

Экономический
факультет
МГУ
имени
М.В. Ломоносова

**Финансовая
грамотность в вузах**

Ирина Борисовна Суркова
Финансовые «пузыри»

ФИНРАЗООМ

24/09/2021

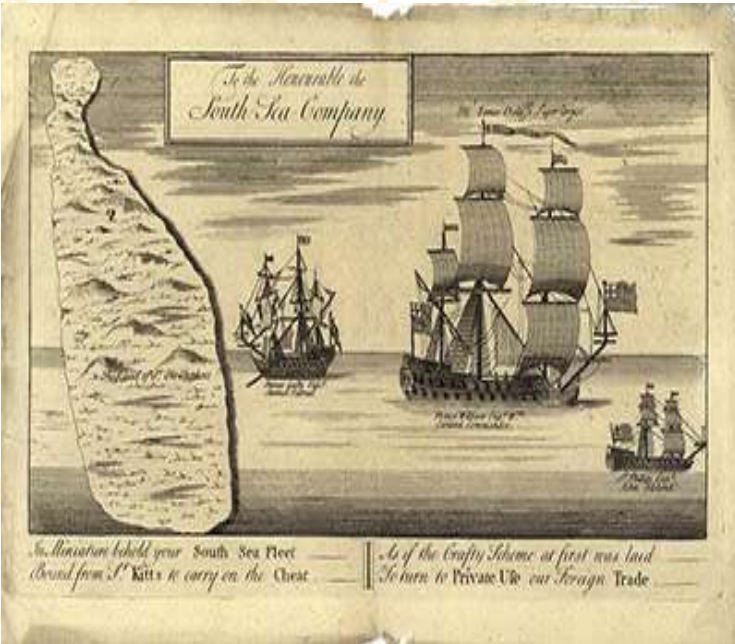
11:00

Что такое «финансовый пузырь»: общие знаменатели определений

- Резкое и продолжительное повышение цены на финансовый или инвестиционный актив
- Оптимистичные ожидания участников рынка и готовность покупателей покупать активы по завышенным ценам
- Рост разрыва между ожиданиями участников финансового рынка и реальным положением дел в экономике
- Накопление и концентрация рисков, которые затрагивают всю экономику (особенно если покупателями и продавцами использовались заемные средства)
- Резкое обесценение актива, которое может завершиться кризисом



Как появилось понятие «пузырь»: Компания Южного моря



1711 – договор между Англией и Испанией о монополии Англии на торговлю с Южноамериканскими колониями

1713 – принятие решения об учреждении акционерной Компании Южного моря

1717 – начало деятельности Компании

1720 – банкротство Компании

Как появилось понятие «пузырь»: Джонатан Свифт

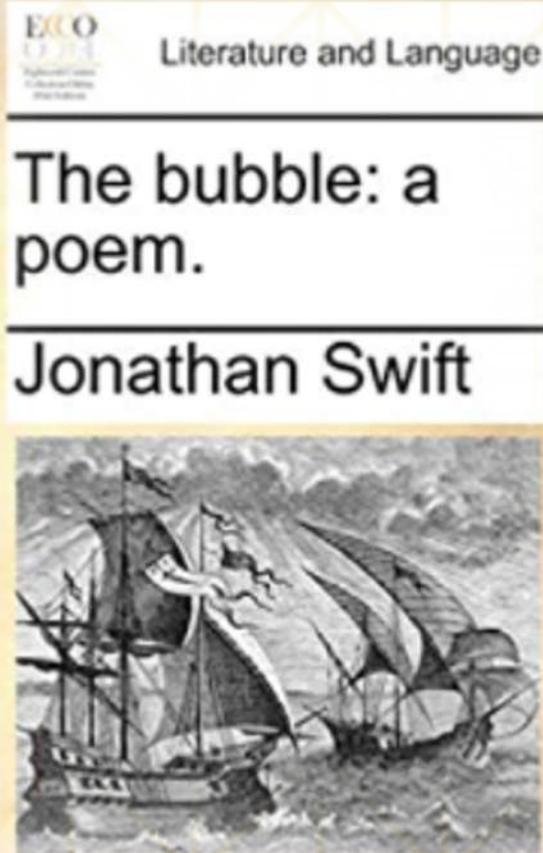
Июнь, 1711 года

«Акт о ведении торговли в Южном море... по всей вероятности, если он будет должным образом исполнен, принесет огромную пользу королевству и вечную честь нынешнему парламенту»

Декабрь, 1720 года

«The nation then too late will find,
Computing all their cost and trouble,
Directors' promises but wind,
South Sea at best a mighty bubble»

....ветер в Южном море хорош только
огромным пузырем

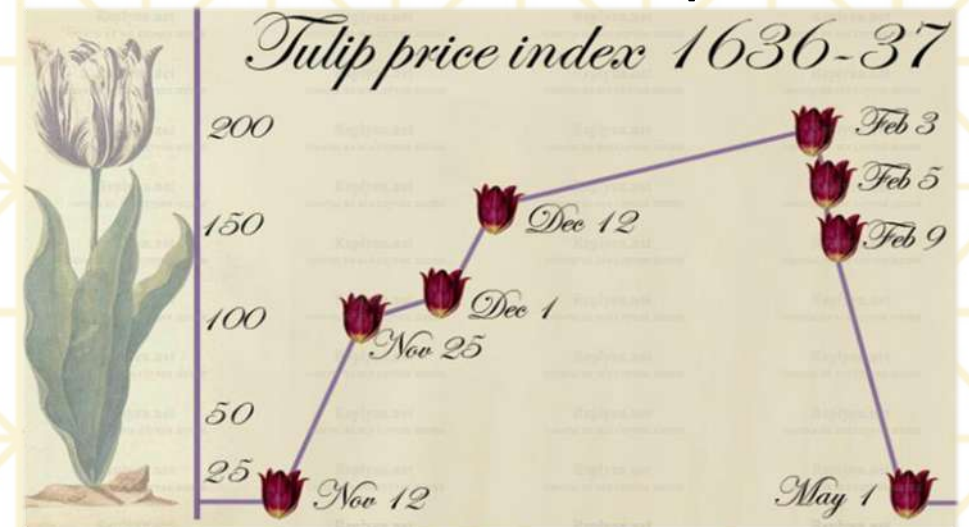


АЖИОТАЖ

Тюльпаномания (Нидерланды, 1636-1637)

Первые базовые описания «пузыря» на рынке активов – акцент на спекулятивных характеристиках:

- Доступность свободных денег в экономике и нехватка мест их вложения (бурный экономический рост – «Золотой век Нидерландов»)
- Тревога о будущих перспективах (нехватка рабочих рук – эпидемия чумы)
- Информационная асимметрия
- Иррациональное поведение под воздействием «толпы»



В результате:

- несовпадение ситуации на товарном рынке («рынке предложения») и финансовом рынке («рынке спроса»)
- обвал рынка при попытке реализовать финансовые обязательства на товарном рынке

