

А.Е. Абрамов  
РАНХиГС, Москва

М.И. Чернова  
РАНХиГС, Москва

## Кризисы на рынках акций: новое понимание, анализ их силы и частоты<sup>1</sup>

**Аннотация.** В отличие от преобладающего понимания кризисов на рынках акций как трудно прогнозируемых шоков в статье развиваются идеи о кризисах как обычных процессах, выраженных в частых падениях цен акций и их восстановлении. Для количественной оценки кризисных явлений используются их длительность, глубина просадки и индекс силы, объединяющий оба предыдущих параметра. Оценка кризисов в 71 стране, включая Россию, показала, что на развитых рынках кризисы случаются реже, а их сила меньше, чем на развивающихся. В России число кризисов и их сила с 2008 г. превышали средние показатели развивающихся стран. Значительный вклад в смягчение кризисов вносит дивидендная политика компаний, особенно на стадии восстановления. В России и других развивающихся странах негативное воздействие на общую доходность акционеров оказывает прежде всего фактор ослабления национальных валют и повышенная волатильность курсовой доходности акций. Сила кризисов и их частота отрицательно влияют на капитализацию и финансовую стабильность пенсионных систем. Наш подход показывает, что основным препятствием для роста рынка акций являются не неожиданные краткосрочные шоки, а регулярно повторяющиеся падения и медленное восстановление. Данный фактор необходимо учитывать при разработке мер в сфере финансового регулирования.

**Ключевые слова:** кризис на рынке акций, индекс масштаба кризиса, динамика просадок, восстановление рынка, развитие рынка акций, развивающиеся рынки, финансовая стабильность.

Классификация JEL: G14, G11, G15, G18.

Для цитирования: **Абрамов А.Е., Чернова М.И.** (2026). Кризисы на рынках акций: новое понимание, анализ их силы и частоты // *Журнал Новой экономической ассоциации*. № 1 (70). С. 74–95.

DOI: 10.31737/22212264\_2026\_1\_74-95

EDN: UMBZLR

### Введение

В экономической литературе преобладает понимание кризиса на рынке акций как трудно прогнозируемого события, которое проявляется в снижении цены акции. Такое событие способно вызывать серьезные шоки в экономике, прежде всего системные риски. Несмотря на различия взглядов относительно природы кризисов на рынке акций, центр внимания большинства экономистов смещен преимущественно на фазу падения рынков. Благодаря Н. Талебу (Taleb, 2001, 2007) кризис стал ассоциироваться с «черным лебедем» как аномальным событием с большой силой воздействия. Противостояние таким «черным лебедям» во многом определяло меры государственного регулирования в сфере макро- и микропруденциального надзора.

Однако кризисы на рынках акций включают не только острую фазу падения рынков. От того, насколько успешно восстанавливаются рынки и в какой

<sup>1</sup> Статья подготовлена в рамках государственного задания РАНХиГС.

мере они подвержены новым кризисам, во многом зависит устойчивость их долгосрочного роста.

Наше исследование развивает идеи экономистов Лоуренса Сигеля и Пола Каплана, согласно которым кризисы на рынках акций необходимо рассматривать как длящиеся во времени события, начиная от спада цен на акции до их восстановления до докризисного уровня. В этом смысле кризисы не являются редкими и аномальными событиями. Напротив, их можно охарактеризовать как «черных индеек», т.е. обыденных явлений, поскольку большинство рынков, как правило, функционируют в условиях незаконченных кризисов на рынках акций, и даже не одного, а сразу нескольких. В своих работах на примере фондового рынка США Л. Сигель и П. Каплан предложили методику оценки силы кризисов с учетом глубины падения фондовых индексов и длительности их восстановления.

Целью настоящей статьи является обоснование нового понимания кризисов на рынках акций как длящихся во времени событий и оценки их силы.

Научной новизной исследования являются следующие положения.

На основе методики оценки кризисов Сигеля–Каплана и данных о фондовых индексах MSCI нами впервые, как нам известно, были проведены сравнительные оценки силы кризисов на рынке акций в 71 стране, включая Россию, на временном горизонте 1969–2024 гг., позволившие выявить наиболее сильные из них (см. Приложение, табл. А1).

Авторским вкладом в развитие методики Сигеля–Каплана являются оценки частоты финансовых кризисов в разных странах и их совокупной силы с учетом «вложенных» кризисов, т.е. возникновения новых кризисных событий до полного восстановления после первоначального кризиса.

Это дало возможность обосновать утверждение, что на развитых рынках кризисы случаются реже, а их сила меньше, чем в развивающихся странах. В России число кризисов и их сила с 2008 г. превышали средние показатели для развивающихся стран.

Декомпозиция общей доходности акционеров (TSR, total shareholders' return) в разных странах, рассчитанная по авторской методике, позволила выявить растущее значение фактора дивидендной доходности. Во время кризисов компании более активно используют дивидендную политику в период восстановления рынка, чем в острую фазу кризиса. В России и других развивающихся странах, в отличие от развитых рынков, значительное негативное воздействие на TSR оказывает прежде всего фактор регулярного ослабления национальных валют, а также повышенной волатильности курсовой доходности.

Было показано, что фактор силы кризисов и частота их возникновения отрицательно влияют на капитализацию и финансовую стабильность пенсионных систем.

Таким образом, основным препятствием для роста рынка акций являются не краткосрочные шоки, а часто повторяющиеся падения цен акций и их медленное восстановление.

Структура статьи выглядит следующим образом. В первой части рассматриваются аспекты теории кризисов на рынках акций. Во второй части обсуждаются методология оценки параметров кризисов и данные. В третьей части приводятся частота и сила кризисов на рынках акций, а также основные их факторы.

В четвертой части анализируется влияние кризисов на капитализацию и долгосрочные сбережения. В заключении приводятся выводы и предложения.

### **Некоторые аспекты теории кризисов на рынках акций**

В академической литературе кризисы на рынке акций, как правило, понимаются как трудно прогнозируемые значительные снижения цен активов, которые до этого быстро росли под влиянием охватывающей инвесторов эйфории. В одном из первых системных исследований кризисов на рынке акций Чарльза Киндлбергера и Роберта Алибера (Kindleberger, Aliber, 2005), которое впервые было опубликовано в 1978 г. и после неоднократно переиздавалось, стандартная модель последовательности событий, приводящих к кризисам на рынках акций, описывается следующим образом. Начальный толчок вызывает экономический рост, который перерождается в экономический бум; наступает период нарастающей эйфории. После наступления некоторой паузы цены на активы начинают снижаться. За этим с высокой вероятностью может последовать паника и крах.

Один из основоположников современной теории кризисов на рынках акций Хайман Мински (Minsky, 1985) считал, что финансовая нестабильность является нормой и внутренним порождением капиталистической экономики. Для объяснения процесса возникновения финансовой нестабильности Мински (Minsky, 1986; 1992) выделял три типа финансирования. При обеспеченном (хеджевом) финансировании хозяйствующие субъекты финансируют свою деятельность за счет собственных денежных потоков. Далее компания прибегает к заемным средствам и приходит к спекулятивному типу финансирования, когда ожидаемый операционный денежный поток от бизнеса оказывается недостаточным для того, чтобы оплачивать лишь расходы по обслуживанию долга, но недостаточным для погашения его основной суммы. В последующем рост долговой нагрузки приводит к вынужденному использованию «понци-финансирования», когда ожидаемого денежного потока не хватает для оплаты процентов и компания вынуждена наращивать номинальную сумму долга для погашения прежней задолженности. Схожее с Мински объяснение кризисов за счет склонности финансовых рынков формировать мыльные пузыри приводится в работе Карлоты Перес (Perez, 2002).

Сторонник поведенческих финансов Роберт Шиллер (Shiller, 2005) считает, что причиной спекулятивных пузырей является иррациональный оптимизм. Под этим он подразумевает ситуацию, при которой новости о повышении цен подстегивают энтузиазм инвестора, распространяющийся как инфекция от человека к человеку, все больше преувеличивая рассказываемые истории, оправдывающие рост цен.

В академической литературе пока не сложилось общепризнанного понимания кризиса на рынке акций. Наиболее популярным является показатель, рассчитанный экономистами Робертом Барро и Хосе Урсуа (Barro, José, 2009) на основании данных о динамике индексов акций 30 стран на длинных временных горизонтах по 2006 г. Они предлагают в качестве критерия кризиса на рынке акций снижение реальной доходности индекса акций на 25% и более в течение одного года. Указанный критерий кризиса использован при разработке компо-

зитного индекса кризисов в исследовании Кармен Рейнхарт и Кеннета Рогоффа (Reinhart, Rogoff, 2009).

