

ЯВЛЯЛОСЬ ЛИ ПАДЕНИЕ ФОНДОВОГО РЫНКА В 2008 ГОДУ КОРРЕКЦИЕЙ ПУЗЫРЯ?

Елена ЧИРКОВА

доцент кафедры экономики и финансов
фирмы, Национальный исследовательский
университет Высшая школа экономики
(119049, Москва, ул. Шаболовка, д. 26, корп. 4).
E-mail: evchirkova@gmail.com

Аннотация

В статье диагностируется наличие пузыря на российском фондовом рынке в 2008 году путем анализа предпосылок, прямых и косвенных признаков пузыря, а также анализа ценовых уровней, достигнутых перед коррекцией. Исследование показало, что из предпосылок формирования пузыря в 2008 году в России имели место благоприятная экономическая ситуация, рост объемов кредитования и низкая стоимость кредита, господдержка инвесторов. Факторы «массовый выход на рынок инвесторов-непрофессионалов» и «возникновение новых средств коммуникации» действовали частично. Из четырех проанализированных косвенных признаков пузыря два («приток средств на фондовый рынок из-за рубежа» и «рост количества инвестиционных фондов») выражены слабо, а два («рост IPO и недооценка акций при размещении» и «узость рынка») отсутствуют. На российском фондовом рынке не наблюдалось таких существенных прямых признаков пузыря, как резко ускорившийся рост цен, рост волатильности и объема торгов непосредственно перед крахом. Имела место лишь глубина падения, составившая 80%, которая, однако, была компенсирована высокой скоростью восстановления индекса после коррекции.

Ключевые слова: фондовый рынок, пузырь на фондовом рынке, крах фондового рынка.

Околовоина • Политика

OIKONOMIA • POLITIKA

Введение

В истории российского фондового рынка наблюдались две сильные коррекции: в 1997—1998 годах (падение в 14 раз) и в 2008 году (падение в 5 раз). Предшествовавший первой значимой коррекции пик рынка (572 пункта по индексу РТС) был достигнут 6 октября 1997 года, дно (38,5 пунктов) — 5 октября 1998 года, ровно через год после начала коррекции. С минимума 1998 года индекс РТС вырос до пикового значения в 2487 пунктов 19 мая 2008 года, или в 65 раз; по январь 2009 года падение индекса составило 80% (рис. 1).

В данной статье ставится вопрос, являлась ли мощная коррекция фондового рынка в 2008 году схлопыванием пузыря. Экономистам известны четыре причины подобных крахов рынка, и коррекция пузыря — только одна из них. Три другие: формирование негативного пузыря, временная потеря ликвидности и ухудшение макроэкономической ситуации. В случае формирования негативного пузыря и временной потери ликвидности рынок восстанавливается быстро, в случае коррекции пузыря — наоборот, очень медленно (счет идет на десятки лет) или не восстанавливается вообще. В России за коррекцией 2008 года последовало быстрое,

но частичное восстановление, и посткризисная динамика рынка не позволяет отбросить гипотезу о коррекции пузыря.

На наш взгляд, лучшим способом диагностирования на фондовом рынке пузыря является диагностирование наличия предпосылок его формирования, косвенных и непосредственных признаков, а также оценка завышенности ценового уровня рынка.

Благоприятной средой для возникновения финансовых пузырей является благоприятная макроэкономическая ситуация, например несколько лет устойчивого экономического роста, рост предложения денег, доступность и дешевизна кредита, возможность покупать финансовые активы в кредит или с рассрочкой. Толчок возникновению пузыря может дать появление новых средств коммуникации, облегчающих торговлю акциями, выход на финансовые рынки большого количества инвесторов-новичков, не умеющих оценивать финансовые активы. Росту цен способствует ситуация, когда инвесторы-профессионалы не могут и/или не хотят противопоставить ажиотажному поведению непрофессионалов короткую продажу бумаг. Причиной этого могут быть трудности с открытием коротких позиций. Политика государственной поддержки «инвесторов» либо придает убедительность пузырю через прямое и косвенное участие в нем государства, либо стимулирует безответственное поведение игроков на финансовых рынках косвенными обещаниями спасения банкротящихся финансовых институтов [Чиркова, 2012].

Типичный финансовый пузырь выглядит примерно так: на рынок выходят множество новых игроков-непрофессионалов. Они верят тем, кто пытается обосновать справедливость завышенных уровней цен с помощью вновь изобретенных методов оценки; ожидают дальнейшего роста цен и готовы игнорировать плохие новости — сигналы опасности. Это спекулянты — они не нацелены на долгосрочные инвестиции, а скупают активы с целью перепродажи в ближайшей перспективе, в результате чего рыночные цены растут резко ускоряющимися темпами (график цен становится почти вертикальным). Возникшим ажиотажем пользуются профессионалы финансового рынка: чтобы удовлетворить спрос на финансовые инструменты со стороны непрофессионалов, в большом количестве создаются новые инвестиционные компании и инвестиционные фонды. Высокие цены, в свою очередь, подогревают активность компаний-эмитентов, количество IPO увеличивается, размещаются всё более некачественные бумаги — рынок «горячий» и легко их абсорбирует. Во время бума доходность спекуляций высока, что стимулирует переброску средств на финансовый рынок из других отраслей экономики — связанных с реальным производством товаров и услуг, а если речь идет о масштабном буме, таком как великое процветание 1920-х годов в США, «японское экономическое чудо» в 1980-х годах или интернет-бум в 1990-х годах, — то и из других стран. По мере того как растут цены, требуются всё большие финансовые средства для поддержки новых ценовых уровней. Когда

притока внешних денег оказывается недостаточно, рынок становится узким — цены растут лишь в отдельных его сегментах.

Непосредственными признаками пузыря на рынке какого-либо финансового актива являются резкий, ускоряющийся рост его цены, а также связанный с этим рост волатильности доходности. Кроме того, при подходе к пику пузыря характерно увеличение объема торгов. [Чиркова, 2010].) В связи с тем, что наше исследование выполняется задним числом, мы имеем возможность продиагностировать как глубину падения, так и скорость восстановления цен после достижения дна.

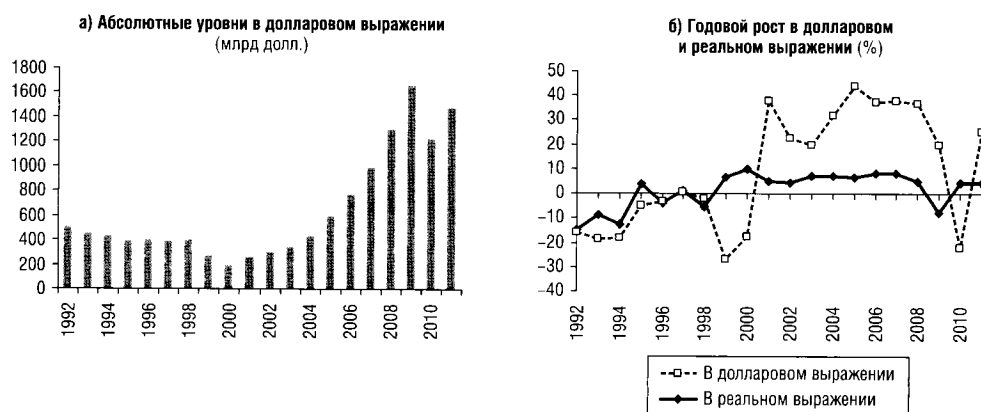
Для диагностирования переоцененности рынка в целом эффективны рыночные мультипликаторы. Наибольшим количеством плюсов обладает показатель P/E, другие мультипликаторы могут использоваться с учетом их ограничений [Чиркова, 2011a; 2011b].

1. Диагностирование предпосылок возникновения пузыря

Благоприятная экономическая ситуация, рост доходов населения

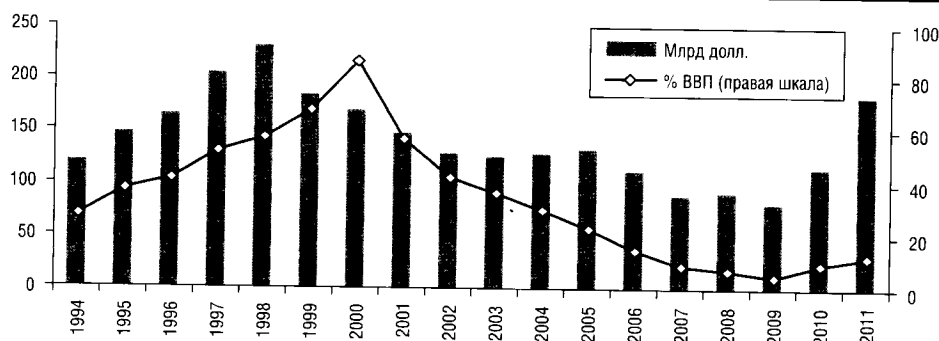
В 1990-х годах в России имела место негативная динамика ВВП: по данным Всемирного банка, с 1992 по 1999 год ВВП в долларовом выражении сократился на 46,8%, в реальном — на 18,2%. В начале тысячелетия он начал стабильно расти, и повышательный тренд сохранялся до 2008 года включительно. В период 1999—2008 годов ВВП в реальном выражении рос средним темпом 6,7%, в предкризисном 2007 году его рост достиг 8,5%, приблизившись к темпу быстрорастущей китайской экономики. Рост в долларовом выражении, хотя и более волатильный, был еще выше (рис. 1).

На 1 января 2008 года государственный долг РФ составил 92,4 млрд долл., или 7,1% ВВП (рис. 2), что сопоставимо с уровнем госдолга в странах — экспортерах углеводородов, таких как Саудовская



Источники: Росстат, Всемирный банк, расчеты автора.