Полная информация и рациональный подход

Эксперимент

Формирование рационального пузыря

15 раундов

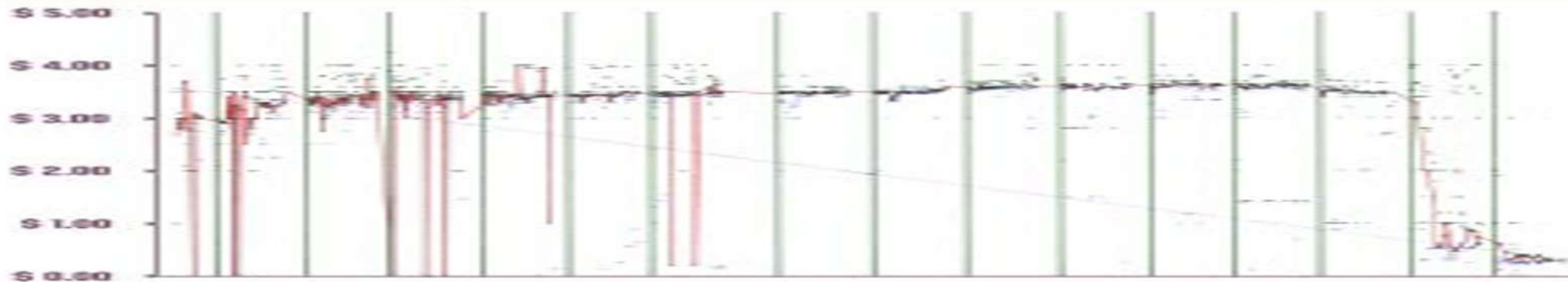
Номинал – \$0

Продажа – в начале раунда

Дивиденд в конце раунда – 24 цента

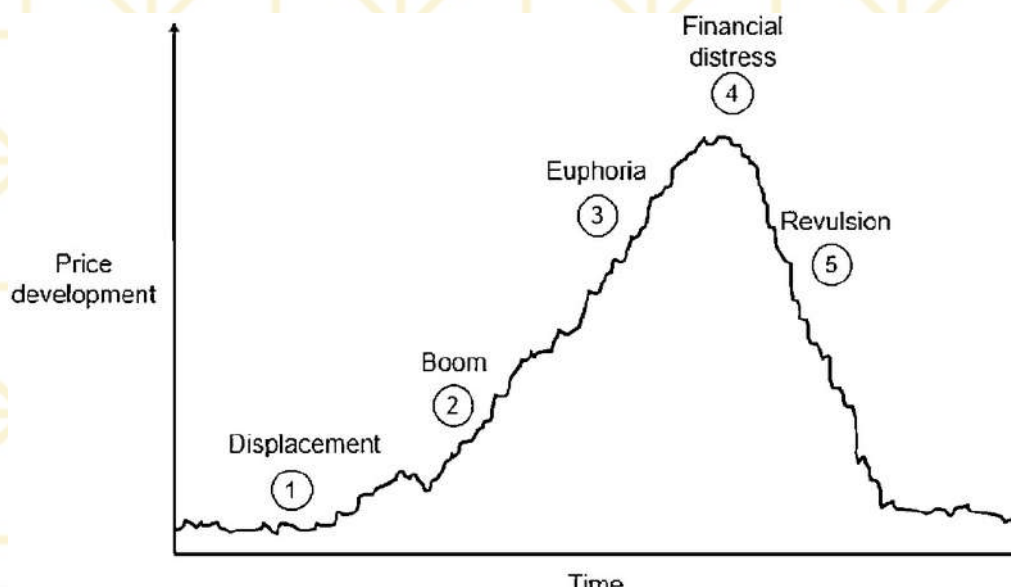
(общий доход – $\$24 * 15 = \$3,60$)

Раунд	Реальная цена	Фактическая цена
1	3,60	3,5
2	3,36 (3,60-0,24)	3,5
3	3,12 (3,36-0,24)	3,5
.....	...	3,5
14	0,24	3,5
15	0	0



«Я знал, что цена слишком высока, но я хотел купить бумагу, получить пару раз дивиденды, а потом продать следующему»

Эйфория делового подъема Крах Нью-Йоркской фондовой биржи, осень 1929 г.



Циклы финансовой нестабильности (Киндлбергер-Мински)

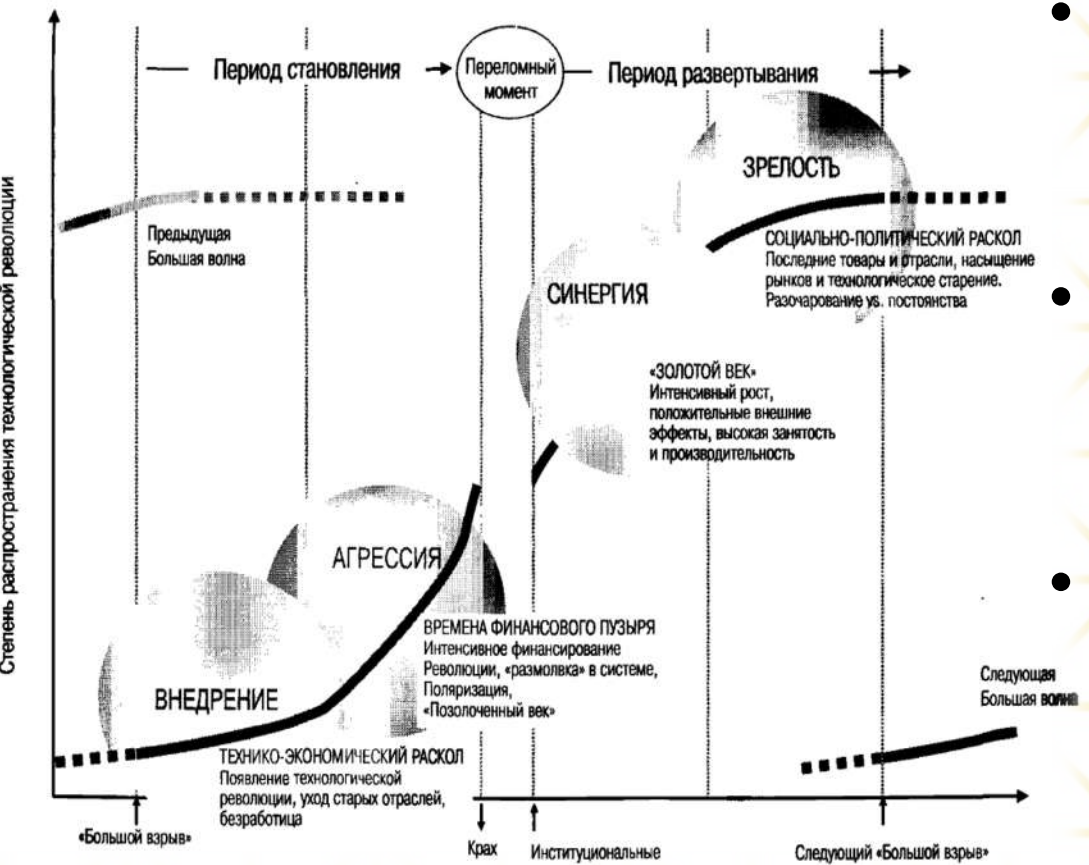
1. Изменение обстоятельств / рецессия (привлечение внимания инвесторов) (консервативные инвесторы)
2. Подъем / оживление (активная торговля, доступное кредитование) (начало спекуляций)
3. Эйфория / подъем (множество участников) (возможны схемы Понци)
4. Финансовые затруднения (начало вывода средств) (момент Мински)
5. Массовый уход с рынка / спад (резкое падение цен и рост убытков, паника)