Предположения о неизбежности кризисов на рынках акций в определенной мере противоречат гипотезе об эффективных рынках, согласно которой цены акций оперативно впитывают всю доступную существенную информацию. Объяснение данного противоречия, по мнению Р. Шиллера, было сформулировано в виде диктума (гипотезы) экономиста Пола Самуэльсона (Samuelson, Nordhaus, 2005), предполагавшего, что теория эффективных рынков применима к отдельным акциям, но совсем не обязательно относится к рынку в целом. На эмпирическом уровне данная гипотеза была подтверждена в исследовании (Jung, Shiller, 2005).

Один из основоположников гипотезы эффективного рынка Юджин Фама в своих интервью (Cassidy, 2010; Fama, Thaler, 2016) поставил под сомнение саму возможность существования на эффективном рынке иррациональных пузырей, под которыми понимаются сильный рост цен активов, предполагающий последующий предсказуемый сильный спад. По его мнению, не существует надежных эмпирических тестов предсказания краха таких пузырей, т.е. кризисов на рынке акций.

Дискуссии о том, можно ли прогнозировать кризисы на рынке акций, вряд ли можно считать законченными. Многие экономисты отрицают возможность точного прогнозирования таких кризисов (Cochrane, 1994; Kaminsky, Reinhart, 1999; Chari, Kehoe, 2003; Gorton, 2012; Энтов, 2019 и др.). С ними соглашались бывшие министры финансов США Тимоти Гайтнер (Geithner, 2014) и Хент Полсон<sup>2</sup>, а также лауреат Нобелевской премии по экономике Бен Бернанке.

В то же время многие экономисты придерживаются иной точки зрения. В уже упомянутых работах (Minsky, 1985; 1986; Kindleberger, Aliber, 2005; Perez, 2002) предсказуемость кризисов трактуется как неизбежное следствие неуправляемой кредитной экспансии. Большой объем работ посвящен исследованиям предикторов кризисов на рынках акций (Borio, Lowe, 2002; Schularick, Taylor, 2012; Greenwood, Hanson, 2013; Mian, Sufi, Verner, 2019; Richter, Schularick, Wachtel, 2021; Данилов, Пивоваров, Давыдов, 2020; Hennig, Lossifov, Varghese, 2023; и др.). Например, авторы (Greenwood et al., 2022) на основе исторических данных о послевоенных финансовых кризисах в мире показали, что при сочетании быстрого роста кредитов и цен активов за предыдущие три года в нефинансовом бизнесе или секторе домашних хозяйств вероятность наступления финансового кризиса в течение следующих трех лет составляет около 40%, в то время как в обычной ситуации, при умеренном росте кредитов и цен акций, вероятность наступления указанного события составляет только 7%.

Среди российских экономистов проблемы предсказуемости кризисов на рынках акций рассматривались в работах Ю.А. Данилова, Я.М. Миркина, А.А. Мовчана, Д.А. Пивоварова, Е.А. Федоровой, А.Д. Смирнова, П.В. Трунина, М.Ю. Турунцевой, И.Я. Лукасевич и др.

Таким образом, несмотря на разнообразие подходов к пониманию кризисов и возможности их предсказания, общим остается их восприятие как относительно краткосрочного и трудно прогнозируемого падения цен акций. Образным

<sup>2</sup> Responding to the global financial crisis: What we did and why we did it. Washington: Brookings Institute. Available at: [https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2018/09/es\\_20180912\\_financial\\_crisis\\_day2\\_transcript.pdf](https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2018/09/es_20180912_financial_crisis_day2_transcript.pdf)

описанием кризиса на рынке акций является его сравнение с черным лебедем в публикациях Насима Талеба (Taleb, 2001; 2007). Под «черными лебедями» он понимает события, характеризующиеся аномальными проявлениями и огромной силой воздействия.

На такое понимание кризисов ориентирована действующая система регулирования, предполагающая создание в банковской системе и небанковских финансовых организациях разного рода резервов и подушек безопасности, позволяющих предотвратить системные риски на микро- и макроуровнях. На это настроены системы стресс-тестирования финансовых организаций.

Однако подобное понимание кризисов на рынках акций, по нашему мнению, является недостаточным, поскольку кризис не сводится только к стадии падения. Не менее значимо и то, насколько быстро стоимость акций восстанавливается до предкризисного уровня.

Важный вклад в понимание кризисов на рынках акций внесли такие экономисты, как Лоуренс Сигел (Siegel, 2010) и Пол Каплан (Kaplan, 2020)), обосновавшие гипотезу «черных индексов». Согласно указанной теории, финансовые кризисы — это длящиеся во времени события, начиная от спада цен на акции до их полного восстановления до предкризисного уровня. При таком понимании кризисы перестают быть редкими и внезапными событиями. Напротив, на большинстве фондовых рынков одна или даже несколько «черных индексов» разных возрастов присутствуют постоянно, а инвесторы и регуляторы не всегда их замечают.

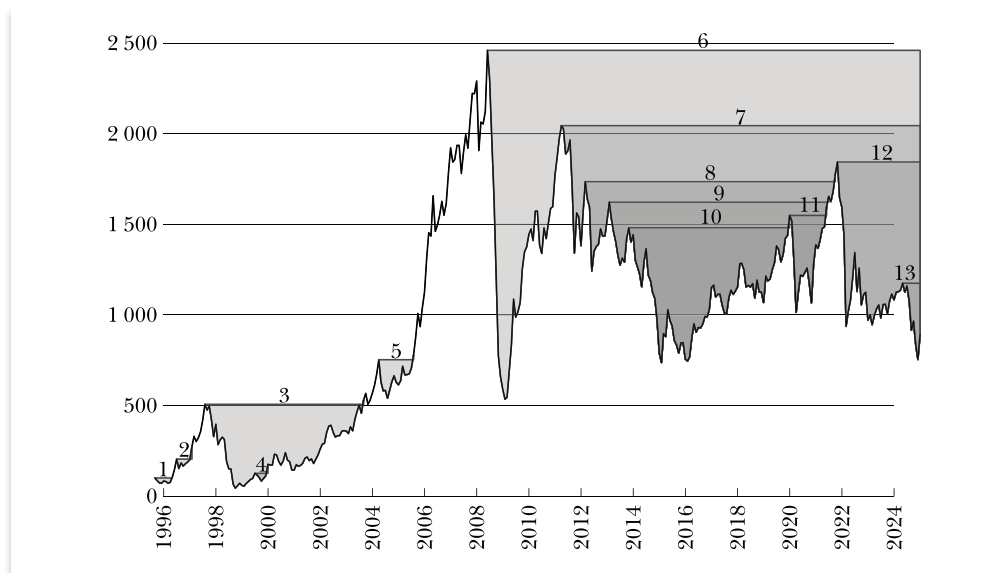
К сожалению, данная теория не получила дальнейшего развития в работах Сигеля, а в своих эмпирических оценках силы кризисов на рынке акций Каплан ограничивается только рынком США. В нашем исследовании предпринята попытка дополнить теорию Сигеля–Каплана новыми идеями и сравнить финансовые рынки разных стран на основании схожей методики оценки силы кризисов на рынках акций.

### **Подходы к оценке «черных индексов» и описание данных**

Для классификации кризисов на рынках акций и декомпозиции источников доходности инвесторов использовались данные по семейству индексов MSCI в долларовом выражении и в национальной валюте с учетом и без учета дивидендных доходов. Выборка основана на ежемесячных данных по четырём индексам для каждой из 71 страны (см. Приложение). Рынки классифицируются по трем категориям: развитые (DM), развивающиеся (EM) и пограничные (FM) по критериям MSCI<sup>3</sup> (23 развитые страны, 25 развивающихся стран и 23 страны с пограничным рынком). Временной период анализа начинается с 1969 г. с исключениями для ряда стран и заканчивается 2024 г.

Для выявления кризисного события и оценки силы кризиса нами использована методика Каплана, в соответствии с которой под кризисным событием понимается падение цен акций на 20% и более на основе индекса в долларовом выражении без учета дивидендов, отражающем рост капитализации крупнейших компаний страны, при продолжительности периода от падения до нового

<sup>3</sup> “MSCI market classification framework”, 2024 (<https://www.msci.com/documents/1296102/6be059c3-16e9-7a8a-0ff2-0084fbbd7ae5>).

**Рис. 1.**

*Вложенные кризисы на рынках акций на примере индекса РТС, 1995–2024 гг.*

**Примечание.** Нумерация кризисных событий соответствует табл. 1.

пика более трех месяцев<sup>4</sup>. Оценка силы кризиса у Каплана строится на вычислении площади под кривой нормированного индекса, т.е. значений относительно зафиксированного максимума в начале кризиса, за весь период кризиса. Это позволяет одновременно учитывать и глубину, и продолжительность финансовых кризисов. Указанная методика была адаптирована нами для международных сравнений<sup>5</sup> с учетом введения нового понятия «вложенных» кризисов.

В период одного незаконченного кризиса могут случаться так называемые «вложенные» кризисы. Для их выявления в каждый месяц рассчитывается отношение значения индекса к максимальному его значению за последний год. Если происходит отклонение более чем на 20%, то с момента максимума фиксируется начало нового подкризиса<sup>6</sup>. Наличие таких вложенных кризисов является важной проблемой, так как зачастую они усиливают пессимизм инвесторов и значительно повышают их риски.