Рис. 1. Динамика ВВП Российской Федерации, 1995–2011 годы

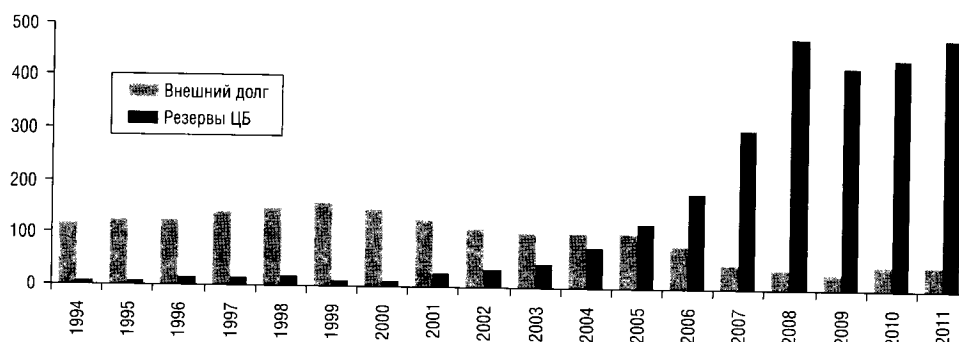


Источники: ЦБ РФ, Всемирный банк, расчеты автора.

Рис. 2. Государственный долг Российской Федерации в валютном выражении, 1994–2011 годы

Аравия и Кувейт. По уровню госдолга Россия являлась одной из самых благополучных стран в мире. Для сравнения — на 2012 год госдолг «проблемных» стран составил: Греции — 161%, Португалии — 120%, Италии — 161%, Кипра и Испании превысил 80%, а Япония не находится в преддефолтном состоянии, имея госдолг в 219% ВВП.

В 2008 году золотовалютные резервы, достигшие 479 млрд долл., превышали внешний государственный долг (39,3 млрд долл.) более чем в 10 раз (рис. 3). Перед кризисом 2008 года начал быстро нарастать частный внешний долг, который на 1 января 2008 года достиг 280 млрд долл. (табл. 1), но и его размеры были не критическими с учетом размера золотовалютных резервов ЦБ РФ.



Источники: ЦБ РФ, расчеты автора.

Рис. 3. Золотовалютные резервы ЦБ РФ, 1994–2011 годы (на начало года, млрд долл.)

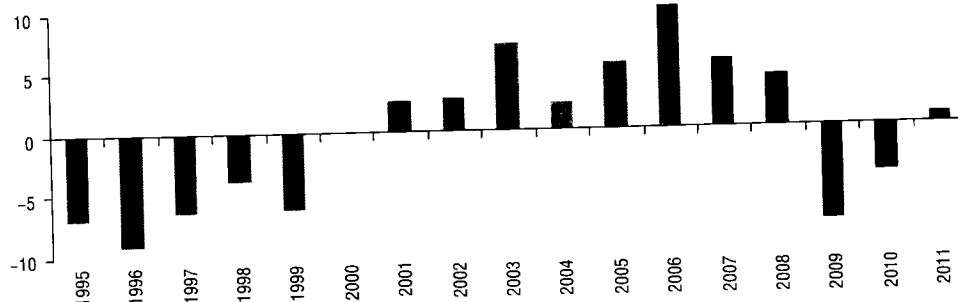
Перед кризисом 1998 года российский бюджет характеризовался значительным дефицитом. С 2000 года он становится профицитным, размер профицита в 2007 году составил 1 782 млрд руб., или 5,5% от ВВП, в 2008 году — 4,1% ВВП (рис. 4). В 2004 году был создан Стабилизационный фонд, который использовался в том числе для сокращения внешнего долга. На начало 2008 года в фонде находилось

Т а б л и ц а 1

Внешний долг частного сектора (млн долл., на начало года)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Внешний долг частного сектора	106,4	176,1	280,2	317,1	285,9	305,6	324,7
Изменение в % к соответствующему периоду предыдущего года		66	59	13	-10	7	6

Источники: ЦБ РФ, расчеты автора.

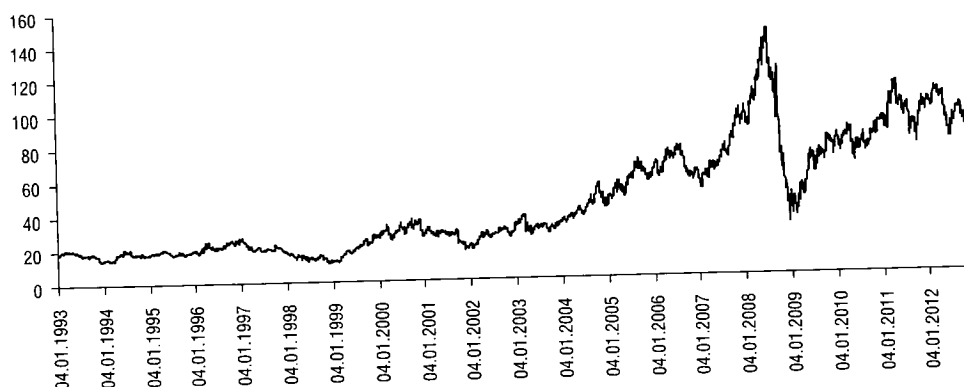


Источник: Министерство финансов РФ.

Рис. 4. Профицит федерального бюджета РФ, 1995–2011 годы (% ВВП)

157 млрд долл., на конец — в фондах Национального благосостояния и Резервном, на которые был разделен стабфонд, насчитывалось около 200 млрд долл.

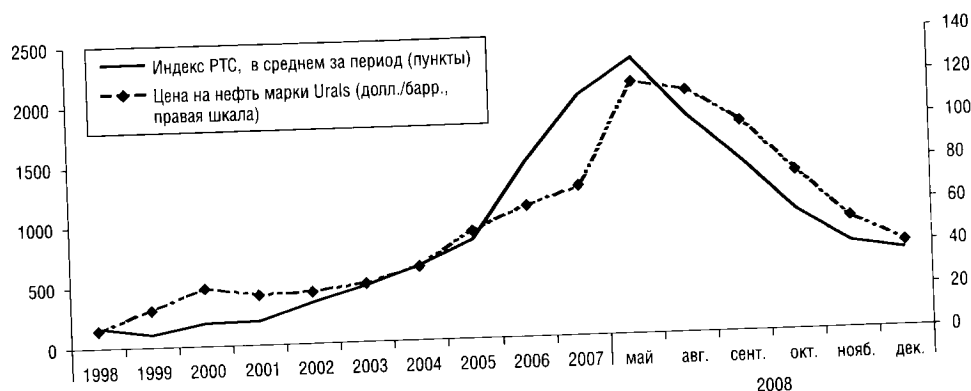
Одним из основных факторов благоприятного состояния государственных финансов перед кризисом 2008 года стал устойчивый рост цен на нефть в течение восьми лет. Если в 1996–1997 годах цена нефти марки WTI составляла 20–30 долл. за баррель, а в 1998 году снизилась до отметки менее 10 долл., то начиная с 2000 года она постоянно росла, превысив в 2008 году 140 долл. за баррель (рис. 5).



Источник: U.S. Energy Information Administration (EIA).

Рис. 5. Динамика цены на нефть марки WTI, 1993–2012 годы (долл.)

Как показано в работе [Замараев и др., 2009], в период с 1998 по 2008 год существовала ярко выраженная зависимость движения цен российских акций от цены на нефть на длинных интервалах (рис. 6).



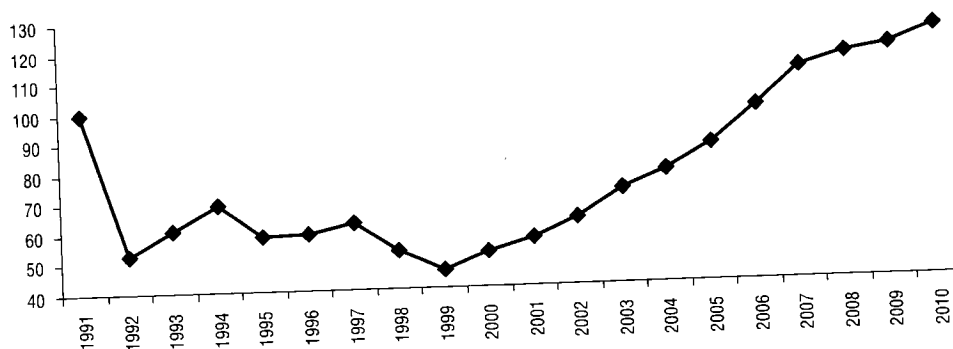
Источник: [Замараев и др., 2009].

Рис. 6. Динамика РТС и цена на нефть марки Urals, 1998–2008 годы

Еще одним фактором, влияющим на экономическую ситуацию в России, является динамика инфляции: если в 1995 году она составляла 131%, в 1998 году — 84%, то начиная с 1999 года наблюдалось постепенное ее снижение — инфляция опустилась до 9% в 2006 году, а в 2007–2008 годах имел место небольшой рост.

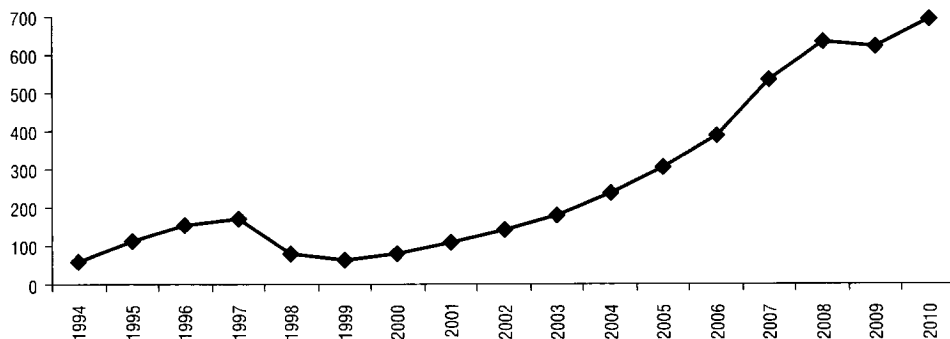
Реальные располагаемые доходы населения, по данным Росстата, в 1999 году составляли 46% от уровня 1991 года. Их устойчивый рост начался в 2000 году, в 2007 году они впервые превысили уровень 1991 года, а в 2008 году составили 115% от данного уровня (рис. 7).