Перспективные инвестиции

Пузырь доткомов

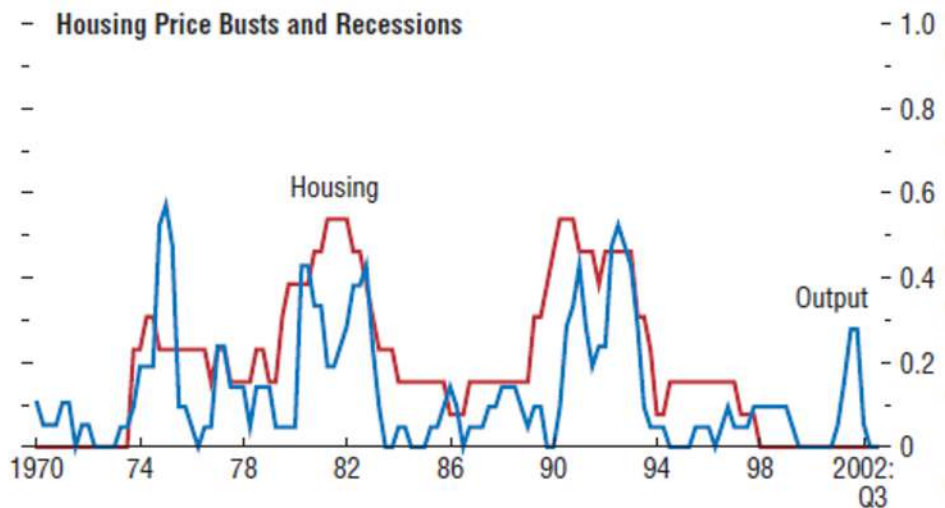
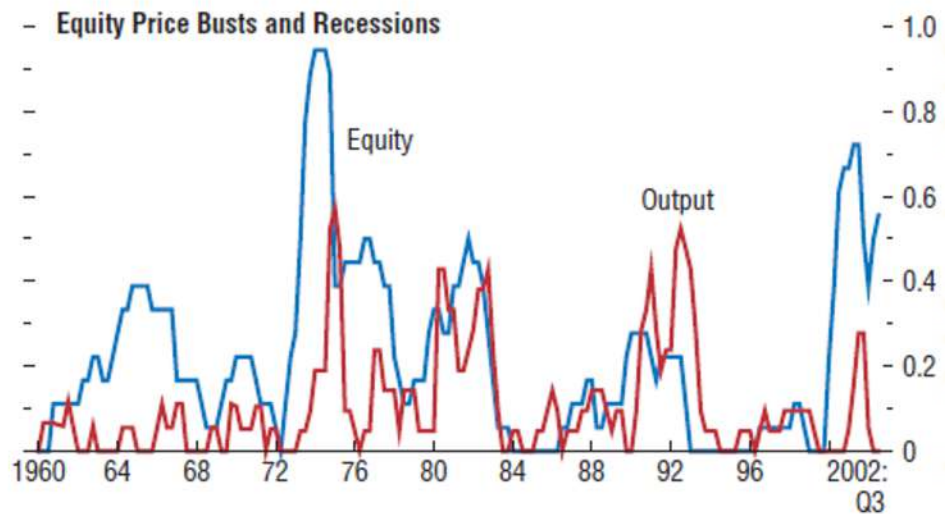
(США, конец 1990-х – начало 2000-х гг.)

«Финансовый пузырь – это безжалостный способ сконцентрировать доступные инвестиции в новых технологиях» (К. Перес):



- ожидания серьезных тех. изменений в экономике (цифровая революция)
- оценка долгосрочной перспективности вложений в интернет-компания (несмотря на текущие убытки)
- недооценка рисков вложений (в том числе, в силу общего недопонимания технологий и их перспектив)

Попытки расчетов (МВФ, 2002)



	Периодичность	Продолжительность	Потери
Цены на акции	13 лет	2,5 года	-4% роста ВВП
Цены на жилую недвижимость	20 лет	4 года	-8% роста ВВП

Source: IMF staff calculations.

¹Recessions are identified on the basis of peaks and troughs in output. See Chapter 3 of the April 2002 *World Economic Outlook* for details.

Пузыри и экономический рост

Table 2.2. Relative Contributions to Output Growth Before and After Asset Price Busts

	Equity Price Busts		Housing Price Busts	
	Before ¹	After ²	Before ¹	After ²
Average contribution to GDP growth (percent of GDP growth)				
Private consumption	57.4	55.2	61.5	36.5
Private fixed investment in machinery and equipment	18.5	3.6	19.8	-19.1
Private investment in construction	7.7	-1.4	10.4	-32.7
Other ³	16.4	42.7	8.2	115.3
<i>Memorandum</i>				
Average annual growth in GDP (percent) ⁴	4.0	2.6	3.4	0.8

Source: IMF staff calculations.

¹Average for period beginning 12 quarters before the bust and ending with the peak in GDP growth.

²Average for period beginning 1 quarter after the peak in GDP growth and ending 12 quarters after the bust.

³Includes government consumption and fixed investment, net exports, and changes in inventories.

⁴Average of changes against the same quarter in the previous year.

- обесценение активов
- обесценение сбережений
- резкое снижение потребительских расходов
- избыточное предложение товаров, стагнация отраслей, обслуживающих совокупный спрос
- падение занятости и доходов
- кредитный кризис: рост просроченных кредитов, ужесточение кредитной политики банков, падение стоимости залогов
- опасности для депозитов
- сокращение поступления налогов
- рост государственных расходов
- рост доходности государственных облигаций и дальнейший рост процентных ставок
- ограничения доступности кредита для реального сектора, дальнейший спад

Реализация возможностей

Ипотечный кризис США, 2007-2008 гг.

«Пузырь» на рынке недвижимости

- Распространение ипотечных программ с повышенным риском и плавающей процентной ставкой (No-Doc mortgages, Subprime mortgages)
- Снижение учетной ставки в 2003 г. до 1% (цель – стимулирование экономики)
- Приход на рынок ипотеки наименее надежных заемщиков (бедных, без кредитной истории) (около 25% кредитов – Wall Street Journal)
- Повышение учетной ставки с 2004 по 2007 гг. до 5,25%
- С 2005 г. начало падения цен на недвижимость : 4.5% в год, с ожиданием 10% в год (новые дома перепродавались, закладывались)
- С 2007 г. – массовые невыплаты и просрочки по ипотеке (и другим кредитам)
- 2007 г. – более 25% заемщиков по ипотеке объявили о своем банкротстве



Перераспределение рисков

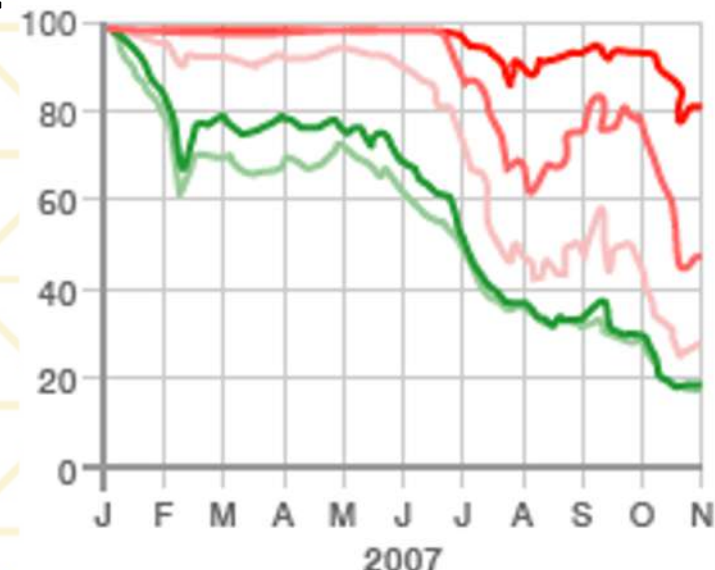
Ипотечный кризис, США 2007-2008 гг.