Как показано на рис. 1, российский ценовой индекс РТС после просадки, начавшейся с глобального финансового кризиса 2008 г., не закончил восстановления по итогам 2024 г., почти 18 лет спустя. При этом в нашем глобальном рейтинге кризисов на рынке акций по силе данный кризис занимает лишь 76-е место, составляя лишь 18,6% от показателя самого сильного кризиса на рынке акций в мире (Приложение, табл. А1).

<sup>4</sup> Из 300 кризисных периодов на рассматриваемой выборке финансовых рынков 42 имели падение рынка между 20% (пороговое значение Каплана) и 25% (пороговое значение Барро), а 24 – длительность от трех месяцев до года. Таким образом, применяемое нами ослабление не приводит к излишнему увеличению числа кризисов. Представленные результаты и выводы устойчивы к удалению из рассмотрения событий со снижением цен акций на 20–25%, таблицы могут быть предоставлены по запросу, на рейтинг сильнейших кризисных событий это не влияет.

<sup>5</sup> Более детально методика описана в статье «Черные индексы» против «черных лебедей»: взгляд на финансовые кризисы в мире и в России» (Абрамов, Чернова, 2024).

<sup>6</sup> Для более точной идентификации исключаются подкризисы, которые короче 6 месяцев или начинаются менее чем после шести месяцев от предыдущего подкризиса.

**Таблица 1.**

Вложенные кризисы и их основные характеристики на примере индекса РТС, 1995–2024 гг.

Номер кризиса	Начало	Конец	Максимальная просадка, %	Длительность, мес.	Индекс силы	Закончен на конец 2024 г.
1	31.08.1995	30.04.1996	-29,5	9	1,57	Да
2	30.06.1996	31.01.1997	-25,5	8	0,60	Да
3	31.07.1997	31.08.2003	-91,3	74	38,25	Да
4	30.06.1999	31.12.1999	-33,8	7	0,73	Да
5	31.03.2004	31.07.2005	-28,2	17	2,32	Да
6	31.05.2008	31.12.2024	-78,2	200	98,46	Нет
7	31.03.2011	31.12.2024	-63,9	166	66,29	Нет
8	29.02.2012	30.09.2021	-57,5	116	34,84	Да
9	31.01.2013	30.06.2021	-54,5	102	28,31	Да
10	31.10.2013	31.12.2019	-50,2	75	18,89	Да
11	31.12.2019	31.05.2021	-34,5	18	2,72	Да
12	31.10.2021	31.12.2024	-59,1	39	15,17	Нет
13	30.04.2024	31.12.2024	-35,8	9	1,31	Нет

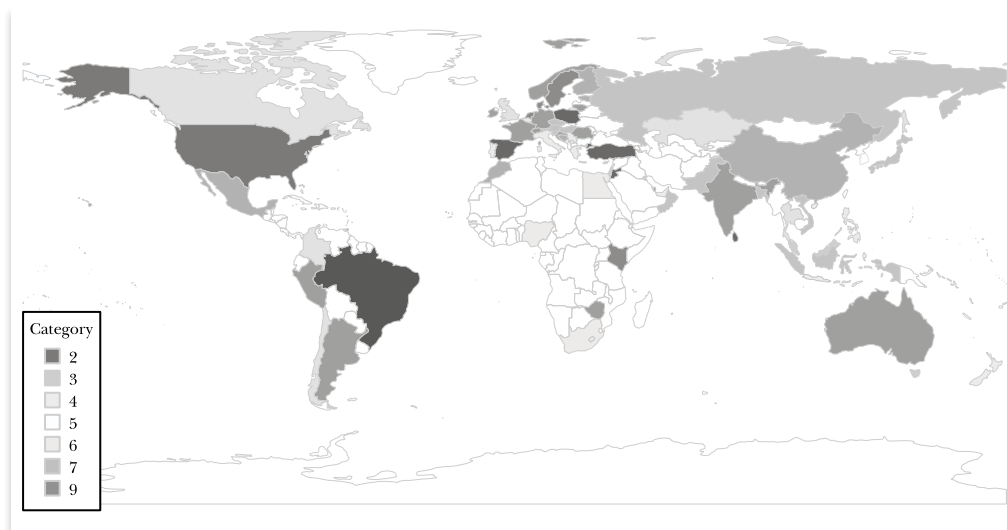
**Примечание.** Полужирным выделены основные «черные индейки», остальные – вложенные кризисы, усиливающие основной долгосрочный кризис.

При этом в памяти инвесторов гораздо более значимыми оказываются новые кризисы, которые произошли на этапе восстановления основной «черной индейки» (табл. 1). Так, просадки с 2013–2014 гг. во время первой волны санкций и с конца 2019 г. при пандемии закрыты. Однако подкризисы с 2011 г., 2021 г. и новый – с апреля 2024 г. – все еще продолжаются. Таким образом, по состоянию на конец 2024 г. в России по основному ценовому индексу, выраженному в долларах, действует четыре кризиса одновременно.

Если каждый вложенный кризис в период своего разгара усиливает негативные тенденции основного, то можно суммировать индексы силы. Например, это означает, что на конец 2024 г. суммарный индекс силы для российского индекса РТС равен сумме значений для кризисов 5, 6, 12 и 13. Такой подход позволяет выделять фазы обострения долгосрочных кризисов и более точно оценивать их силу в каждый момент времени.

### **Частота и сила кризисов и влияющие на них факторы**

Наличие двух и более кризисов одновременно, хотя бы один раз за анализируемый период, характерно для всех стран в выборке (рис. 2). В России максимальное число вложенных кризисов равно пяти и наблюдалось с октября 2013 г. по апрель 2021 г. В Бразилии выявлено до девяти вложенных кризисов одновременно, в Польше, Испании, Турции, Шри-Ланке и Иордании по семи, а шесть – в Казахстане, Греции, Египте, Португалии, ЮАР, Италии, Нигерии, Филиппинах, Сербии. Всего в семи странах наблюдается максимум по два вло-

**Рис. 2.**

Максимальное число вложенных кризисов, достигнутое в каждой стране хотя бы единожды, штук, 1969–2024 гг.

**Примечание.** Расчеты сделаны по ценовым индексам MSCI (кроме России – индекс РТС) в долларовом выражении.

*Источники:* расчеты авторов по данным MSCI и Московской биржи.

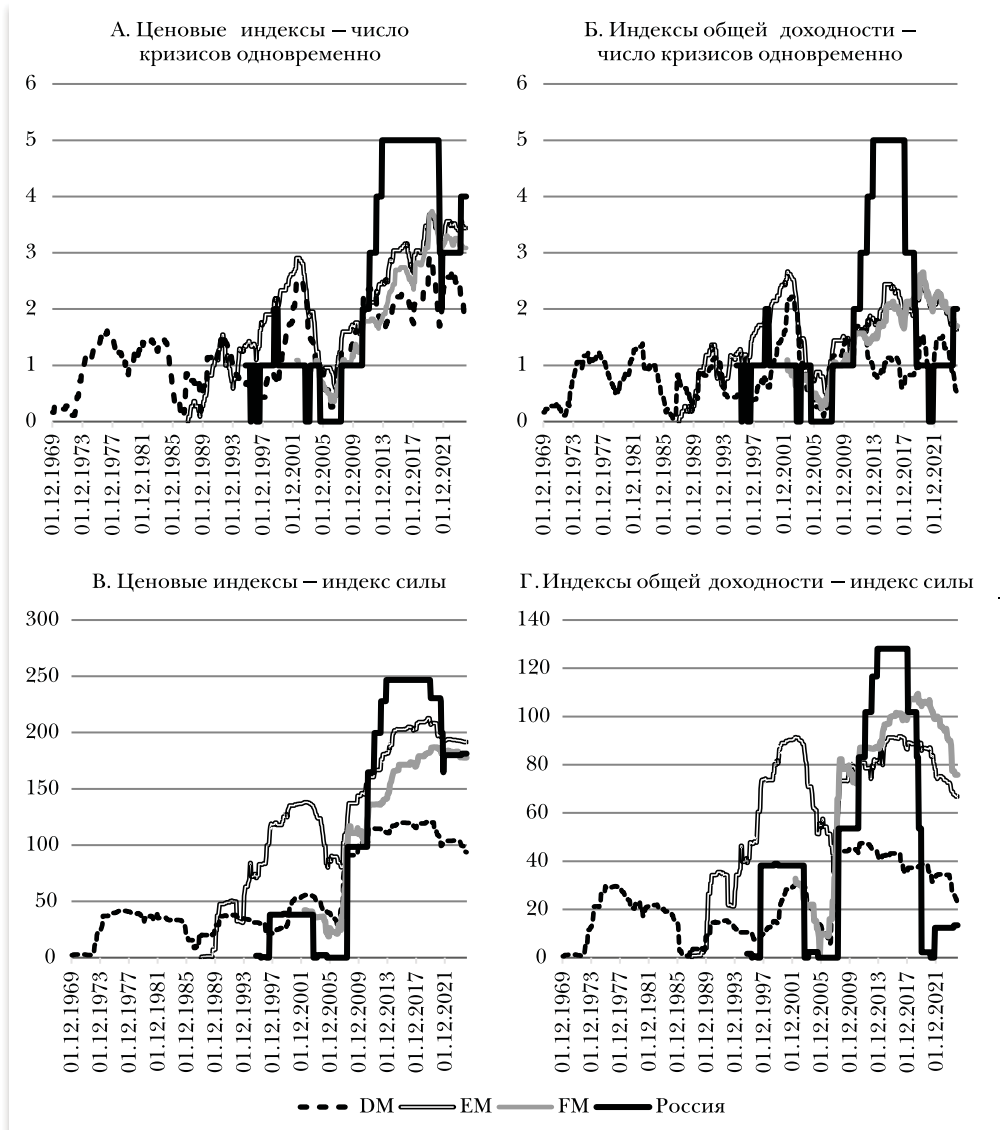
женных кризиса, включая США, Швецию и Данию. Таким образом, эта мера может служить для характеристики устойчивости финансовых рынков стран.