Среднемесячная номинальная начисленная заработная плата в долларовом выражении опустилась в кризисном 1999 году до 63 долл., но в 2000 году она стала вновь расти устойчивым темпом, достигнув 634 долл. в 2007 году (рис. 8).



Источник: Росстат.

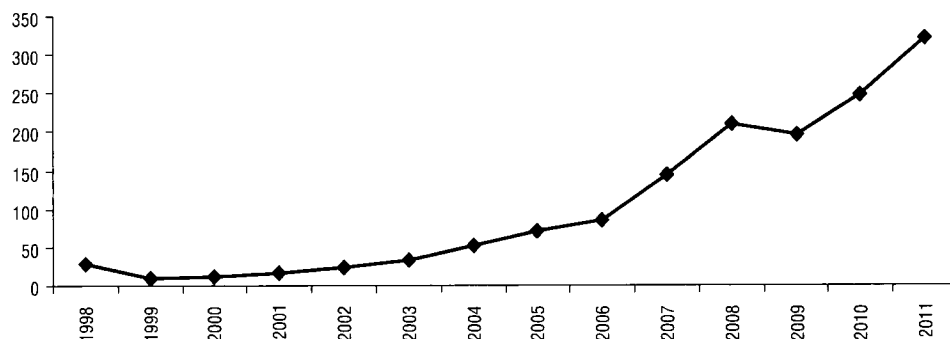
Рис. 7. Реальные располагаемые денежные доходы населения России, 1991–2010 годы (% от уровня 1991 года)



Источник: Росстат.

Рис. 8. Среднемесячная номинальная начисленная заработная плата, 1994–2010 годы (долл.)

Рост номинальных и реальных доходов населения, формирование прослойки среднего класса привели к росту сбережений. С середины 2000-х годов наблюдался резкий рост депозитов на банковских счетах. Их объем в долларовом выражении в 2008 году составил 210 млрд (около 1500 долл. на душу населения) (рис. 9).



Источник: Росстат.

Рис. 9. Банковские депозиты физических лиц, 1998–2011 годы (млрд долл., на начало года)

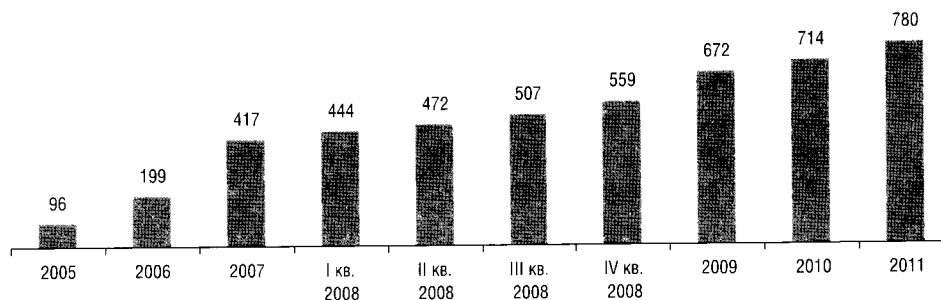
Таким образом, перед кризисом 2008 года имела место благоприятная экономическая ситуация.

Массовый выход на рынок новых игроков-непрофессионалов

К 2008 году вырос спрос населения на финансовые инструменты. Если в 1997 году он составил 36 млрд деноминированных рублей, то в 2007 году — 2,7 трлн. Значительно возросла доля сбережений, направляемая на депозиты и рынок ценных бумаг: она увеличилась с 29,9% в 2004 году до 42,9% в 2007 году, в первую очередь за счет

резкого снижения доли вложений в валюту. Начался быстрый приток физических лиц на фондовый рынок. В 2006 году число клиентов — физических лиц биржи ММВБ более чем удвоилось, достигнув 200 тыс. человек. В 2007 году оно превысило 400 тыс., а на конец первого полугодия 2008 года составило 472 тыс.

В кризис 2008 года оттока счетов на ММВБ не наблюдалось, напротив — число клиентов биржи устойчиво росло на протяжении всего года, а также в 2009—2011 годах, достигнув 780 тыс. на конец 2011 года (рис. 10). Аналитики биржи связывают рост числа игроков — физических лиц в 2008 году с резким усилением волатильности российских акций: ее рост заметно увеличивает шансы на выигрыш в случае правильно угаданного направления изменения цен [Гейнц, Турчановский, 2009].



Источник: ММВБ (www.micex.ru).

Рис. 10. Число физических лиц — клиентов ММВБ, 2005—2011 годы
(тыс. чел., на конец периода)

При падении рынка физические лица стали лидерами по объему операций, опередив инвесторов-нерезидентов: так, по итогам января 2009 года доля физлиц в суммарном обороте вторичного рынка акций ММВБ достигла рекордных 49%, тогда как на протяжении всего 2007 года и большей части 2008 года она составляла примерно 30% [Гейнц, Турчановский, 2009].

Важным индикатором выхода непрофессиональных инвесторов на рынок является рост числа пайщиков ПИФов: большинство розничных инвесторов инвестируют через подобные организации. По данным Национальной лиги управляющих, количество пайщиков фондов выросло с 176 тыс. в 2005 году до 342 тыс. в 2006 году и до 480—500 тыс. в 2007 году (далее данные перестали собираться). Рост в 2007 году числа пайщиков ПИФов примерно на 40—47% при притоке средств в размере всего 8% свидетельствует о том, что на фондовый рынок пришли более мелкие игроки: по расчетам автора, средний размер вклада в ПИФы в 2006 году составил 9300 долл., тогда как в 2007 году — всего 2300, или четверть от уровня 2006 года.

По подсчетам НАУФОР, на начало 2008 года количество физических лиц — резидентов, вовлеченных в операции с акциями на пря-

мую или через инструменты коллективных инвестиций, составляло 693—809 тыс. человек, или около 0,9—1,1% экономически активного населения страны. Такой уровень вовлеченности в игру на фондовом рынке НАУФОР оценила как низкий [НАУФОР, 2008а. С. 22]. Для сравнения: общее количество игроков — физических лиц в 2008 году в России было процентов на 30—40 меньше, чем накануне краха фондового рынка в США в 1929 году, где, по оценке Джона Гэлбрейта, их насчитывалось около 1 млн человек при сопоставимом населении (120 млн). В 1980-х годах в Японии брокерские счета имелись у 30 млн человек, или у каждой семьи.

Одним из косвенных индикаторов активности розничных инвесторов является их участие в «народных» IPO. В 2006—2007 годах состоялись три «народных» IPO российских компаний: ОАО «Роснефть», ОАО «Сбербанк» и ОАО «Банк ВТБ». В размещениях «Роснефти» и ВТБ участвовали более 115 и 135 тыс. человек соответственно, меньшая активность при размещении «Сбербанка» (46 тыс.) объясняется высокой для мелкого инвестора пороговой ценой — одна акция стоила 89 000 руб. Средний лот, приобретаемый розничными инвесторами в ходе «народных» IPO, составил от 6,5 («Роснефть») до 17,4 тыс. долл. («Сбербанк»), общие вложения (без учета покупок олигархов) составили от 27,8 млн («Роснефть») до 62,1 млн долл. (ВТБ), они выкупили от 7% («Роснефть») до 19% (ВТБ) объема размещения. Это ниже, чем средняя доля розничных инвесторов в «народных» IPO в других странах: в среднем по глобальной выборке исследования за 2003—2007 годы она составила 27%, колеблясь между 16 и 36% в разные годы [Чиркова, Кокорев, 2010].

Таким образом, фактор «массовый выход на рынок новых игроков» для 2008 года подтверждается частично.

Рост объемов кредитования и стоимость кредита, ограничения на короткие продажи

Предкризисный период кризиса 2008 года характеризовался низкими процентными ставками. Так, по данным ЦБ РФ, в 2006 году реальная ставка рефинансирования не превышала 3%, в 2007 году — 2%, а в 2008 году была отрицательной (номинальная ставка колебалась при этом в диапазоне от 10,5 до 12%).

В России отсутствует статистика по кредитованию брокеров банками и кредитованию ими маржинальной торговли. Для оценки динамики кредитования торговли акциями мы воспользуемся косвенными индикаторами, относящимися как к маржинальной торговле, так и к коротким продажам. Вплоть до 2006 года на российском фондовом рынке не существовало законодательных ограничений на короткие продажи, в юридических терминах российского законодательства — на заключение необеспеченных сделок. Первым нормативным документом, ограничивающим сделки без обеспечения, стал

Приказ ФСФР от 7 марта 2006 года № 06-24/пз-н «Об утверждении Правил осуществления брокерской деятельности при совершении на рынке ценных бумаг сделок с использованием денежных средств и/или ценных бумаг, переданных брокером в заем клиенту (маржинальных сделок)», который ограничивал уровень маржи 50% (как в США) и вводил запрет для брокеров на исполнение поручений клиентов на совершение маржинальных и необеспеченных сделок в отношении неликвидных ценных бумаг. Их список формируется организаторами торговли на рынке ценных бумаг ежеквартально. Перед коррекцией 2008 года на площадке РТС листинг имели акции 362 эмитентов, а список ликвидных включал 42. На ММВБ список ликвидных акций в середине 2008 года включал 26 эмитентов. Данное законодательное ограничение обходилось некоторыми участниками торгов, в том числе за счет сделок репо и сделок с отсрочкой поставки бумаги.

