены полностью. Указанная информация не является исчерпывающей и подготовлена только в информационных целях, носит исключительно ознакомительный характер и может быть изменена УК «Альфа-Капитал» в любое время без предварительного уведомления. ООО УК «Альфа-Капитал» не рекомендует использовать Материал в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения и не дает гарантий или заверений в отношении финансовых результатов, полученных на основании использования указанной информации. Материал не является призывом к отказу от приобретения услуг/продуктов иных финансовых организаций, банков и прочих организаций, и учреждений и не преследует цели формирования негативной деловой репутации иных финансовых организаций, банков и прочих организаций, и учреждений, и их продуктов. Любые оценки и/или сведения, касающиеся деятельности иных финансовых организаций, банков и прочих организаций, и учреждений, выражают субъективную оценку ситуации в соответствии с информацией, легально полученной и доступной на момент подготовки настоящего сообщения. Подробную информацию о деятельности ООО УК «Альфа-Капитал» Вы можете получить по адресу: 123001, Москва, ул. Садовая-Кудринская, д. 32, стр. 1. Телефоны: +7 495 783-4-783, 8 800 200-28-28, а также на сайте ООО УК «Альфа-Капитал»: www.alfacapital.ru. Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией и побуждением к приобретению определенных ценных бумаг и (или) заключению определенных договоров, в том числе являющихся производными финансовыми инструментами.