«Пузырь» на рынке ипотечных ценных бумаг

- Ипотечные ценные бумаги (Mortgage-Backed Securities, MBS), выпущенные на их основе обеспеченные долговые обязательства (Collateralized debt obligations, CDO), производные инструменты на основе CDO
- Большой объем свободного капитала на рынке (иностранного) (дефицит платежного баланса США в 2004 г. – около 6% ВВП) – высокий спрос
- Отмена ограничений Гласса-Стиголла – множество участников рынка
- Обесценение активов банков, пенсионных фондов и других держателей ИЦБ
- Свыше 500 банкротств банков (в т.ч. Лемон Бразерс)



CURRENT INDEX VALUE OF
MORTGAGE BONDS, 2007=100
Implied value of mortgage-backed
bonds issued in Jan 2007



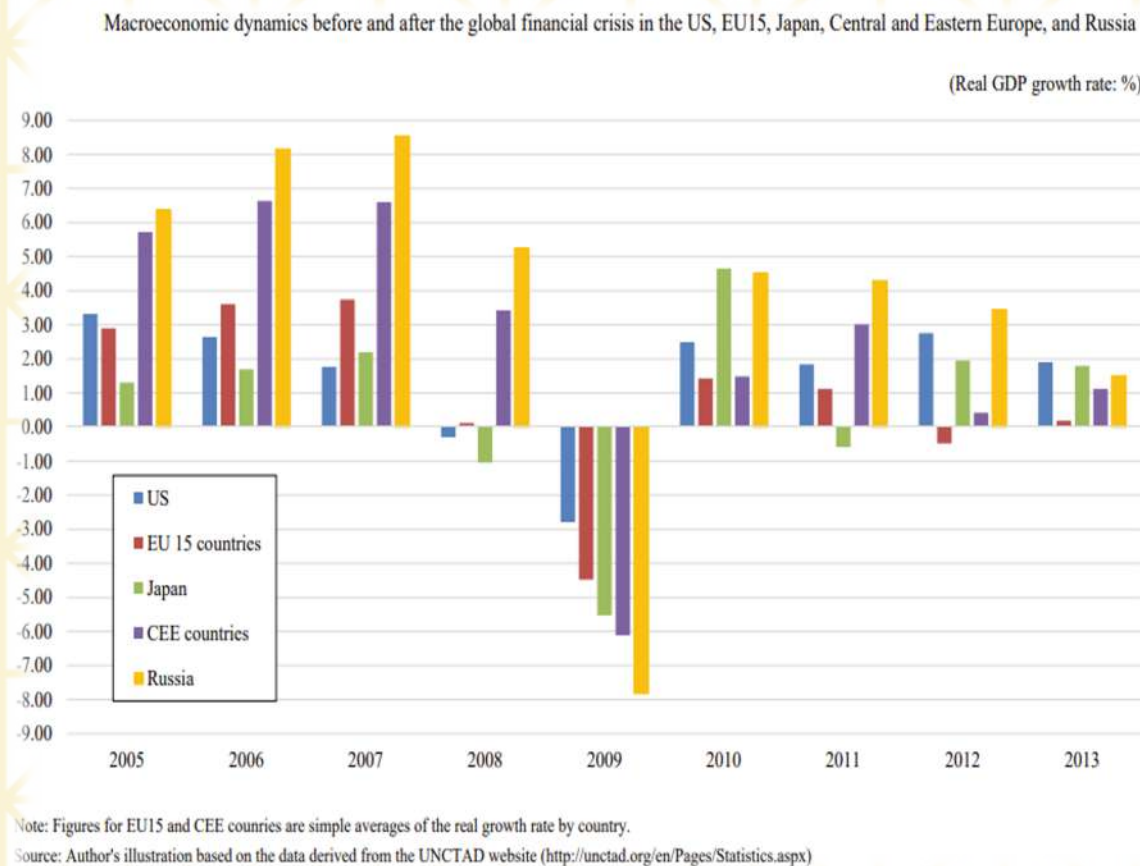
Standard & Poor Ratings



SOURCE: Economist

«Распространение инфекции» Мировой кризис 2007-2008 гг.

- Другие страны (ИЦБ охотно скупали частные банки, пенсионные фонды, правительственные организации)
- Другие сегменты финансового рынка (затруднения в кредитовании, снижение котировок)
- Сокращение ВВП и мировой торговли:
 - ВБ (2009) – мировой ВВП сократился на 2,2%, мировая торговля – на 14,4%



Как обнаружить «пузырь»?



- Твердые и понятные критерии не существуют (нет даже общего количественного определения)
- Теории различаются в той же степени, как и отдельные пузыри
- Природа новых пузырей меняет теории (анализ постфактум)
- Все модели оценки являются:
 - А) моделями оценки рисков «пузыря»
 - Б) гипотетическими

Математические и статистические методы оценки рисков «пузыря»

Примеры (1)

мультипликатор P/E (цена/прибыль)	Учитывает суммарную капитализацию всех существующих эмитентов к их прибыли	В периоды кризиса прибыли множества компаний имеют отрицательные значения, что делает невозможным использование ценовых мультипликаторов
коэффициенты дивидендной доходности	D/P (дивиденд на акцию /цена) или $TDiv/MS_{cap}$ (дивиденды выплачиваемые по всему рынку акций/капитализация рынка акций)	Искажаются нестабильной дивидендной политикой
коэффициент Тобина	Отношение рыночной цены стоимости активов к цене их замещения	расчет для всего фондового рынка требует сбора данных по каждой из компаний, акции которых функционируют на фондовом рынке

Математические и статистические методы оценки рисков «пузыря» Примеры (2)

оценка отклонения текущей рыночной цены от ее «справедливого» значения	Наличие системных отклонений гипотетически смоделированной траектории цены от фактической траектории ее изменения	Гипотеза не учитывает всех факторов ценообразования
капиталоемкость ВВП — $MCap/GDP$ (Индекс или Коэффициент Баффета)	Превышение совокупной капитализации рынка номинального ВВП страны	Пузырь доткомов – ок. 200% Пузырь ИПЦ – ок. 140%
Методы оценки рисков	Рассчитываются на основе фактических и прогнозируемых данных, оценок волатильностей и корреляций для цен (доходности) финансовых инструментов	

Индекс Баффета для глобальных рынков (август 2021)

Worldwide Buffett Indicator
(global market cap/global GDP)



<https://www.currentmarketvaluation.com/models/buffett-indicator.php>

Предупреждение:

Текущая оценка рынка предназначена для использования в качестве образовательного ресурса, чтобы помочь читателям понять сегодняшний рынок в исторической перспективе. Это может быть полезным контекстом при принятии инвестиционных решений, но абсолютно не предназначено для использования в качестве отдельной инвестиционной стратегии