Как видно из табл. 2, с 2005 по первое полугодие 2008 года доля сделок репо выросла с 18,5 до 62,4% общего объема биржевых операций с акциями. Такая высокая доля сделок репо не соответствует мировой практике [НАУФОР, 2008а. С. 13] — по всей видимости, большая их часть обеспечивает маржинальную торговлю. В сентябре 2008 года ФСФР наложила официальный запрет на совершение любых коротких продаж акций, после чего начала штрафовать участников рынков, проводивших сделки репо, объясняя это тем, что ими маскируются короткие продажи акций¹, тем самым официально подтвердив, что часть сделок репо де факто являются сделками открытия «шортов». Выделить из общего объема сделок «шорты» не представляется возможным.

Таблица 2

Доля сделок РЕПО в общем объеме сделок на ММВБ (%)

	2005	2006	2007	2008				2008
				I кв.	II кв.	III кв.	IV кв.	
Доля сделок репо	18,5	25,6	50,5	58,0	62,4	67,2	65,0	62,8

Источник: [НАУФОР, 2008b].

Итак, юридические ограничения на короткие продажи, наложенные в 2006 году, не являлись серьезным барьером для участников рынка, поскольку легко обходились. В то же время рыночные ограничения на короткие продажи в России сильнее, чем в США, в силу неразвитости рынка (трудно взять акции займы, короткие сроки одалживания), и это тем более касается акций эмитентов, которые организовали квазипубличные размещения по завышенным ценам.

Можно заключить, что признак «рост объемов кредитования и низкая стоимость кредита» в целом выполняется.

¹ Наказали за шорты // Ведомости. 2009. 4 марта.

*Государственная политика по поддержанию фондового рынка
и ключевых инвесторов и финансовых организаций*

Перед крахом 2008 года государство прямо заявляло о политике поддержки крупнейших кредитных учреждений (политика *too big to fail*): крупные госбанки могли рассчитывать на помощь государства в случае необходимости, средние и мелкие банки могли получить средства на межбанковском рынке. Финансовые власти также практиковали политику поглощений устойчивыми банками неустойчивых. Таким образом, наличие предпосылки «государственная поддержка» для 2008 года подтверждается.

Возникновение новых средств коммуникации, упрощающих и/или удешевляющих торговлю акциями. Для конца XX века новым средством коммуникации, упрощающим и удешевляющим торговлю акциями, является интернет-трейдинг. Переход к нему в России произошел позже, чем в США и других развитых странах. ММВБ запустила первый в стране программный интерфейс для подключения удаленных терминалов инвесторов к своей торговой системе с помощью интернет-технологий в апреле 2000 года, когда в США бум на рынке интернет-акций уже закончился. Сервис ММВБ позволил брокерским компаниям начать предоставлять услугу интернет-трейдинга своим клиентам — физическим лицам. Первой ее начала оказывать компания «Атон». К концу 2001 года к торговому комплексу ММВБ было подключено 159 брокерских систем и 70% биржевых сделок с ценными бумагами стало совершаться через Интернет. Сформировалась группа брокерских компаний, специализирующихся на предоставлении подобных услуг физическим лицам. Данную услугу стали оказывать и крупные российские банки. В 2002 году на рынке уже было представлено несколько десятков систем интернет-трейдинга. С этого же года российские брокеры предоставляют возможность синхронной работы с биржами в Токио, Гонконге, Лондоне, Нью-Йорке. Предоставление услуг интернет-трейдинга снизило планку вхождения на фондовый рынок для розничного инвестора. Если при исполнении сделок вручную брокерам было невыгодно работать со счетами менее 10 тыс. долл., то при интернет-трейдинге минимум понизился до одной тысячи. Также в несколько раз упали комиссионные за сделку, взимаемые брокерами.

Можно констатировать, что фактор «новые средства коммуникации» для 2008 года действует частично — потому что услуга была введена примерно за 6—7 лет до пика рынка и скорее повлияла на выход на рынок новых игроков в 2001—2003 годах, нежели позднее.

Таким образом, из предпосылок формирования пузыря в 2008 году в России имели место благоприятная экономическая ситуация, рост объемов кредитования и низкая стоимость кредита, господдержка инвесторов. Факторы «массовый выход на рынок инвесторов-непрофессионалов» и «возникновение новых средств коммуникации» действовали частично.

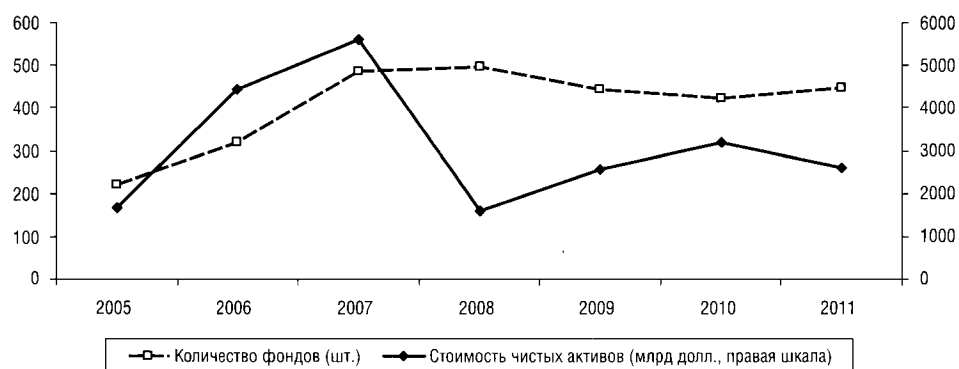
2. Диагностирование косвенных признаков наличия пузыря

Увеличение количества инвестиционных фондов

Активное развитие паевых фондов началось в 2001 году — после выхода Федерального закона «Об инвестиционных фондах». В России начали возникать новые управляющие компании и создаваться фонды различных типов: индексные, денежного рынка, прямых инвестиций и пр., а также появились ПИФы с торгуемыми на бирже паями. Росло и число фондов (3 в 2005 году, 18 — к концу 2007 года). В контексте данного исследования интерес представляют открытые фонды, поскольку закрытые и интервальные в нашей стране, как правило, создаются для обслуживания интересов одного профессионального участника рынка и являются формами защиты активов и минимизации налогообложения.

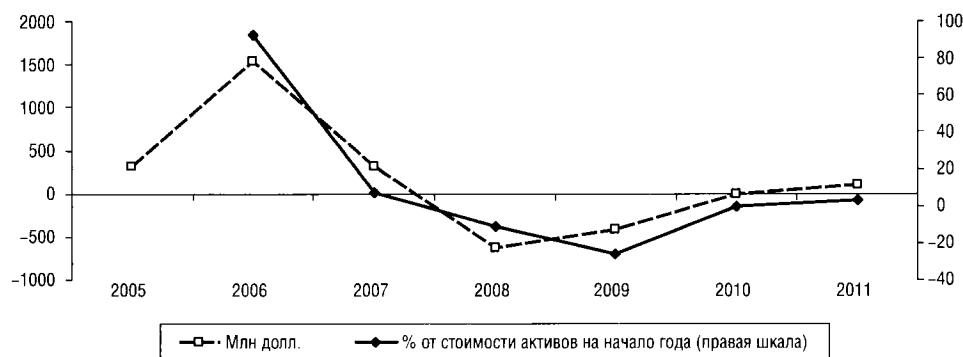
Количество фондов резкоросло в 2006—2007 годах. Пик пришелся на первое полугодие 2008 года, когда в стране действовало 486 фондов. Затем их число начало снижаться. Стоимость чистых активов быстрыми темпами росла вплоть до 2007 года, составив на конец года 5,6 млрд долл. Этот рост связан как с ростом рынка, так и с притоком в фонды новых денег. В 2006 году объем привлечения новых средств составил около 1,5 млрд долл., или 92% от стоимости активов на начало года, в 2007 году — 320 млн долл., или 7,2%. В 2008 году наблюдался отток в размере 11% от стоимости активов на начало года, он начался во II квартале и тогда же достиг годового максимума. В 2009 году отток составил около 26% от размера средств на начало года (рис. 11—12).

На конец 2007 года активы ПИФов составляли 3,6% от размера банковских депозитов. В кризисный 2008 и последующие годы на банковские депозиты наблюдался приток средств в долларовом выражении, даже несмотря на девальвацию (или благодаря ей), а со счетов



Источник: [НАУФОР, 2011].

Рис. 11. Динамика количества открытых ПИФов и стоимости их чистых активов, 2005—2011 годы



Источник: [НАУФОР, 2011].

Рис. 12. Динамика объемов чистого привлечения денежных средств открытыми ПИФаами, 2005–2011 годы

в ПИФах имел место отток (плюс падение стоимости активов из-за снижения цен), в результате чего на конец 2009 и 2011 годов активы ПИФов составляли всего 0,9 и 0,8% от размера средств на банковских депозитах соответственно.

Таким образом, признак «увеличение количества фондов» выражен слабо: непосредственно перед кризисом количество фондов перестало увеличиваться, а приток средств в них в 2007 году сократился почти в пять раз по сравнению с предыдущим годом. Однако для 2007 года характерен выход на рынок мелких игроков, что связано с формированием пузыря.