По ценовым индексам в долларовом выражении в период кризиса доткомов на рынках развитых стран в среднем наблюдалось 2,2 кризиса одновременно, а развивающихся – до 2,7 (рис. 3). Вторая стадия роста числа вложенных кризисов наблюдается после 2008 г. На пограничных и развивающихся рынках среднее число превышает три с конца 2019 г., на развитых рынках колеблется ниже трех с 2008 г.

Более благоприятная для инвесторов ситуация наблюдается после учета дивидендов. Среднее число кризисов на развитых рынках колеблется вокруг единицы, а в некоторые периоды – и ниже ее, что означает отсутствие кризисов (полное восстановление) в ряде стран. Для пограничных и развивающихся рынков последствия кризиса 2008 г. более существенны, в среднем выявляется два и более кризисов одновременно.

Россия с 2012 г. превосходит средние значения для группы развивающихся рынков, что усиливает негативные тренды. Однако с середины 2022 г. дивиденды позволяли существенно улучшить позиции инвесторов, а по ценовому индексу – снизить их число ниже среднегруппового.

Аналогичные тенденции наблюдаются и в отношении индекса силы. По ценовым индексам развивающиеся рынки имели самые высокие значения индекса силы. В России в период с 2011 по 2021 г. этот параметр превосходил средние значения по группе развивающихся рынков. Учет дивидендов и переход к общей доходности акционеров приводит к существенному снижению средних



**Рис. 3.**

Статистика по кризисам с учетом вложенных, 1969–2024 гг.

**Примечание.** Расчеты авторов по данным MSCI и Московской биржи.

значений. Пограничные рынки не смогли компенсировать силы кризисов дивидендами, как это делают компании в развитых и даже развивающихся странах. В России преодоление кризиса 2008 г. с помощью дивидендных выплат снизило индекс силы почти до нуля, так как падение рынка с максимумов конца 2021 г. пока остается относительно коротким и продолжает развиваться.

Как показано в табл. 2, TSR в долларовом выражении, помимо дивидендной доходности, зависит от таких факторов, как изменение курса национальной

Таблица 2.

Декомпозиция TSR в долларах, 1998–2024 гг., %

Период	Рынки	Число стран	TSR	Декомпозиция TSR, долл.		
				Дивидендная доходность	Рост курсовой стоимости в национальной валюте	Ослабление национальной валюты к доллару
1998–2024	DM	23	5,92	3,16 [49,68]	2,98 [46,88]	-0,22 [3,43]
	EM	21	6,34	3,30 [23,81]	6,80 [49,08]	-3,76 [27,11]
	FM	5	4,70	4,18 [33,90]	4,34 [35,16]	-3,82 [30,95]
	Россия		6,55	3,87 [13,33]	13,94 [47,94]	-11,26 [38,73]
2000–2024	DM	23	4,80	3,20 [66,40]	1,61 [33,41]	-0,01 [0,18]
	EM	21	6,18	3,36 [26,97]	5,96 [47,83]	-3,14 [25,20]
	FM	5	5,71	4,23 [31,31]	5,38 [39,84]	-3,89 [28,84]
	Россия		10,65	4,14 [18,30]	12,50 [55,26]	-5,98 [26,44]
2008–2024	DM	23	2,84	3,40 [53,52]	1,19 [18,81]	-1,76 [27,67]
	EM	25	1,01	3,47 [39,53]	1,42 [16,20]	-3,88 [44,26]
	FM	17	-0,35	4,34 [48,06]	-1,40 [15,49]	-3,29 [36,45]
	Россия		-0,48	5,38 [33,05]	2,52 [15,47]	-8,38 [51,49]
2022–2024	DM	23	1,70	3,54 [38,70]	1,88 [20,57]	-3,73 [40,73]
	EM	25	3,56	4,71 [27,70]	5,57 [32,79]	-6,72 [39,52]
	FM	22	5,16	6,03 [38,24]	4,43 [28,12]	-5,30 [33,64]
	Россия		-10,32	8,05 [30,48]	-8,69 [32,89]	-9,68 [36,63]

**Примечание.** DM – развитые рынки и EM – развивающиеся рынки (данные с 1998 г.), FM – пограничные рынки (данные для большинства – с 2002 г. и позднее). В квадратных скобках показан вклад каждой компоненты.

валюты и динамика курсовой стоимости. Для оценки указанного влияния был использован метод декомпозиции TSR и группировки полученных значений по развитым, развивающимся и пограничным рынкам<sup>7</sup>.

Заметим, что стабильность валютного курса является фактором, который во многом находится в зоне ответственности финансовых регуляторов, при помощи которого может обеспечиваться воздействие на сокращение частоты и силы кризисов на рынке акций. Кроме того, динамика курсовой доходности во многом зависит от поведения иностранных инвесторов, зависящего от макроэкономической стабильности, инвестиционного климата и того же валютного курса.

Противостояние кризисам на рынках акций со стороны компаний, как правило, осуществляется путем наращивания дивидендных выплат для более

<sup>7</sup> У администратора индексов акций MSCI каждый индекс представлен в четырех версиях с учетом курсовой и общей доходности, а также в национальной валюте и в долларах. Это позволяет произвести простую декомпозицию общей доходности TSR, выраженной в долларах, на три фактора. Все расчеты проводились на основе средних геометрических годовых доходностей. Курсовая доходность определяется в национальной валюте как среднегодовая доходность соответствующего ценового индекса. Это позволяет выделить фактор влияния ослабления национальной валюты в отдельный индикатор, рассматриваемый как разница между курсовой доходностью ценовых индексов в долларах и в национальной валюте. Дивидендная доходность определяется как разница между TSR и курсовой доходностью в национальной валюте. Вклад каждой компоненты можно посчитать как отношение соответствующей меры к сумме абсолютных компонент. Это обусловлено наличием отрицательных доходностей и компонент. Направление вклада в сторону уменьшения или снижения TSR определяется знаком каждой компоненты.

Таблица 3.

Средние индексы силы кризисов по ценовой доходности по группам дивидендной доходности, 1989–2024 гг.

Группа по дивидендной доходности	Все кризисы			Продолжающиеся кризисы			Законченные кризисы		
	DM	EM	FM	DM	EM	FM	DM	EM	FM
High_DY	21,11*	28,01***	34,59*	61,44**	51,90	63,47**	9,83	13,89	12,79
Low_DY	13,28	25,41	27,81	37,08	62,48	51,19	9,88	15,68	12,52
Zero_DY		10,29	3,02					10,29	3,02

**Примечание.** Результат проверки гипотезы о том, что индекс силы кризиса выше в группе High\_DY по сравнению с группой Low\_DY, получен с помощью U-критерия Манна–Уитни, отмечен в строке High\_DY и обозначен как: «\*\*\*», «\*\*», «\*» – оценки, значимые на уровне 1, 5 и 15% соответственно.

Таблица 4.

Метрики финансовых шоков с учетом фазы, средние, 1989–2024 гг.

Вложенность	Метрика	Продолжающиеся кризисы			Законченные кризисы		
		DM	EM	FM	DM	EM	FM
Нет	Индекс силы	72,34	102,17	98,87	13,47	23,37	19,72
	$d_{up} - d_{down}$	5,08	1,36	-1,28	1,05	1,33	0,68
	$DY_{up} - DY_{down}$	1,21	2,35	4,45	2,25	2,46	5,75
Да	Индекс силы	35,42	39,74	37,30	8,09	11,41	10,26
	$d_{up} - d_{down}$	0,95	-0,30	-0,96	0,72	0,74	0,43
	$DY_{up} - DY_{down}$	0,85	7,11	3,80	2,39	2,57	7,13

**Примечание.**  $d_{up} - d_{down}$  – разница в длительности между фазой падения до максимальной просадки и фазой восстановления в годах;  $DY_{up} - DY_{down}$  – разница в дивидендной доходности между фазами восстановления и падения.