Полезные материалы



Публикуется Банком России
2 раза в год (в мае и ноябре) :

- уязвимости финансовой системы
- потенциальные шоки и риски образования пузырей
- Оценка устойчивости финансовых организаций к выявленным рискам

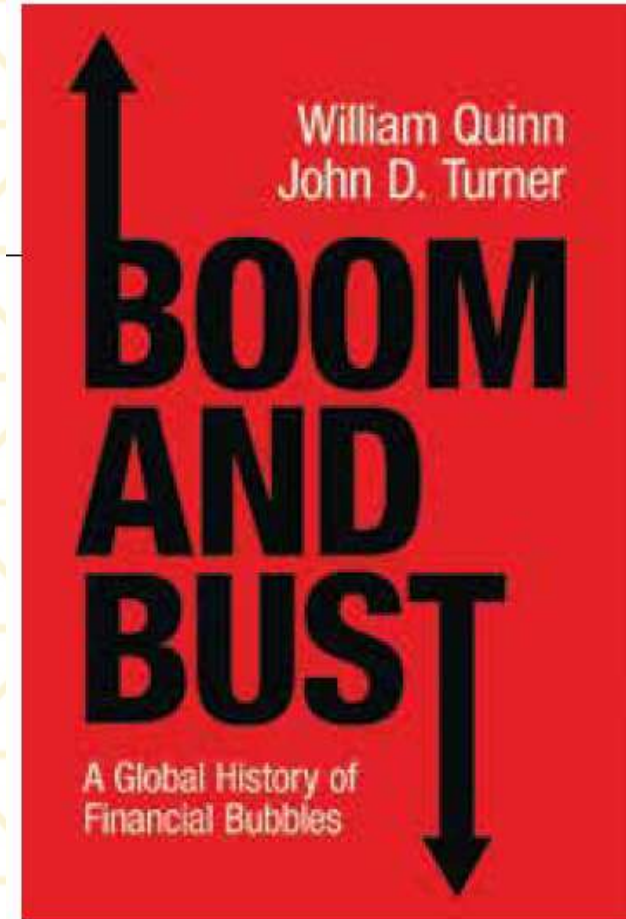


Публикуется ежемесячно:

- результаты мониторинга
- обзоры новых явлений или «горячих точек»

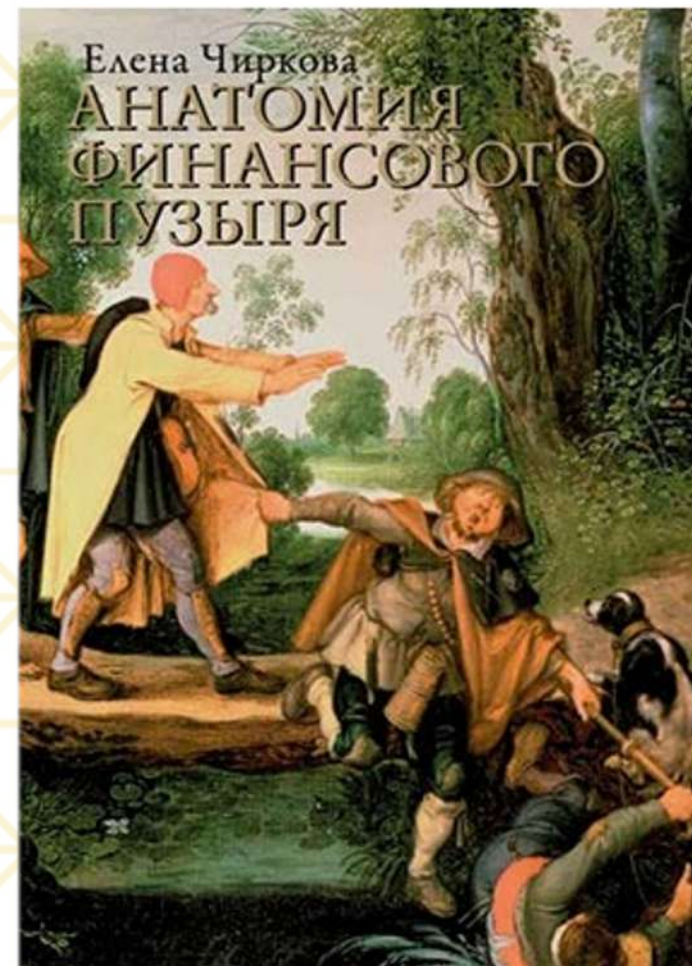
Популярные рекомендации (1)

- Дешевые деньги
- Ликвидные активы
- Приток неопытных инвесторов на рынки
- Упрощение механизмов торговли, дробление акций



Популярные рекомендации (2)

- Массовое вовлечение в процесс инвесторов-непрофессионалов
- Большое количество покупок активов с целью перепродажи в краткосрочной перспективе
- Отказ в период бума от принятых методов оценки активов
- Игнорирование рынком плохих новостей или интерпретация их как хороших
- Перетекание средств из реального сектора на финансовый рынок
- Широкое распространение различных инвестиционных фондов и компаний
- Резкое увеличение количества IPO и ухудшение качества размещаемых бумаг



Пузырь. Что делать?

- Не торопиться! Не паниковать.
Акция «Амазон» в начале 2000-х продавалась за \$6, сейчас >\$1500
- Если рынки выросли внезапно на 25-30% – насторожиться
- Заранее диверсифицировать портфель по секторам экономики (не держать яйца в одной корзине)
- Помнить о правилах страхования банковских вкладов
- Следить за макроэкономическими показателями – пузыри чаще возникают в начале рецессии



«Пузыри» вокруг нас?