Рост количества IPO и недооценка акций при размещении

Российский рынок IPO начал формироваться с 2004 года: в этом году было осуществлено 5 размещений, в 2005 году — 9, в 2006 году — 14, в пиковом 2007 году — 21. В ходе этих 49 размещений эмитенты привлекли около 50 млрд долл., из них 30 млрд — в 2007 году. Средний объем размещения вырос с 620 млн в 2004 году до 1,2 млрд в 2006 году и 1 млрд — в 2007 году [Напольнов, 2011]. В 2007 году Россия стала четвертым по размеру развивающимся рынком по общему объему IPO, пропустив вперед только Китай, Бразилию и Индию. Россия также опередила ряд крупных развитых стран: например, Великобританию с 22 млрд и Германию с 11 млрд долл. Доля российского фондового рынка в совокупной мировой капитализации выросла с 0,1% в 2000 году до 2,4% в 2007 году [НАУФОР, 2008а. С. 74]. Отраслевого уклона в проведении IPO в последние годы перед кризисом не прослеживается: размещались компании из таких секторов, как недвижимость, финансы, энергетика, телекоммуникации, металлургия, нефть и газ, потребительский сектор, розничная торговля и др.

До кризиса российский рынок не успел выйти в фазу IPO средних и менее качественных эмитентов: по информации бывшего президен-

та ММВБ Александра Потемкина, в 2008—2009 годах планировалось размещение около 150 эмитентов на общую сумму 30—50 млрд долл. (то есть со средним объемом 200—300 млн долл.), но из-за кризиса состоялось всего три (одно из них на 5 млн долл.).

Рагхурам Раджан и Луиджи Зингалес предлагают такой индикатор развитости фондового рынка, как количество публичных компаний на млн человек, — он хорош тем, что не подвержен колебаниям рынка. По их данным, на 1999 год (на другие годы данные отсутствуют) для России этот показатель составлял 0,81, тогда как для Бразилии — 3,18, Индии — 6,48, Южной Африки — 15,86, Египта — 13,81 [Rajan, Zingales, 2003]. С учетом 55 IPO, совершенных после 1999 года, на 2008 год данный показатель для России, согласно расчетам автора по методологии Раджана и Зингалеса, составил бы 1,2 — очень низкое значение по сравнению со странами БРИКС.

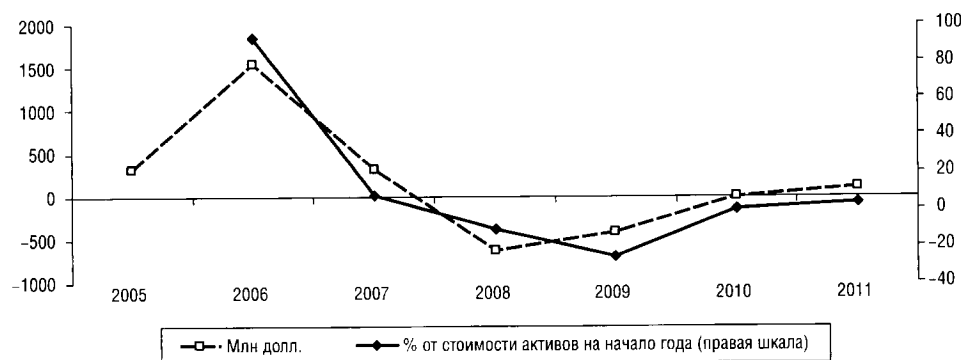
Средний рост цен в первый день котирования по годовым подвыборкам в данный период составил от 1,3 до 3,6% [Напольнов, 2011] и не является значительным по сравнению, например, с данными, приведенными в работе [Loughran, Ritter, 2004], согласно которым во время интернет-бума 1999—2000 годов в США он достиг 65%. Для пузыря должен быть характерен большой рост, так как он свидетельствует об ажиотажном спросе.

Таким образом, признак «рост количества IPO и недооценка акций при размещении» в 2008 году отсутствует.

Перетекание на фондовый рынок средств из-за рубежа

Согласно расчетам автора по данным Всемирного банка (ВВП) и базы *Coordinated Portfolio Investment Survey*² МВФ, в 2000-х годах быстро рос общий приток иностранных средств в российские ценные бумаги: он увеличился с 1,3 млрд в 2001 году до 24 млрд в 2008 году и 44 млрд в 2011 году. В основном это инвестиции в долговые инструменты. Доля акций невелика: начиная с 2003 года она колебалась от 1,3 до 3%, причем 2007—2008 годы не являются для этого показателя пиковыми: в этот период она составляла около 2%, впоследствии увеличившись до 3%. Для сравнения: портфельные инвестиции в казахстанские акции в 2008 году составили 6% от всех портфельных инвестиций в страну и колебались от 3,1 до 5,7% начиная с 2004 года. С этой перспективы динамика казахстанского фондового рынка больше похожа на коррекцию пузыря, нежели российская. Темпы прироста иностранных портфельных инвестиций в российские акции перед кризисом 2008 года были очень высоки и составили 158, 51 и 703% в 2006, 2007 и 2008 годах соответственно, при этом рост в 2007 году был достигнут на фоне 31-процентного падения совокупных портфельных инвестиций.

² <http://cpis.imf.org/>.



Источник: [НАУФОР, 2011].

Рис. 12. Динамика объемов чистого привлечения денежных средств открытыми ПИФаами, 2005–2011 годы

в ПИФах имел место отток (плюс падение стоимости активов из-за снижения цен), в результате чего на конец 2009 и 2011 годов активы ПИФов составляли всего 0,9 и 0,8% от размера средств на банковских депозитах соответственно.

Таким образом, признак «увеличение количества фондов» выражен слабо: непосредственно перед кризисом количество фондов перестало увеличиваться, а приток средств в них в 2007 году сократился почти в пять раз по сравнению с предыдущим годом. Однако для 2007 года характерен выход на рынок мелких игроков, что связано с формированием пузыря.

Рост количества IPO и недооценка акций при размещении

Российский рынок IPO начал формироваться с 2004 года: в этом году было осуществлено 5 размещений, в 2005 году — 9, в 2006 году — 14, в пиковом 2007 году — 21. В ходе этих 49 размещений эмитенты привлекли около 50 млрд долл., из них 30 млрд — в 2007 году. Средний объем размещения вырос с 620 млн в 2004 году до 1,2 млрд в 2006 году и 1 млрд — в 2007 году [Напольнов, 2011]. В 2007 году Россия стала четвертым по размеру развивающимся рынком по общему объему IPO, пропустив вперед только Китай, Бразилию и Индию. Россия также опередила ряд крупных развитых стран: например, Великобританию с 22 млрд и Германию с 11 млрд долл. Доля российского фондового рынка в совокупной мировой капитализации выросла с 0,1% в 2000 году до 2,4% в 2007 году [НАУФОР, 2008а. С. 74]. Отраслевого уклона в проведении IPO в последние годы перед кризисом не прослеживается: размещались компании из таких секторов, как недвижимость, финансы, энергетика, телекоммуникации, металлургия, нефть и газ, потребительский сектор, розничная торговля и др.

До кризиса российский рынок не успел выйти в фазу IPO средних и менее качественных эмитентов: по информации бывшего президен-

та ММВБ Александра Потемкина, в 2008—2009 годах планировалось размещение около 150 эмитентов на общую сумму 30—50 млрд долл. (то есть со средним объемом 200—300 млн долл.), но из-за кризиса состоялось всего три (одно из них на 5 млн долл.).

Рагхурам Раджан и Луиджи Зингалес предлагают такой индикатор развитости фондового рынка, как количество публичных компаний на млн человек, — он хорош тем, что не подвержен колебаниям рынка. По их данным, на 1999 год (на другие годы данные отсутствуют) для России этот показатель составлял 0,81, тогда как для Бразилии — 3,18, Индии — 6,48, Южной Африки — 15,86, Египта — 13,81 [Rajan, Zingales, 2003]. С учетом 55 IPO, совершенных после 1999 года, на 2008 год данный показатель для России, согласно расчетам автора по методологии Раджана и Зингалеса, составил бы 1,2 — очень низкое значение по сравнению со странами БРИКС.

Средний рост цен в первый день котирования по годовым подвыборкам в данный период составил от 1,3 до 3,6% [Напольнов, 2011] и не является значительным по сравнению, например, с данными, приведенными в работе [Loughran, Ritter, 2004], согласно которым во время интернет-бума 1999—2000 годов в США он достиг 65%. Для пузыря должен быть характерен большой рост, так как он свидетельствует об ажиотажном спросе.

Таким образом, признак «рост количества IPO и недооценка акций при размещении» в 2008 году отсутствует.

Перетекание на фондовый рынок средств из-за рубежа

Согласно расчетам автора по данным Всемирного банка (ВВП) и базы *Coordinated Portfolio Investment Survey*² МВФ, в 2000-х годах быстро рос общий приток иностранных средств в российские ценные бумаги: он увеличился с 1,3 млрд в 2001 году до 24 млрд в 2008 году и 44 млрд в 2011 году. В основном это инвестиции в долговые инструменты. Доля акций невелика: начиная с 2003 года она колебалась от 1,3 до 3%, причем 2007—2008 годы не являются для этого показателя пиковыми: в этот период она составляла около 2%, впоследствии увеличившись до 3%. Для сравнения: портфельные инвестиции в казахстанские акции в 2008 году составили 6% от всех портфельных инвестиций в страну и колебались от 3,1 до 5,7% начиная с 2004 года. С этой перспективы динамика казахстанского фондового рынка больше похожа на коррекцию пузыря, нежели российская. Темпы прироста иностранных портфельных инвестиций в российские акции перед кризисом 2008 года были очень высоки и составили 158, 51 и 703% в 2006, 2007 и 2008 годах соответственно, при этом рост в 2007 году был достигнут на фоне 31-процентного падения совокупных портфельных инвестиций.

² <http://cpis.imf.org/>.