быстрого восстановления общей доходности акционеров после финансового шока<sup>8</sup>. Как показано в табл. 3, в странах с высокой дивидендной доходностью в течение кризиса индекс силы финансового шока был выше. Однако для законченных кризисов и продолжающихся кризисов в развивающихся странах общая зависимость не выявлена, что потребовало большей детализации расчетов.

Кризисный период на рынке акций можно разделить на период падения до дна (точки максимальной просадки) и период восстановления<sup>9</sup>. Как показано в табл. 4, для всех типов кризисов дивидендная доходность, в среднем, оказалась выше на фазе восстановления. Наиболее репрезентативными являются результаты по законченным кризисам, где на развитых рынках дивидендная доходность примерно на 2,3 п.п. выше в фазе восстановления, а на развивающихся –

<sup>8</sup> Для тестирования каждого кризисного периода, самостоятельного или вложенного, с помощью декомпозиции общей доходности рассчитывалась среднегодовая дивидендная и курсовая доходности. Далее все страны в каждом типе рынков делились на три группы по размеру дивидендной доходности: больше медианы (High\_DY), меньше медианы (Low\_DY) и равной нулю (Zero\_DY). Также учитывалась группировка по типам рынков, показателю вложенного кризиса и показателю законченного или продолжающегося кризиса. Для того чтобы сбалансировать выборки между развитыми и прочими рынками, дата старта кризиса ограничена 1989 г. Именно в этот год начался самый продолжительный из еще не законченных кризисов в выборке – падение фондового рынка Японии.

<sup>9</sup> Для анализа каждого кризиса использовано две группировки: по критерию того, произошло ли восстановление или еще нет в 2024 г., а также по критерию вложенности (является ли финансовый шок полностью вложенным по времени в другую, более длительный шок). Для двух фаз (фазы падения от исторического максимума до месяца максимальной просадки и фазы восстановления от дна кризиса до нового максимума) оценены показатели продолжительности и дивидендной доходности. Рассчитаны средние значения индекса силы кризисов, а также разницы в продолжительности фаз падения и восстановления и дивидендной доходности в течение этих фаз.

на 2,5 п.п. При этом для вложенных кризисов рост дивидендной доходности более заметен, что показывает стремление компаний эмитентов к наиболее быстрому разрешению хотя бы вложенных кризисов.

### Влияние кризисов на рынках акций на капитализацию и долгосрочные сбережения

Сила и частота кризисов на рынках акций значимо влияет на капитализацию и стабильность долгосрочных (пенсионных) сбережений граждан.

Как показано в табл. 5, за последние 25 лет, начиная с 2000 г., развитые и развивающиеся рынки, на которых наблюдалось шесть и более кризисов, в среднем снижали капитализацию крупнейших компаний в долларовом выражении. Разница между относительно стабильными рынками с 2–3 одновременными кризисами в худшие периоды составляет 4,31 и 7,46 п.п. соответственно.

Схожая ситуация наблюдается и для максимального значения индекса силы. Так как группировка стран осуществлялась не внутри каждого типа рынка, а по всей выборке, то наблюдается некоторая концентрация. Большинство развитых стран входит в группу с минимальными значениями индекса силы кризисов даже в худшие периоды. Напротив, развивающиеся рынки сконцентрированы в группе с наиболее высокими значениями. Тем не менее, сохраняется ожидаемая закономерность и порядок различий в среднегодовой доходности. Таким образом, не только величина и длительность просадки рынков во время кризисных событий, но и число вложенных кризисов определяет долгосрочный рост капитализации крупнейших компаний.

Кризисы на рынках акций могут потенциально ограничивать экономический рост. Причинность и более детальный анализ этой связи остается направлением для будущих исследований. Однако в этой статье приведем эмпирическую оценку взаимного поведения величин силы кризиса и изменения экономического роста, в качестве меры которого рассчитана разница средних темпов за 10 лет до и после наступления кризиса для 100 сильнейших кризисов<sup>10</sup>. Корреляция индекса силы кризиса с последующим снижением темпов экономического роста

**Таблица 5.**

Влияние вложенных кризисов на рост капитализации крупнейших компаний, % среднегодовых, 2000–2024 гг.

Тип рынка	Максимальное число вложенных кризисов			Максимальный индекс силы с учетом вложенных кризисов		
	2–3	4–5	6–9	1 – минимальные значения	2 – средняя сила кризисов	3 – максимальные значения
DM	3,06 [11]	0,78 [9]	-1,25 [3]	3,14 [11]	0,79 [9]	-1,59 [3]
EM	6,52 [3]	4,38 [11]	-0,94 [7]	5,35 [5]	4,09 [6]	0,99 [10]
FM	7,28 [1]	-0,50 [3]	0,53 [2]	7,28 [1]	-0,06 [2]	-0,11 [3]

**Примечание.** В квадратных скобках указано число стран с учетом полных данных; расчеты доходности по ценовым индексам MSCI в долл., для России – индекс РТС.

<sup>10</sup> Использованы данные о реальных темпах экономического роста по данным Всемирного банка (база данных WDI). Выборка кризисов составлена по курсовой доходности в долларовом выражении. Временное окно для анализа обусловлено длительностью сильнейших кризисов: средняя длительность равна 14,5 годам, и только для 24 самых слабых из них длительность ниже 10 лет.

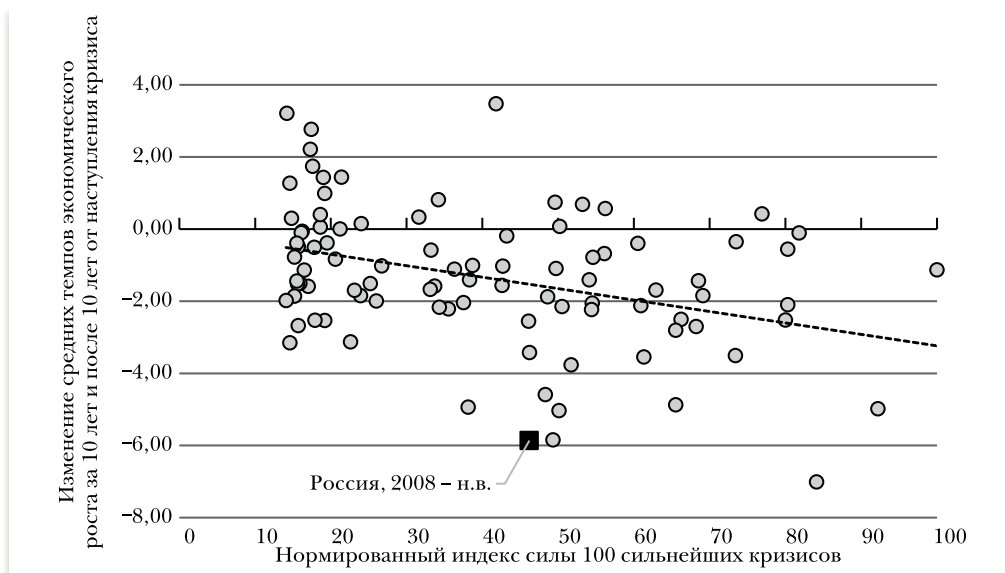
**Рис. 4.**

Диаграмма рассеяния изменения темпов экономического роста и стабильности финансовых рынков

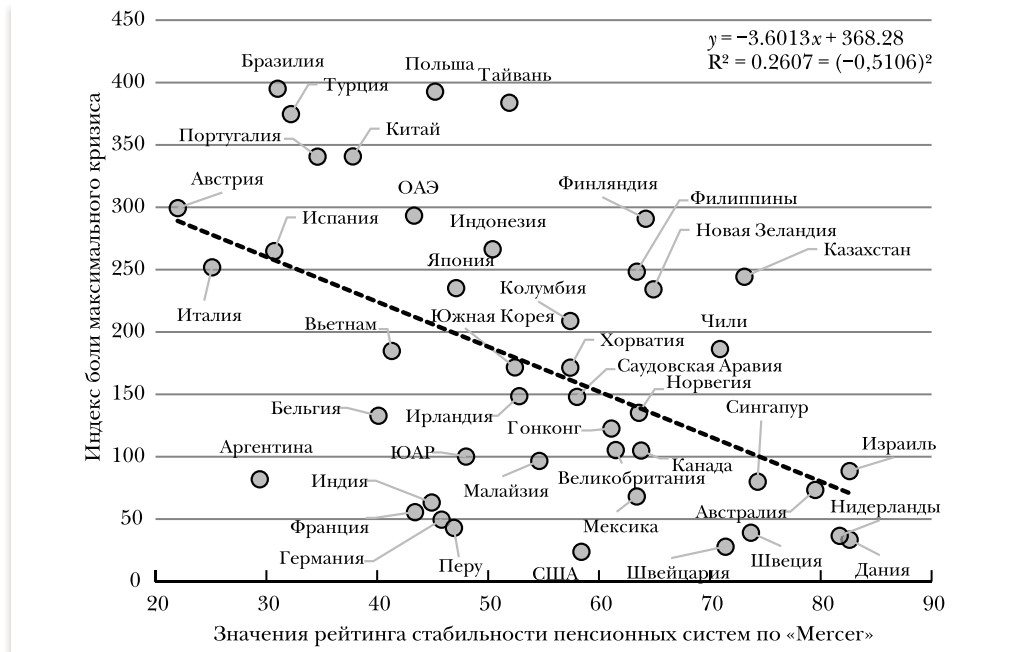
Источники: расчеты авторов по данным MSCI и WDI.