Мир

Bubble Trouble

Countries seeing surging real house price growth

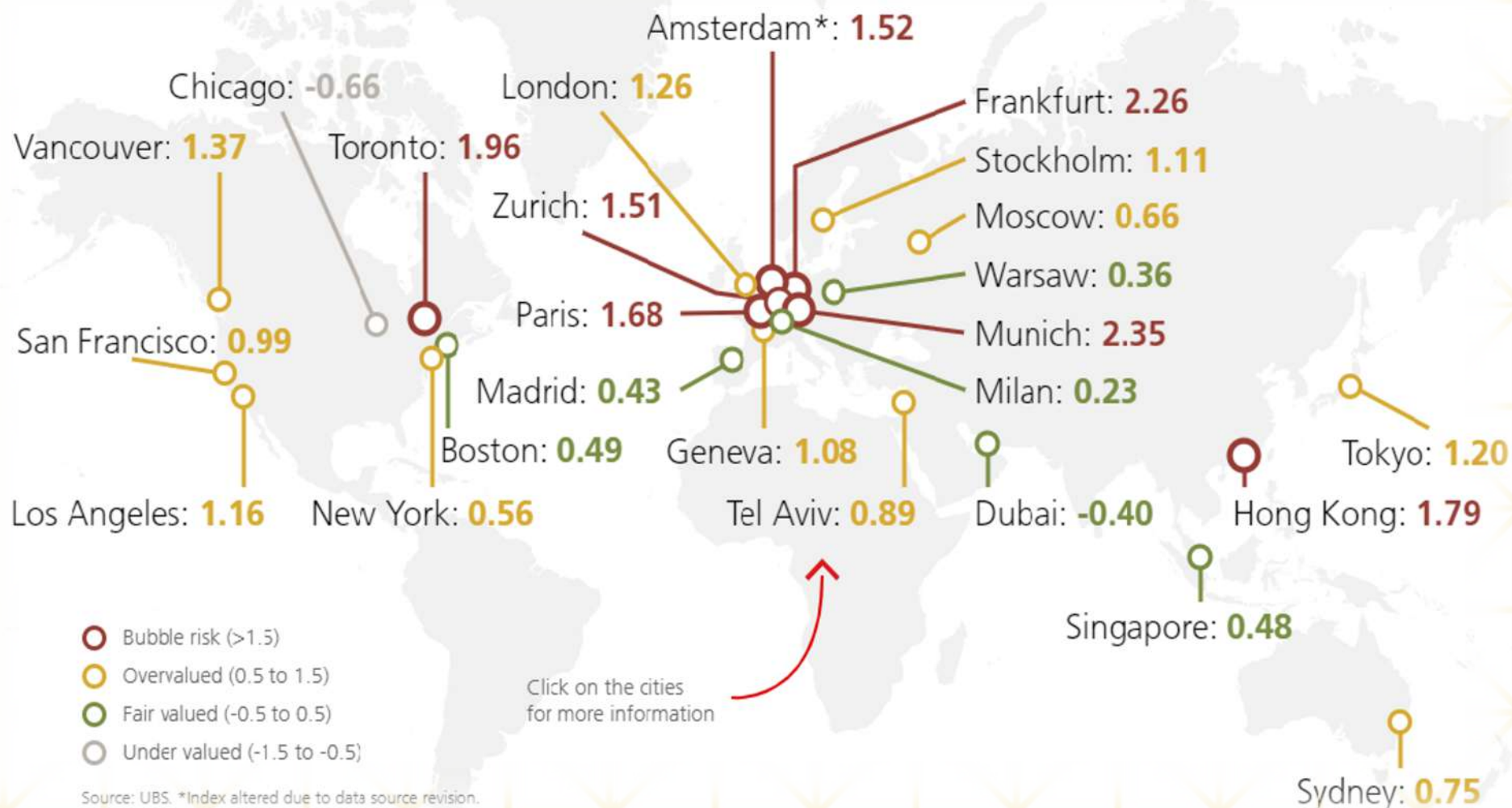


Source: OECD

Временные меры поддержки арендаторов жилья и домовладельцев (данные ОЭСР, 2021)

Меры поддержки	Страны
Для арендаторов	
запрет на выселение в связи с пропуском платежей	Австралия, Австрия , Бельгия, Канада, Франция, Германия, Венгрия, Ирландия, Израиль, Люксембург, Нидерланды, Новая Зеландия, Португалия, Испания, Великобритания, США
отсрочка арендных платежей	Австрия, Мексика, Португалия , Испания
временное снижение или приостановка арендных платежей для некоторых категорий арендаторов	Австралия, Греция, Португалия, Испания
замораживание арендной платы	Австралия, Ирландия, Новая Зеландия
другие формы финансовой поддержки арендаторов	Австралия, Япония, Ирландия, Люксембург, Испания
Для домовладельцев:	
льготное ипотечное кредитование	Австралия, Австрия , Бельгия, Канада, Колумбия, Чехия, Германия, Греция, Ирландия, Италия, Израиль, Литва, Мексика, Португалия, Словакия, Испания, Великобритания, США
запрет на обращение взыскания на недвижимость	Нидерланды, США
Для всех	
снижение ставок оплаты коммунальных услуг и/или запрет их прекращения при пропуске платежа	Австралия, Австрия , Канада, Франция, Ирландия, Новая Зеландия, Португалия, Испания, США

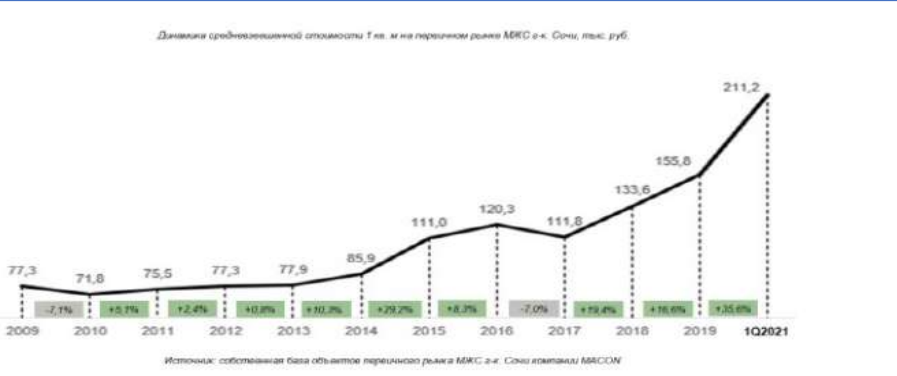
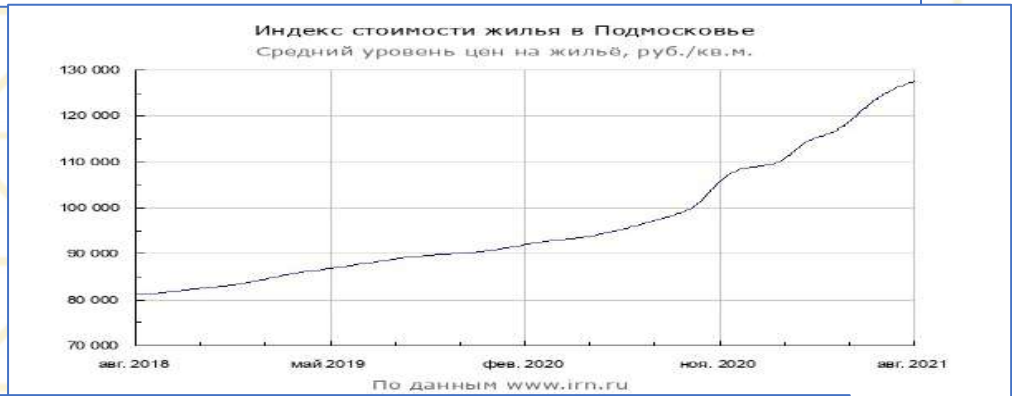
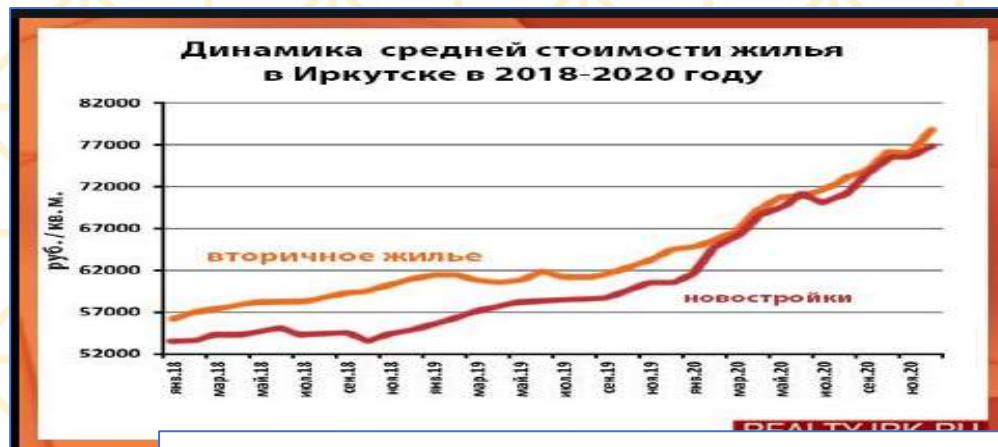
Индекс Ю-Би-ЭС (Швейцария) для рынка недвижимости 2020



Source: UBS. *Index altered due to data source revision.