Данные МВФ по иностранным инвестициям в российские акции подтверждаются статистикой биржи ММВБ, согласно которой в 2007 — первой половине 2008 годов доля операций инвесторов-нерезидентов в суммарном рыночном обороте быстро росла. В январе 2007 года они формировали около 22,7% биржевого брутто-оборота, к августу 2008 года — 39,7%. По итогам 2007 года сальдо операций нерезидентов было положительным, в январе—марте 2008 года сложилось значительное отрицательное сальдо, ситуация усугубилась летом, максимальный отток средств был зафиксирован в июле и октябре (соответственно 74 и 63 млрд руб.). В последние месяцы года абсолютный размер отрицательного сальдо операций нерезидентов немного сократился, что отчасти объясняется существенным удешевлением стоимости торгуемых бумаг (50-миллиардное декабрьское отрицательное сальдо эквивалентно примерно 170-миллиардному в июльских ценах). В сентябре доля нерезидентов в биржевом обороте рынка акций ММВБ начала уменьшаться, достигнув минимума в январе 2009 года — 24,4%, то есть сократившись по сравнению с летними месяцами 2008 года в 1,6 раза [Гейнц, Турчановский, 2009].

Таким образом, признак «перетекание средств на фондовый рынок из реального сектора и приток его из-за рубежа» частично подтверждается.

Узость рынка

Под узостью рынка подразумевается, что перед существенной коррекцией растут лишь бумаги отдельного сектора либо отдельных эмитентов. Непосредственно перед пиком с заметным отрывом от индекса ММВБ росли индексы «Химия и нефтехимия», «Машиностроение», «Металлы» и «Нефть»³.

С начала года по 19 мая 2008 года (пик индекса ММВБ) индекс «Химия и нефтехимия» вырос на 67,4%, а индекс ММВБ-10 (10 крупнейших по капитализации компаний) упал на 21,3%. В этот период индекс нефтехимических компаний переигрывал индекс ММВБ на 0,8% в день, а в период с 20 мая по 30 сентября 2008 года, когда индекс ММВБ падал, — на 1,1%. В тот период в индекс «Химия и нефтехимия» входили 4 ценные бумаги трех эмитентов: «Акрона», «Дорогобужа» и «Уралкалия», специализирующихся на производстве минеральных удобрений. Резкий рост индекса связан с улучшением финансовых показателей данных компаний за счет благоприятной внешней конъюнктуры: за первые 4 месяца 2008 года цены на калий и минеральные удобрения выросли на 110% (на нефть — примерно на 55%). Акции индекса нефтехимических компаний занимали малую долю в общем обороте рынка (менее 0,3% от совокупного объема торгов), и ни одна из акций этого отраслевого индекса не входила

³ По данным биржи ММВБ (www.micex.ru).

в индекс ММВБ. В индекс ММВБ «Машиностроение» входила только одна компания из машиностроительного сектора — «АвтоВАЗ», и объем торгов по ней еще меньше, чем по нефтехимическим компаниям. Она входила в индекс ММВБ, но ее доля составляла 0,41%.

Акции компаний металлургического сектора составляли значительную, около 10—15%, долю от оборота ММВБ в 2008 году, в расчет индекса ММВБ входили 4 компании с совокупной долей в нем в 13,5%. Двумя другими отраслевыми индексами с большой долей в индексе ММВБ являются «Энергетика» и «Нефть». Начиная с января 2007 года индекс нефтяных компаний (около 60—70% объема торгов, доля в индексе ММВБ — 55,5%) вырос на 20%. Энергетические акции падали с весны 2007 года. Таким образом, рост индекса ММВБ был обеспечен за счет роста нефтяного и металлургического секторов, совокупная доля которых в индексе оставляет 69%. Эти же индексы находились на пике в момент пика всего рынка. Признак «узость рынка» не подтверждается.

Таким образом, из четырех проанализированных нами косвенных признаков пузыря два («приток средств на фондовый рынок из-за рубежа» и «рост количества инвестиционных фондов») выражены слабо, а два («рост IPO и недооценка акций при размещении» и «узость рынка») вообще отсутствуют.

3. Диагностирование непосредственных признаков финансового пузыря

Рассчитаем среднегодовую доходность индекса РТС за время его существования. Среднегодовой темп прироста рассчитывается по формуле:

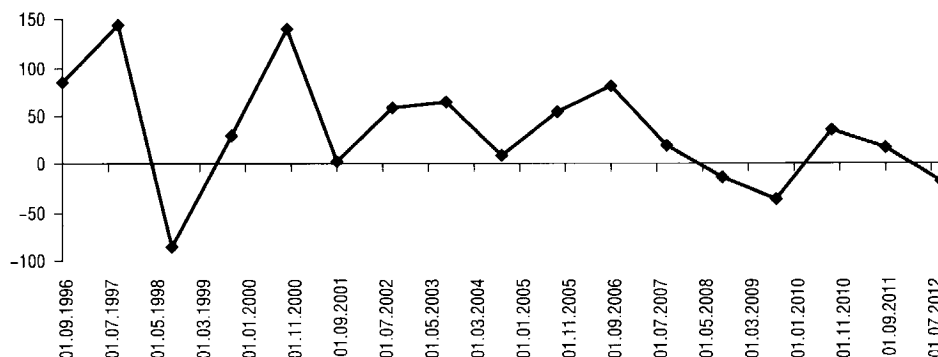
$$r = \sqrt[t]{\frac{I_t}{I_0}} - 1,$$

где: r — среднегодовая доходность индекса за период $[t - 0]$, I_t — значение индекса в момент t , I_0 — значение индекса в момент 0. Для российского рынка $I_0 = 100$, $I_t = 1406$, $t = 17,33$, соответственно $r = 17,1\%$.

При высокой среднегодовой доходности волатильность также высока. Среднеквадратическое годовое отклонение индекса рассчитывалось по формуле:

$$\sigma = \sqrt{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n (r_i - r)^2},$$

где: σ — среднеквадратическое отклонение годовой доходности, n — число наблюдений (в нашем случае — лет), r — средняя годовая доходность индекса за период, r_i — доходность в год i . На интервале с 1 сентября 1995 по 1 сентября 2012 года этот показатель составил 62% (для индекса S&P 500 он составляет около 15% за последние 60 лет).

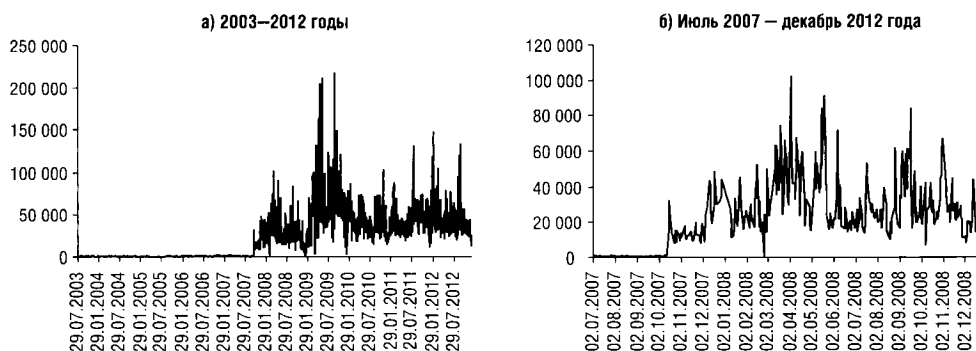


Источники: Bloomberg, расчеты автора.

Рис. 13. Годовая доходность индекса РТС с 1 сентября 1995 года по 3 сентября 2012 года (%)

Роста средней дневной волатильности непосредственно перед пиком рынка в 2008 году не наблюдается; она, наоборот, снижается. В течение полугода до мая 2008 года (верхнего пика рынка) она составляла 1,6 против 2,7% с 1995 по 2012 год. Сокращение волатильности фондового рынка в 2008 году говорит об отсутствии на нем пузыря.

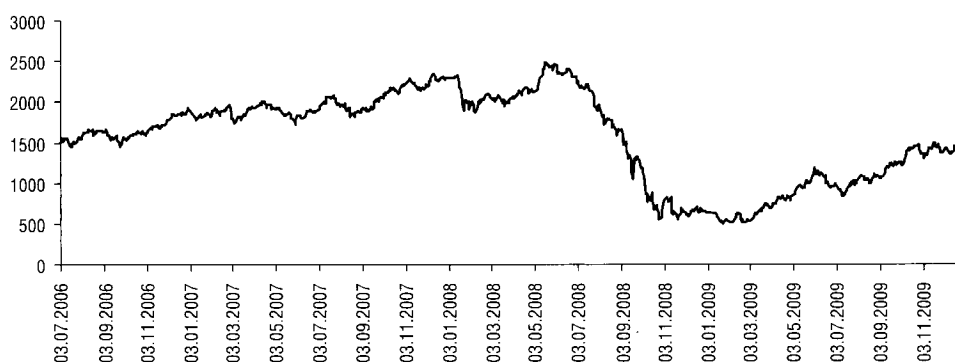
В октябре 2007 года начался резкий рост объема торгов акциями в штуках на бирже ММВБ (рис. 14). В 2003—2006 годах в редкий день он превышал 1 млн штук, в течение первых трех кварталов 2007 года недотягивал до 2 млн. В октябре 2007 года наблюдался примерно десятикратный рост оборота, а 19 мая 2008 года оборот превысил 90 млн, что является максимальным предкризисным значением. Можно было бы утверждать, что рост объема торгов является косвенным признаком пузыря, если бы не его динамика после кризиса: он сокращался во время коррекции цен, однако начал резко расти в марте 2009 года, а в июне 2009 года превысил 210 млн штук. Восстановление докризисного объема торгов в 2009—2012 годах свидетельствует не в пользу пузыря.



Источник: ММВБ.

Рис. 14. Объем торгов акциями на ММВБ (млн шт.)