составляет  $-0,356$  (рис. 4). Относительно невысокое значение корреляции связано с различной реакцией стран на шоки из-за спектра факторов, – от макроэкономических до институциональных, – которые не могут быть учтены при упрощенном подходе. Тем не менее, в среднем наступление кризиса на рынке акций ассоциировано со снижением темпов экономического роста на 1,51 и 0,76 п.п. для развитых и развивающихся рынков соответственно. При этом аналогичные значения для сильнейших 30 кризисов составляют  $-2,09$  и  $-2,00$  п.п.

Шоки на рынках акций и длительные периоды восстановления затрудняют применение долгосрочных стратегий инвестирования. В сложной ситуации оказываются такие крупные институциональные инвесторы, как пенсионные фонды, которые обязаны контролировать риски своих портфелей в соответствии с требованиями национальных регуляторов. В разных странах отличаются подходы к строгости и способам ограничения рисков пенсионных инвестиций в зависимости от уровня развития рынка, стабильности экономической и финансовой систем, а также уровня пенсионного обеспечения.

Крупная консалтинговая компания «Mercer» работает в ряде стран и публикует глобальный рейтинг пенсионных систем 47 стран, в котором оценивает достаточность пенсионных выплат, устойчивость пенсионной системы и уровень доверия населения к ней<sup>11</sup>. Несмотря на то что Россия не представлена в этом рейтинге, он может быть интересен с точки зрения оценки зависимости между тем, насколько устойчив рынок акций страны, и тем, насколько реалистично создание системы долгосрочных социально-значимых инвестиций с его участием.

<sup>11</sup> Mercer CFA Institute Global Pension Index 2024 (<https://www.mercer.com/insights/investments/market-outlook-and-trends/mercer-cfa-global-pension-index/>).

**Рис. 5.**

Зависимость стабильности пенсионных систем и стабильности финансовых рынков

Источники: расчеты авторов по данным MSCI за весь период наблюдений и «Mercer» за 2024 г.

Мы сопоставили рейтинг стабильности пенсионных систем в 2024 г. с максимальным индексом силы, достигнутым когда-либо за рассматриваемый период в стране с учетом вложенных финансовых шоков. Это показатель учитывает не только глубину, но и длительность кризиса, что делает его подходящим для сопоставления. Кроме того, учет вложенных кризисов позволяет понять, насколько повторные финансовые шоки, происходящие до восстановления после предыдущего, влияют на стабильность долгосрочных стратегий.

Корреляция между общим рейтингом стабильности пенсионных систем и максимальной силой финансовых шоков оказалась достаточно высокой и составила  $-0,51^{12}$ , что соответствует коэффициенту детерминации в простейшей парной регрессии в 26% и открывает важное направление для будущих исследований в рамках многофакторных моделей для более детального изучения причинности и факторов на уровне стран (рис. 5).

Страны, в которых финансовые шоки на рынках акций были менее значительными, могли выстроить более устойчивые пенсионные системы. По всей видимости, именно стабильность рынков акций позволяет формировать долгосрочные инвестиционные стратегии, которые могли бы обеспечивать положительную реальную доходность на длинных горизонтах, – в отличие от более консервативных подходов.

<sup>12</sup> Тест на статистическую значимость коэффициента корреляции на 1%-ном уровне значимости отвергает гипотезу о его равенстве нулю (значение t-статистики равно  $-3,85$ ). Из рассмотрения удалено наблюдение по Таиланду, который характеризуется умеренной стабильностью пенсионной системы (50), однако крайне высоким индексом силы (594). С его добавлением корреляция несколько падает (до  $-0,49$ ), но не противоречит основному выводу.

### Заключение

В отличие от популярного понимания кризисов как «черных лебедей» такие события часто представляют собой обыденные явления, поскольку большинство рынков функционируют в условиях незаконченных кризисов, и даже не одного, а сразу нескольких.

На развитых рынках кризисы случаются реже, а их сила меньше, чем в развивающихся. Показатели числа кризисов и их силы по курсовой доходности в России после 2008 г. превышали средние уровни указанных индикаторов на развивающихся рынках. Если оценивать силу кризисов по динамике общей доходности акционеров (TSR), то за счет более активной, чем в других странах, дивидендной политики компаний после 2017 г. этот индикатор в России стал существенно ниже не только по сравнению с развивающимися, но и развитыми рынками.

Декомпозиция TSR в разных странах позволила выявить растущее значение фактора дивидендов в поддержании указанной доходности. Однако повышенная волатильность TSR в развивающихся странах по сравнению с развитыми во многом обусловлена прежде всего более высокой волатильностью курсовой доходности и отрицательным влиянием ослабления курса национальных валют по сравнению с долларом. В России характерна тенденция роста дивидендной доходности одновременно с существенным снижением курсовой доходности акций.

Во время кризисов на рынке акций компании активно используют дивидендную политику для смягчения их влияния на доходность акционеров, более активно она применяется в период восстановления цен акций.

Фактор силы кризисов и их частота отрицательно влияют на капитализацию и финансовую стабильность пенсионных систем.

Таким образом, низкая чистота кризисов и способность рынков более быстро восстанавливаться имеют принципиальное значение для устойчивого роста рынка акций и его вклада в решение экономических и социальных проблем. Учитывая данное обстоятельство, государство должно играть более активную роль в поддержании финансовой стабильности рынков акций, прежде всего за счет обеспечения устойчивости валютного курса, поддержания макроэкономической стабильности и благоприятного инвестиционного климата.

## ПРИЛОЖЕНИЕ

Таблица А1.

Рэнкинг силы кризисов на рынках акций: 100 худших кризисов на рынках акций стран по курсовой доходности в долларовом выражении

Номер	Страна	Рынок	Период	Индекс силы	Закончен?	Срок, лет	Максимальная просадка, %
1	Китай	EM	дек.1993 – н.в.	100	нет	31,0	-89,8
2	Таиланд	EM	дек. 1993 – н.в.	92,2	нет	31,0	-93,0
3	Греция	EM	окт. 2007 – н.в.	84,1	нет	17,2	-98,7
4	Тайвань	EM	январь. 1990 – ноя. 2020	83,5		30,8	-78,0

Продолжение таблицы А1.

Номер	Страна	Рынок	Период	Индекс силы	Закончен?	Срок, лет	Максимальная просадка, %
5	Новая Зеландия	DM	сен. 1987 – июнь 2020	81,8		32,8	-73,9
6	Финляндия	DM	апр. 2000 – н.в.	80,3	нет	24,7	-77,7
6	Бахрейн	FM	март 2008 – н.в.	80,3	нет	16,8	-94,7
8	Болгария	FM	окт. 2007 – н.в.	80	нет	17,2	-92,4
9	Филиппины	EM	янв. 1997 – н.в.	76,9	нет	27,9	-88,4
10	Иордания	FM	ноя. 2005 – н.в.	73,5	нет	19,1	-89,3
11	Сербия	FM	июнь 2008 – н.в.	73,4	нет	16,5	-88,3
12	ОАЭ	EM	сен. 2005 – н.в.	69,1	нет	19,2	-86,5
13	Индонезия	EM	март 1990 – апр. 2011	68,5		21,1	-94,5
14	Нигерия	FM	фев. 2008 – н.в.	68,2	нет	16,8	-100,0
15	Ирландия	DM	май 2007 – н.в.	66,2	нет	17,6	-84,4
16	Япония	DM	фев. 1989 – н.в.	65,5	нет	35,8	-65,4
16	Испания	DM	апр. 1974 – дек. 1996	65,5		22,7	-87,9
18	Австрия	DM	май 2007 – н.в.	62,9	нет	17,6	-81,2
19	Словения	FM	дек. 2007 – н.в.	61,3	нет	17,0	-79,5
20	Португалия	DM	ноя. 2007 – н.в.	60,9	нет	17,1	-78,2
21	Вьетнам	FM	фев. 2007 – н.в.	60,5	нет	17,8	-77,6
22	Саудовская Аравия	EM	фев. 2006 – н.в.	56,2	нет	18,8	-77,6
23	Пакистан	FM	фев. 2008 – н.в.	56,1	нет	16,8	-92,7
24	Польша	EM	окт. 2007 – н.в.	54,6	нет	17,2	-83,0
25	Италия	DM	апр. 2007 – н.в.	54,5	нет	17,7	-72,0
26	Чехия	EM	июнь 08 – н.в.	54,4	нет	16,5	-80,7
27	Египет	EM	апр. 2008 – н.в.	54,1	нет	16,7	-78,2
28	Оман	FM	май 2008 – н.в.	53,2	нет	16,6	-74,9
29	Хорватия	FM	дек. 2007 – н.в.	51,7	нет	17,0	-68,9
30	Бразилия	EM	май 2008 – н.в.	50,5	нет	16,6	-79,4
31	Шри-Ланка	FM	фев. 1994 – авг. 2010	50,2		16,5	-88,0
32	Кувейт	EM	фев. 2008 – н.в.	50,1	нет	16,8	-72,4
33	Марокко	FM	март 2008 – н.в.	49,7	нет	16,8	-69,4
34	Турция	EM	окт. 2007 – н.в.	49,6	нет	17,2	-80,6
35	Эстония	FM	июль 2007 – н.в.	49,3	нет	17,4	-77,1
36	Румыния	FM	июль 2007 – н.в.	48,6	нет	17,4	-88,6
37	Казахстан	FM	май 08 – н.в.	48,3	нет	16,6	-81,4
38	Испания	DM	окт. 2007 – н.в.	46,2	нет	17,2	-68,6