«Пузыри» вокруг нас?

Россия



Динамика цен на новостройки в Большом Сочи (Фото: МАСОН)

Инвестиционный спрос

ПОКАЗАТЕЛИ ИНВЕСТИЦИОННОГО СПРОСА НА ПЕРВИЧНОМ РЫНКЕ ЖИЛЬЯ (ПО ПЛОЩАДИ КВАРТИР)
(Г/Г, %)

Рис. 1



Источники: Росстат, расчеты Банка России.

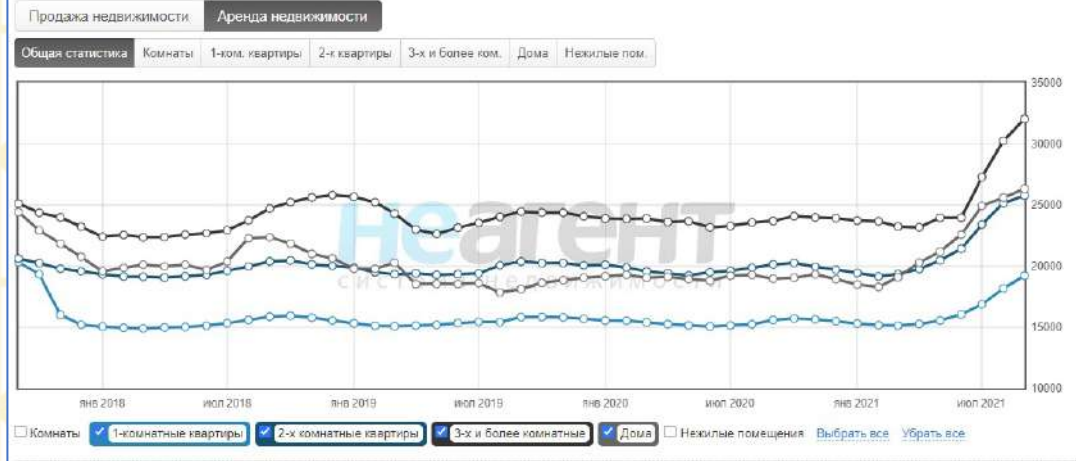
¹ По состоянию на 01.12.2020.

Инвестиционное предложение (динамика ставок аренды жилья)



Цены на аренду жилья в Новороссийске, квартиры, комнаты и дома на графике

Средняя стоимость аренды квартир в Новороссийске, 2021 год. Динамика изменения цены на аренду жилой недвижимости (квартир и домов) в разделах аренды 1, 2-х, 3-х комнатных квартир, домов.



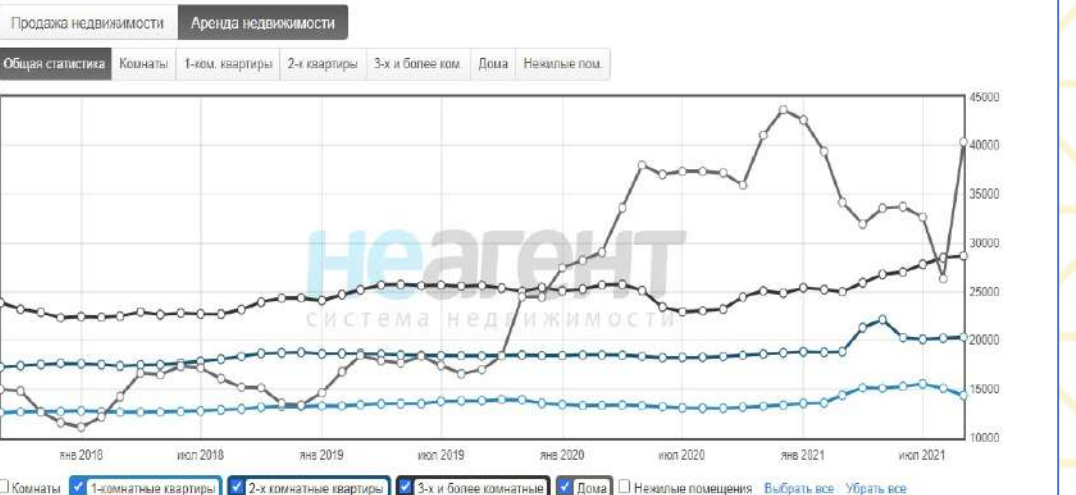
Цены на аренду жилья в Краснодаре, квартиры, комнаты и дома на графике

Средняя стоимость аренды квартир в Краснодаре, 2021 год. Динамика изменения цены на аренду жилой недвижимости (квартир и домов) в разделах аренды 1, 2-х, 3-х комнатных квартир, домов.

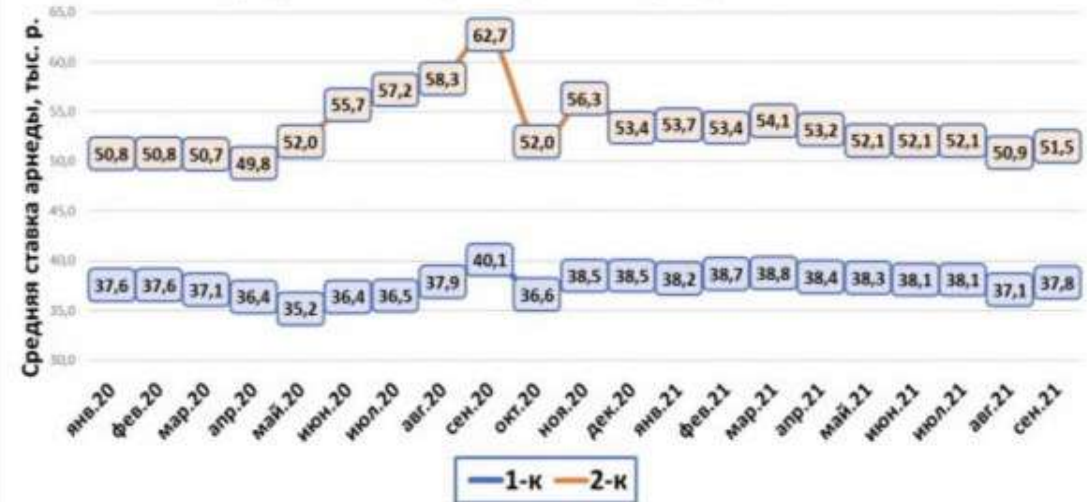


Цены на аренду жилья в Красноярске, квартиры, комнаты и дома на графике

Средняя стоимость аренды квартир в Красноярске, 2021 год. Динамика изменения цены на аренду жилой недвижимости (квартир и домов) в разделах аренды 1, 2-х, 3-х комнатных квартир, домов.



Средняя ставка долгосрочной аренды в Москве





«Ипотечный пузырь»?

Объем выданных ипотечных кредитов в месяц

433 млрд руб.