Ускоряющегося роста цен на подходе к пику не наблюдалось, падение на 80% за 8 месяцев было быстро компенсировано внушительным (в 4,5 раза) послекризисным ростом, послекризисный максимум, составивший 85% от пиковых значений, был достигнут через 2 года и три месяца после разворота тренда (рис. 15). Очень быстрое восстановление при глубоком падении означает, что если и имел место пузырь, то он был слабым. В то же время столь быстрое восстановление было частично обусловлено беспрецедентным «вливанием» ликвидности в российский финансовый и реальный сектор государством: расходы бюджета, направленные на поддержку финансовой системы, превысили 200 млрд долл., или 3% ВВП.



Источник: биржа РТС (www.rts.ru).

Рис. 15. Динамика индекса РТС, 2007–2009 годы

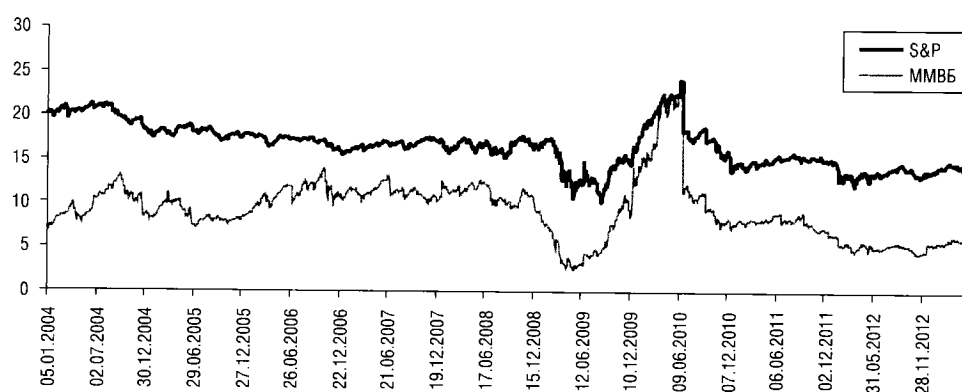
Среднегодовая доходность без учета дивидендов при покупке индекса на пике 19 мая 2008 года на 31 декабря 2012 года составляет –10,28%. Отрицательная доходность при вложении в индекс на пике не свидетельствует о наличии пузыря, так как относительно невелика и измеряется на коротком интервале — около 4,5 лет — и не является пока репрезентативной.

Перейдем к анализу уровня рынка. Q Тобина для российского рынка в целом не рассчитывается, поэтому проанализируем оставшиеся применимые показатели — P/E, «отношение рыночной капитализации к ВВП» и «дивидендная доходность» (DIV/P).

По мнению автора, лучшей оценкой целевого показателя P/E российского рынка является его исторический средний показатель, несмотря на то, что временной ряд является очень коротким. За период с 1 января 2002 года по 29 ноября 2012 года средний P/E индекса РТС, рассчитанный по дневным значениям по данным *Bloomberg*, составил 7,5 (против 17,3 для индекса *S&P 500*). Применим к целевому P/E российского рынка критерий, сформулированный нами на основе анализа динамики американского рынка: в случае, если на рынке сформировался пузырь, показатель P/E должен превышать исторический средний уровень на 70 и более процентов. Для индекса РТС

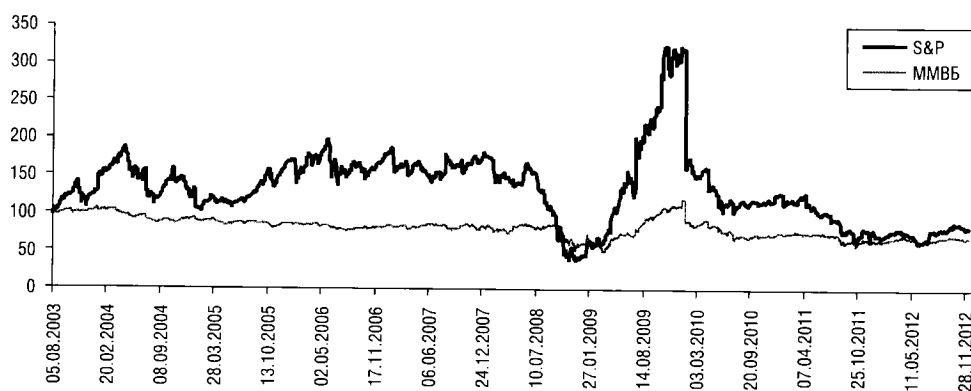
таким бенчмарковым значением является $7,5 \times 1,7 = 12,75$. По данным *Bloomberg*, P/E индекса РТС превышал 12 очень непродолжительное время (в декабре 2007 — январе 2008 года), максимальное значение составило 12,8. С конца июня P/E стал резко понижаться, достигнув локального минимума в 2,8 20 ноября 2008 года. Максимальное значение P/E за историю расчета для российского рынка (22,7) было достигнуто в кризисный период, 16 декабря 2009 года, что отражает резкое сокращение корпоративных прибылей, которые упали с пикового уровня на 70%.

Динамика P/E российского рынка и P/E индекса *S&P 500* схожа: коррекция и восстановление начались приблизительно в одно и то же время; глубина коррекции в процентном отношении примерно одинакова; более высокие значения P/E из-за сокращения корпоративных прибылей были достигнуты во время кризиса, а не до него. Однако во время кризиса российский рынок показал более высокие относительные значения P/E, чем *S&P 500* (рис. 16—17).



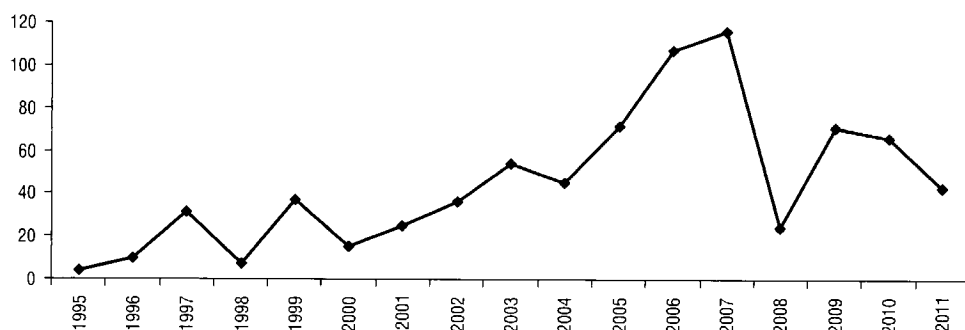
Источники: данные Bloomberg, расчеты автора.

Рис. 16. P/E индексов ММВБ и S&P 500, 2003—2012 годы



Источники: данные Bloomberg, расчеты автора.

Рис. 17. Относительные P/E индексов ММВБ и S&P 500, 2003—2012 годы
(%, индекс на 16 июля 2003 года = 100%)



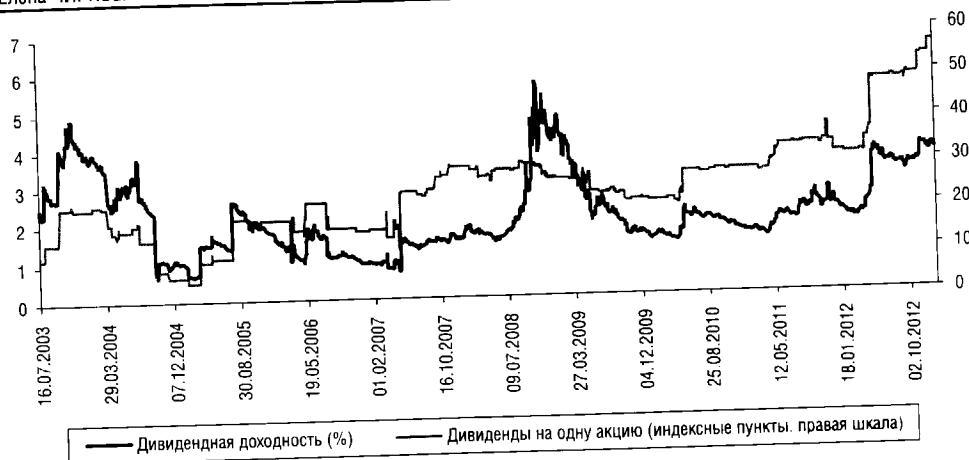
Источник: Всемирный банк (<http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?page=3>).

Рис. 18. Показатель «капитализация/ВВП» России, 1995–2011 годы (%)

В 1997 году показатель «отношение капитализации фондового рынка к ВВП» российского фондового рынка составлял, по данным Всемирного банка, 32% (рис. 18). К 2008 году, несмотря на рост ВВП в долларовом выражении в 3,65 раза, этот показатель вырос в 3,5 раза, до 115%, — за счет роста цен акций (примерно в 4 раза по отношению к пику 1998 года) и IPO. Львиная доля роста пришлась на последние три года. Подобный уровень мультипликатора не является аномальным: в 2007 году более 60% развитых и 40% развивающихся стран имели показатель «капитализация/ВВП» более 100%, из крупнейших развивающихся экономик у России наблюдалось самое низкое значение мультипликатора (по данным Всемирного банка, в Бразилии он составлял 100%, в Индии — 147%, в Китае — 178%, в ЮАР — 291%).

Дивидендная доходность на пике пузыря из-за завышенных цен должна быть минимальной. Это верно и для случая так называемого внутреннего пузыря, определяемого в работе [Froot, Obstfeld, 1991] как избыточная реакция рынка на рост дивидендов. Дивиденды на одну акцию прошли пиковые значения в ноябре 2007 — январе 2008 года, примерно за полгода до пика цен акций; минимальные уровни дивидендной доходности, ниже 1%, были достигнуты в I квартале 2005 года и II квартале 2007 года, то есть и не на пике цен акций, и не на пике дивидендных выплат, что отрицает наличие на российском фондовом рынке внутреннего пузыря. Максимумы дивидендной доходности были достигнуты в фазе коррекции (в октябре 2008 года), и в этом отношении картина частично схожа с ситуацией во время великого процветания и Великой депрессии в США: там эти максимумы (около 13%) были достигнуты в 1932 году, на дне рынка, а минимум пришелся на «Черный вторник» (рис. 19).