Продолжение таблицы А1.

Номер	Страна	Рынок	Период	Индекс силы	Закончен?	Срок, лет	Максимальная просадка, %
38	Россия	EM	май 2008 – н.в.	46,2	нет	16,6	-78,3
40	Венгрия	EM	июль 2007 – н.в.	46,1	нет	17,4	-78,1
41	Гонконг	DM	фев. 1973 – дек. 1986	43,2		13,8	-88,9
42	Норвегия	DM	май 2008 – н.в.	42,7	нет	16,6	-69,0
43	Бельгия	DM	апр. 2007 – н.в.	42,6	нет	17,7	-74,5
44	Польша	EM	фев. 1994 – янв. 2007	41,8		12,9	-77,9
45	Босния и Герцеговина	FM	март 2011 – н.в.	38,7	нет	13,8	-70,6
46	Пакистан	FM	март 1994 – май 2007	38,3		13,2	-85,5
47	Малайзия	EM	фев. 1997 – март 2011	38,1		14,1	-87,7
48	Колумбия	EM	янв. 2013 – н.в.	37,5	нет	11,9	-76,5
49	Шри-Ланка	FM	сен. 2010 – н.в.	36,3	нет	14,2	-85,3
50	Чили	EM	дек. 2010 – н.в.	35,5	нет	14,0	-70,6
51	Италия	DM	июнь 1973 – ноя. 1985	34,3		12,4	-76,1
52	Бангладеш	FM	дек. 2010 – н.в.	34,2	нет	14,0	-67,9
53	Корея	EM	март 1989 – фев. 2005	33,7		15,9	-83,6
54	Маврикий	FM	фев. 2008 – н.в.	33,2	нет	16,8	-67,7
55	Великобритания	DM	окт. 2007 – н.в.	33,1	нет	17,2	-61,3
56	Австрия	DM	июль 1990 – сен. 2004	31,6		14,2	-59,0
57	Австралия	DM	окт. 2007 – н.в.	26,7	нет	17,2	-65,0
58	Колумбия	EM	июль 1994 – сен. 2004	26		10,2	-76,7
59	Турция	EM	июль 1990 – дек. 1999	25,2		9,4	-76,6
60	Зимбабве	FM	сен. 2019 – н.в.	25,1	нет	5,2	-96,1
61	Израиль	DM	март 2010 – н.в.	24	нет	14,8	-47,2
62	Аргентина	FM	июнь 2008 – окт. 2017	23,9		9,3	-75,9
63	Франция	DM	окт. 2007 – май 2021	23,1		13,6	-58,7
64	Бельгия	DM	июнь 1973 – ноя. 1985	22,6		12,4	-58,9
65	Малайзия	EM	авг. 2014 – н.в.	21,5	нет	10,3	-55,1
66	Греция	EM	июнь 1990 – июль 1998	21,4		8,1	-68,9
67	Индия	EM	дек. 2007 – дек. 2020	21,2		13,0	-69,4
68	Сингапур	DM	окт. 2007 – н.в.	20,6	нет	17,2	-61,2
69	Катар	EM	май 2014 – н.в.	20,2	нет	10,6	-50,6
70	Германия	DM	дек. 2007 – май 2021	19,5		13,4	-61,8
71	Бразилия	EM	июль 1997 – авг. 2005	19,2		8,1	-77,3

Окончание таблицы А1.

Номер	Страна	Рынок	Период	Индекс силы	Закончен?	Срок, лет	Максимальная просадка, %
71	Чили	EM	июнь 1995 – июль 2005	19,2		10,1	-63,7
73	Греция	EM	сен. 1999 – май 2007	19		7,7	-77,4
74	Мексика	EM	янв. 1994 – фев. 2004	18,6		10,1	-67,8
74	Турция	EM	апр. 2000 – янв. 2006	18,6		5,8	-83,5
76	Россия	EM	июль 1997 – авг. 2003	17,9		6,1	-91,4
76	Южная Африка	EM	апр. 2011 – н.в.	17,9	нет	13,7	-54,4
78	Мексика	EM	март 2013 – н.в.	17,8	нет	11,8	-59,4
79	Южная Африка	EM	янв. 1996 – ноя. 2004	17,6		8,8	-62,2
80	Катар	EM	сен. 2005 – май 2014	17,4		8,7	-66,4
81	Иордания	FM	июнь 1993 – янв. 2004	17,3		10,6	-51,9
82	Канада	DM	окт. 2007 – май 2021	17		13,6	-57,3
83	Гонконг	DM	июль 1997 – дек. 2006	16,5		9,4	-60,1
84	Швеция	DM	фев. 2000 – дек. 2006	16,2		6,8	-73,8
85	Португалия	DM	янв. 1988 – май 1997	16,1		9,3	-52,7
86	Индонезия	EM	апр. 2013 – н.в.	15,9	нет	11,7	-49,3
87	Сингапур	DM	янв. 1973 – янв. 1980	15,7		7,0	-71,6
87	Аргентина	FM	фев. 2000 – сен. 2005	15,7		5,6	-84,1
89	Португалия	DM	апр. 1998 – дек. 2006	15,6		8,7	-64,3
89	Аргентина	FM	янв. 2018 – ноя. 2023	15,6		5,8	-77,8
91	Австралия	DM	дек. 1969 – янв. 1980	15,5		10,1	-61,9
91	Норвегия	DM	янв. 1974 – ноя. 1979	15,5		5,8	-68,8
93	Италия	DM	апр. 1987 – сен. 1997	15,2		10,4	-52,0
93	Нидерланды	DM	окт. 2007 – июль 2017	15,2		9,8	-61,4
95	Египет	EM	янв. 2000 – дек. 2004	14,8		4,9	-75,5
96	Дания	DM	июль 1973 – март 1983	14,6		9,7	-47,5
96	Марокко	FM	авг. 1998 – фев. 2006	14,6		7,5	-59,7
98	Перу	EM	май 1997 – ноя. 2003	14,2		6,5	-58,8
98	Литва	FM	апр. 2014 – н.в.	14,2	нет	10,7	-40,2
100	Великобритания	DM	апр. 1972 – апр. 1979	14,1		7,0	-72,1

**Примечание.** DM – развитые рынки, EM – развивающиеся рынки, FM – пограничные рынки; н.в. – настоящее время; под неоконченным кризисом понимается отсутствие восстановления значения индекса с момента достижения последнего исторического максимума перед падением индекса на 20% и более; вложенные кризисы не учитываются.

*Источник:* расчеты авторов по данным MSCI.

Таблица А2.

Выборка по типам рынков и начало периода наблюдений

Страны	Начало наблюдений
<b>Развитые рынки (DM)</b>	
Австралия, Австрия, Бельгия, Канада, Дания, Франция, Германия, Гонконг, Италия, Япония, Нидерланды, Норвегия, Сингапур, Испания, Швеция, Швейцария, Великобритания, США	дек. 1969
Финляндия, Ирландия, Новая Зеландия, Португалия	дек. 1987
Израиль	дек. 1992
<b>Развивающиеся рынки (EM)</b>	
Бразилия, Чили, Греция, Индонезия, Корея, Малайзия, Мексика, Филиппины, Тайвань, Таиланд, Турция	дек. 1987
Китай, Колумбия, Индия, Перу, Польша, Южная Африка	дек. 1992
Чехия, Египет, Венгрия	дек. 1994
Россия*	авг. 1995
Кувейт, Катар, Саудовская Аравия, ОАЭ	май 2005
<b>Пограничные рынки (FM)</b>	
Аргентина, Иордания	дек. 1987
Пакистан, Шри-Ланка	дек. 1992
Марокко	дек. 1994
Хорватия, Эстония, Кения, Маврикий, Нигерия, Словения	май 2002
Бахрейн, Болгария, Оман, Казахстан, Румыния	май–ноя. 2005
Вьетнам	ноя. 2006
Литва, Сербия, Тринидад и Тобаго	май–ноя. 2008
Бангладеш	ноя. 2009
Босния и Герцеговина, Зимбабве	май–ноя. 2010

**Примечание.** Символом «\*» отмечены значения для России, так как использован индекс РТС полной доходности в долларовом выражении в отличие от индексов MSCI для остальных стран.