Таким образом, на российском фондовом рынке не наблюдалось столь существенных прямых признаков пузыря, как резко ускоряющийся рост цен, рост волатильности и объема торгов непосредственно перед крахом. Имела место лишь глубина падения, которая была компенсирована высокой скоростью восстановления индекса после



Источники: данные Bloomberg, расчеты автора.

Рис. 19. Дивидендная доходность и дивиденды на одну акцию индекса ММВБ, 2003–2012 годы

коррекции. В 2008–2009 годах уровни Р/Е российского фондового рынка превышали пороговые значения, свидетельствующие о наличии финансового пузыря, очень непродолжительное время; максимальные значения Р/Е были достигнуты после коррекции, а не до нее; дивидендная доходность в предкризисный период (первая половина 2008 года) не была минимальной, минимум был достигнут в ходе коррекции; по показателю «рыночная капитализация/ВВП» российский рынок в пиковые годы выглядел скромно по сравнению со странами БРИКС и развитыми странами. Подобная картина может свидетельствовать о наличии лишь слабого положительного финансового пузыря весной 2008 года.

Заключение

Подведем итог. Из проанализированных нами пяти предпосылок формирования пузыря три были относительно выраженными, две сложились лишь частично. Из косвенных признаков половина была выражена слабо, половина отсутствовала. Из прямых признаков пузыря мы наблюдаем только один — глубину падения, однако и она может служить индикатором только при отсутствии восстановления — как в Великую депрессию в США (рынок восстановился в номинальном выражении в 1955 году) и при крахе японского фондового рынка в 1990-м (до настоящего момента рынок не восстановился и наполовину). По совокупности предпосылок и признаков в лучшем случае может идти речь о формировании очень слабого пузыря в 2008 году. Глубина коррекции рынка может, таким образом, объясняться формированием негативного пузыря, однако тестирование его наличия требует отдельного исследования и разработки соответствующей методологии.

Литература

1. Замараев Б., Киюцевская А., Назарова А., Суханов Е. Экономические итоги 2008 года // Вопросы экономики. 2009. № 3. С. 4—25.
2. Напольнов А. В. Структурирование первичных публичных размещений акций российских компаний. Дисс. ... канд. экон. наук. М., 2011.
3. НАУФОР. Российский фондовый рынок и создание международного финансового центра. Идеальная модель фондового рынка России на долгосрочную перспективу (до 2020 года) / При участии Центра развития фондового рынка, Ernst and Young, Thomas Murray. 2008a. www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/model-2008.pdf.
4. НАУФОР. Российский фондовый рынок в 2008 году. События и факты. 2008b. www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2008.pdf.
5. НАУФОР. Российский рынок ценных бумаг в 2011 году. События и факты. 2011. www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2011.pdf.
6. Чиркова Е., Кокорев Д. Народные IPO на растущих рынках капитала // Экономический журнал ВШЭ. 2010. Т. 14. № 2. С. 139—159.
7. Чиркова Е. В. Анатомия финансового пузыря. М.: Кейс, 2010.
8. Чиркова Е. В. Использование рыночных мультипликаторов для диагностирования наличия финансового пузыря на фондовом рынке // Вестник Финансового университета. 2011a. № 2. С. 37—44.
9. Чиркова Е. В. Использование рыночных мультипликаторов для диагностирования наличия финансового пузыря на фондовом рынке // Вестник Финансового университета. 2011b. № 3. С. 30—33.
10. Чиркова Е. В. Предпосылки возникновения финансового пузыря // Вестник финансового университета. 2012. № 1. С. 79—87.
11. Гейнц Д., Турчановский Д. Кризис на фондовом рынке — взгляд изнутри // Рынок ценных бумаг. 2009. № 2. С. 10—13.
12. Rajan R., Zingales L. The Great Reversals: the Politics of Financial Development in the Twentieth Century // Journal of Financial Economics. 2003. Vol. 69. No 1. P. 5—50.
13. Loughran T., Ritter J. Why IPO Underpricing Has Changed Over Time? // Financial Management. 2004. Vol. 33. No 3. P. 5—37.
14. Froot K., Obstfeld M. Intrinsic Bubbles: The Case of Stock Prices // American Economic Review. 1991. Vol. 81. No 5. P. 1189—1214.

Elena CHIRKOVA, associate professor, Economics and Finance department, National Research University Higher School of Economics (26, bld 4, ul. Shabolovka, Moscow, 119049, Russian Federation). E-mail: evchirkova@gmail.com.

Was the Crash of the Russian Stock Market in 2008 the Bubble's Correction?

Abstract

In this paper the author diagnoses the existence of the bubble in the Russian stock market in 2008 by evaluating the preconditions and direct and indirect indications of the stock market bubbles as well as by analyzing the price levels before the market crash. The research has shown that in 2008 in Russia there existed such preconditions of the bubbles as favorable economic environment, growth of lending and cheap credit, and the state support of investors. Such factors as mass flow into the stock market of retail investors and introduction of new media of communications were only partially present. Of four analyzed indirect indications of the bubble only two, namely the inflow of foreign funds into the stock market and the growth of the number of the investment funds, were present in a weak form, other two, namely the increase of IPO and undervaluation of shares in the course of IPO and the narrowness of the market, were completely absent.

In the Russian stock market there were no such direct signs of the bubble as quickly accelerating price increase, increase in volatility and trading volume immediately before the crash. The size of correction, 80%, was huge, however it was compensated by quick recovery after the crash. In 2008–2009 the P/E multiplier of the Russian stock market exceeded the hurdle levels of the bubble only for a short period of time, the market's P/E peaked after the correction, but not before, the dividend yield before the crisis was not at its lows, its minimum was reached in the course of correction, and the multiplier "market capitalization to GDP" of the Russian stock market was modest compared to the multiplier of the other BRICS members and developed countries. Such pattern may witness in favor of a very small positive bubble in spring of 2008. Thus, the depth of correction in 2008 may be explained by the formation of a negative bubble, testing of which should be the subject of a separate study and would require the development of the appropriate methodology.

Key words: stock market, stock market bubble, stock market crash.

References

1. Zamaraev B., Kiiutsevskaia A., Nazarova A., Sukhanov E. Ekonomicheskie itogi 2008 goda [Economic results in 2008]. *Voprosy ekonomiki*, 2009, no. 3, pp. 4-25.
2. Napol'nov A. V. *Strukturirovanie pervichnykh publichnykh razmeshchenii aktsii rossiiskikh kompanii* [Structuring IPOs of Russian companies. Dissertation Cand. Sci. (Econ.)]. Moscow, 2011.
3. NAUFOR. *Rossiiskii fondovyi rynek i sozdanie mezhdunarodnogo finansovogo tsentra. Ideal'naiia model' fondovogo rynka Rossii na dolgosrochnuiu perspektivu (do 2020 goda)* [Russian securities market and creation of international financial centre: ideal model of the russian securities market in a long-term perspective (until 2020)]. With the participation of Center for Capital Market Development, Ernst and Young, Thomas Murray. 2008a. Available at: <http://www.naufor.ru/tree.eng.asp?n=5654>.
4. NAUFOR. *Rossiiskii fondovyi rynek v 2008 godu. Sobytiia i fakty* [Russian Stock Market 2008b. Events and Facts]. 2008. Available at: <http://www.naufor.ru/getfile.asp?id=9146>.
5. NAUFOR. *Rossiiskii fondovyi rynek v 2011 godu. Sobytiia i fakty* [Russian Stock Market 2011. Events and Facts]. Available at: <http://www.naufor.ru/getfile.asp?id=9143>.
6. Chirkova E., Kokorev D. Narodnye IPO na rastushchikh rynkakh kapitala [People's IPO in emerging capital markets]. *Ekonomicheskii zhurnal VShE*, 2010, vol. 14, no. 2, pp. 139-159.
7. Chirkova E. V. *Anatomiia finansovogo puzyria* [Anatomy of a financial bubble]. Moscow: Keis Publ., 2010.
8. Chirkova E. V. Ispol'zovanie rynochnykh mul'tiplikatorov dlia diagnostirovaniia nalichii finansovogo puzyria na fondovom rynke [The use of market multiplicatos for diagnosing the presence of a financial bubble in the stock market]. *Vestnik Finansovogo universiteta*, 2011a, no. 2, pp. 37-44.
9. Chirkova E. V. Ispol'zovanie rynochnykh mul'tiplikatorov dlia diagnostirovaniia nalichii finansovogo puzyria na fondovom rynke [The use of market multiplicatos for diagnosing the presence of a financial bubble in the stock market]. *Vestnik Finansovogo universiteta*, 2011b, no. 3, pp. 30-33.
10. Chirkova E. V. Predposylki vznikenii finansovogo puzyria [Prerequisites of a financial bubble]. *Vestnik finansovogo universiteta*, 2012, no. 1, pp. 79-87.
11. Geints D., Turchanovskii D. Krizis na fondovom rynke — vzgliad iznutri [Crisis in the stock market — a view from the inside]. *Rynok tsennykh bumag*, 2009, no. 2, pp. 10-13.
12. Rajan R., Zingales L. The Great Reversals: the Politics of Financial Development in the Twentieth Century. *Journal of Financial Economics*. 2003, vol. 69, no. 1, pp. 5-50.
13. Loughran T., Ritter J. Why IPO Underpricing Has Changed Over Time? *Financial Management*, 2004, vol. 33, no. 3, pp. 5-37.
14. Froot K., Obstfeld M., Intrinsic Bubbles: The Case of Stock Prices. *American Economic Review*, 1991, vol. 81, no. 5, pp. 1189-1214.