## ЛИТЕРАТУРА / REFERENCES

- Абрамов А.Е., Чернова М.И.** (2024). «Черные индейки» против «черных лебедей»: взгляд на финансовые кризисы в мире и в России // *Экономическое развитие России*. Т. 31. № 8. С. 58–65. [Abramov A.E., Chernova M.I. (2024). “Black turkeys” vs. “Black swans”: A look at financial crises in the world and in Russia. *Russian Economic Development*, 31, 8, 58–65 (in Russian).].
- Данилов Ю.А., Пивоваров Д.А., Давыдов И.С.** (2020). К вопросу о предвидении глобальных финансово-экономических кризисов // *Финансы: теория и практика*. Т. 24. № 1. 87–104. DOI: 10.26794/2587-5671-2020-24-1-87-104 [Danilov Yu.A., Pivovarov D.A., Davydov I.S. (2020). On the issue of predicting global financial and economic crises. *Finance: Theory and Practice*, 24, 1, 87–104. DOI: 10.26794/2587-5671-2020-24-1-87-104 (in Russian).].

- Энтов Р.М.** (2019). Некоторые особенности современного состояния макроэкономики. В сб.: *Истоки. Экономика – «мрачная наука»?* М.: Изд-во ВШЭ. С. 169–240. DOI: 10.17323/978-5-7598-1745-1 [**Entov R.M.** (2019). Some features of the current state of macroeconomics. In: “*Origins. Economics – the ‘gloomy science’?*” Moscow: Nauka, 169–240. DOI: 10.17323/978-5-7598-1745-1 (in Russian).]
- Barro R.J., José U.F.** (2009). Stock market crashes and depressions. *NBER Working Paper no.* 14760. Available at: <http://www.nber.org/papers/w14760>
- Borio C., Lowe P.** (2002). Asset prices, financial and monetary stability: Exploring the nexus. *BIS Working paper Series*, no. 114. Available at: <https://www.bis.org/publ/work114.htm>
- Cassidy J.** (2010). Interview with Eugene Fama. *The New Yorker*, January 13. Available at: <https://www.newyorker.com/news/john-cassidy/interview-with-eugene-fama>
- Chari V.V. C., Kehoe P.** (2003). Hot money. *Journal of Political Economy*, 111, 6, 1262–1292. DOI: 10.1086/378525
- Cochrane J.H.** (1994). Shocks. *NBER Working Paper no. w4698*. Available at: <https://ssrn.com/abstract=764524>
- Fama E.F., Thaler R.H.** (2016). What is the efficient-markets hypothesis and how good a working model is it? *Chicago Booth Review*, June 30. Available at: <http://review.chicagobooth.edu/economics/2016/video/are-markets-efficient>
- Geithner T.F.** (2014). *Stress test: Reflections on financial crises*. N.Y.: Penguin Random House.
- Gorton G.B.** (2012). *Misunderstanding financial crises: Why we don't see them coming*. Oxford: Oxford University Press.
- Greenwood R., Hanson S.G.** (2013). Issuer quality and corporate bond returns. *Review of Financial Studies*, 26, 6, 1483–1525. DOI:10.1093/rfs/hht016
- Greenwood R., Hanson S.G., Shleifer A., Sorensen J.A.** (2022). Predictable financial crises. *The Journal of Finance*, 77 (2), 863–921. DOI: 10.1111/jofi.13105
- Hennig T., Lossifov P., Varghese R.** (2023). Predicting financial crises: The role of asset prices. *International Monetary Fund Working Paper no. WP/23/157*. Available at: <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/001/2023/157/article-A001-en.xml>
- Jung J., Shiller R.J.** (2005). A simple test of Samuelson's dictum for the stock market. *Economic Inquiry, Western Economic Association International*, 43 (2), 221–228.
- Kaminsky G.L., Reinhart C.M.** (1999). The twin crises: The cause of banking and balance-of-payments problems. *American Economic Review*, 89, 3, 473–500. Available at: <https://www.jstor.org/stable/117029>
- Kaplan P.D.** (2020). What prior market crashes taught us in 2020. *Morningstar on-line*, 2020 July 23. Available at: <https://www.morningstar.com/features/what-prior-market-crashes-can-teach-us-in-2020>
- Kindleberger C.R., Aliber R.Z.** (2005). *Manias, panics and crashes*. 5th ed. Hoboken (NJ): Wiley & Sons, Inc.
- Mian A.R., Sufi A., Verner E.** (2019). How does credit supply expansion affect the real economy? The productive capacity and household demand channels. *Journal of Finance*, 75, 2, 949–994. DOI: 10.1111/jofi.12869
- Minski H.P.** (1985). The financial instability hypothesis: A restatement. In: “*Post-Keynesian economic theory: A challenge to neo-classical economics*”. A.T. Skouras (ed.). London: Wheatsheaf.
- Minsky H.P.** (1986). *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press.

- Minsky H.P.** (1992). The financial instability hypothesis. *The Jerome Levy Economics Institute Working Paper*, 74. Available at: <https://ssrn.com/abstract=161024>. DOI: 10.2139/ssrn.161024
- Perez C.** (2002). *Technological revolutions and financial capital. The dynamics of bubbles and golden ages*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Reinhart C.M., Rogoff K.S.** (2009). *This time is different. Eight centuries of financial folly*. Princeton (NJ): Princeton University Press.
- Richter B., Schularick M., Wachtel P.** (2021). When to lean against the wind. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 53, 1, 5–39. DOI: 10.1111/jmcb.12701
- Samuelson P.A., Nordhaus W.D.** (2005). *Economics*. 18h ed. N.Y.: McGraw-Hill Irwin.
- Schularick M., Taylor A.M.** (2012). Credit booms gone bust. *American Economic Review*, 102, 2, 1029–1061. DOI: 10.1257/aer.102.2.1029
- Shiller R.J.** (2005). *Irrational Exuberance*. 2nd ed. Revised & Updated. Princeton (NJ): Princeton University Press.
- Siegel L.B.** (2010). Black swan or black turkey? The State of Economic Knowledge and the Crash of 2007–2009. *Financial Analysts Journal*, 66, 4, 6–10.
- Taleb N.N.** (2001). *Fooled by randomness. The hidden role of chance in the markets and in life*. N.Y.: Random House Publishing Group.
- Taleb N.N.** (2007). *The black swan*. N.Y.: Random House Publishing Group.

Поступила в редакцию 17.03.2025

Received 17.03.2025

A.E. Abramov

Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration  
(RANEPA), Moscow, Russia

M.I. Chernova

Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration  
(RANEPA), Moscow, Russia

## Crises in stock markets: New understanding, analysis of magnitude and frequency<sup>13</sup>

**Abstract.** This article challenges the conventional perception of crises on stock markets as unpredictable shocks. It presents crises as regular events with recurrent declines in stock prices followed by recovery. The assessment of crisis events involves quantifying duration, maximum drawdown, and magnitude index that integrates these two parameters. An evaluation of crises across 71 countries, including Russia, indicates that such events happen with lower frequency in developed markets and tend to be less severe compared to emerging markets. Since 2008, Russia has experienced a frequency and magnitude of crises that surpassed the mean for emerging markets. The dividend policy of companies, particularly during the recovery phase, plays a crucial role in alleviating the impacts of a crisis. The total shareholder returns in Russia and emerging markets are adversely affected by the depreciation of national currencies and excessive price volatility. The magnitude and recurrence of crises adversely affect the capitalization of stock markets and financial stability of pension systems. Our analysis indicates that the primary barrier to the expansion of equity markets is the persistent decline in stock prices coupled with slow recoveries, which should be considered in financial regulatory framework.

**Keywords:** *stock market crises, crisis magnitude index, drawdown dynamics, market recovery, equity market development, emerging markets, financial stability.*

JEL Classification: G14, G11, G15, G18.

For reference: **Abramov A.E., Chernova M.I.** (2026). Crises in stock markets: New understanding, analysis of magnitude and frequency. *Journal of the New Economic Association*, 1 (70), 74–95 (in Russian).

DOI: 10.31737/22212264\_2026\_1\_74-95

EDN: UMBZLR

---

<sup>13</sup> The article was written on the basis of the RANEPA state assignment research program.