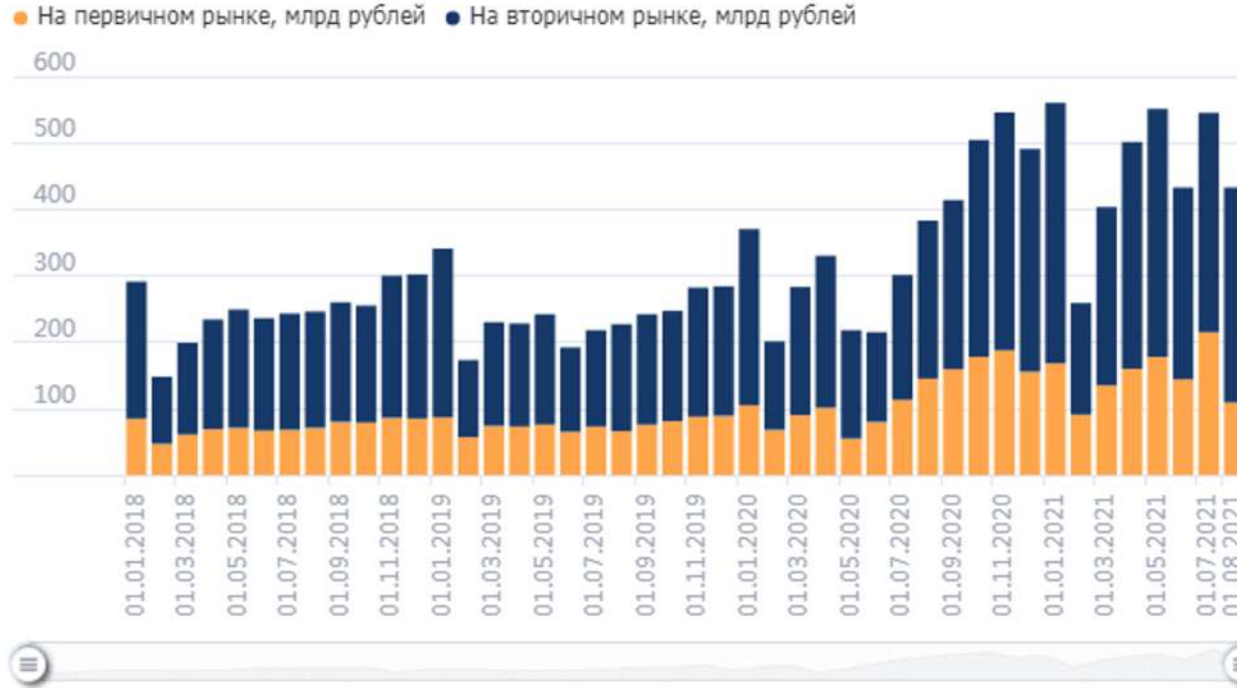
+12,9% год к году

Таков объем выдаваемых ипотечных кредитов в месяц на покупку жилья на первичном и вторичном рынке.

109 млрд руб.

-24,7% год к году

Таков объем выданных ипотечных кредитов на покупку жилья в новостройках в месяц.



Данные на 1 августа 2021 года

FRANK RG

Изменение доли ипотечного кредитования в активах банков

СОКРАЩЕННЫЙ (АНАЛИТИЧЕСКИЙ) БАЛАНС БАНКОВСКОГО СЕКТОРА (МЛРД РУБ.)
(Банк России)

Активы	01.03.2020	% от активов	31.12.2020/ 01.01.2021	% от активов	31.03.2021	% от активов	01.07.2021	% от активов
Всего	96 651	100	103 842	100	107 662	100	110 171	100
Кредитный портфель	56685	58,7	61117	58,9	62550	58,1	65326	59,3
Кредиты физическим лицам	18 305	18,9	20 044	19,3	21 261	19,8	22 756	20,7
Ипотечное жилищное кредитование			9 508	9,2			10 829	9,8
Потребительское кредитование			9 707	9,3			10 652	9,7

Просроченная задолженность по ипотеке

Просроченная задолженность по ипотечным кредитам

10,8 трлн руб.

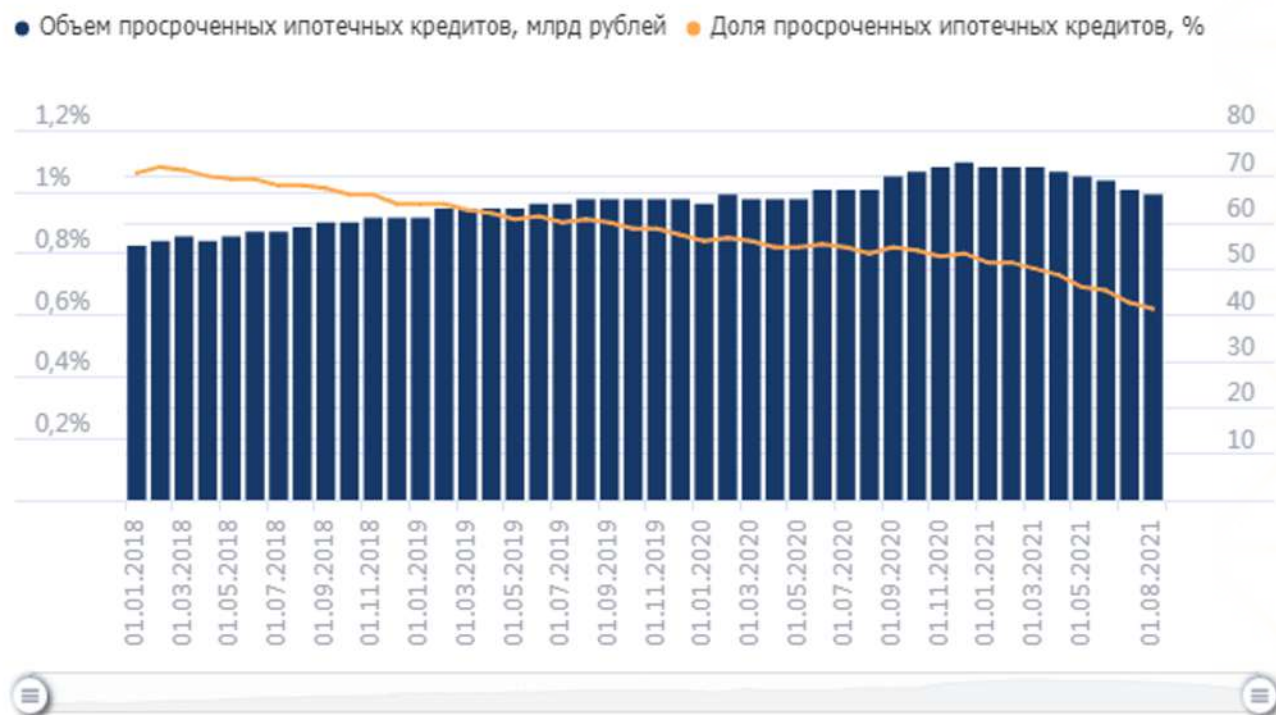
+28,8%
год к году

Такая сумма ипотечных кредитов находится в портфеле российских банков

0,62%

-0,19 п.п.
год к году

Доля просроченных ипотечных кредитов в общем объеме ипотечных кредитов банков.

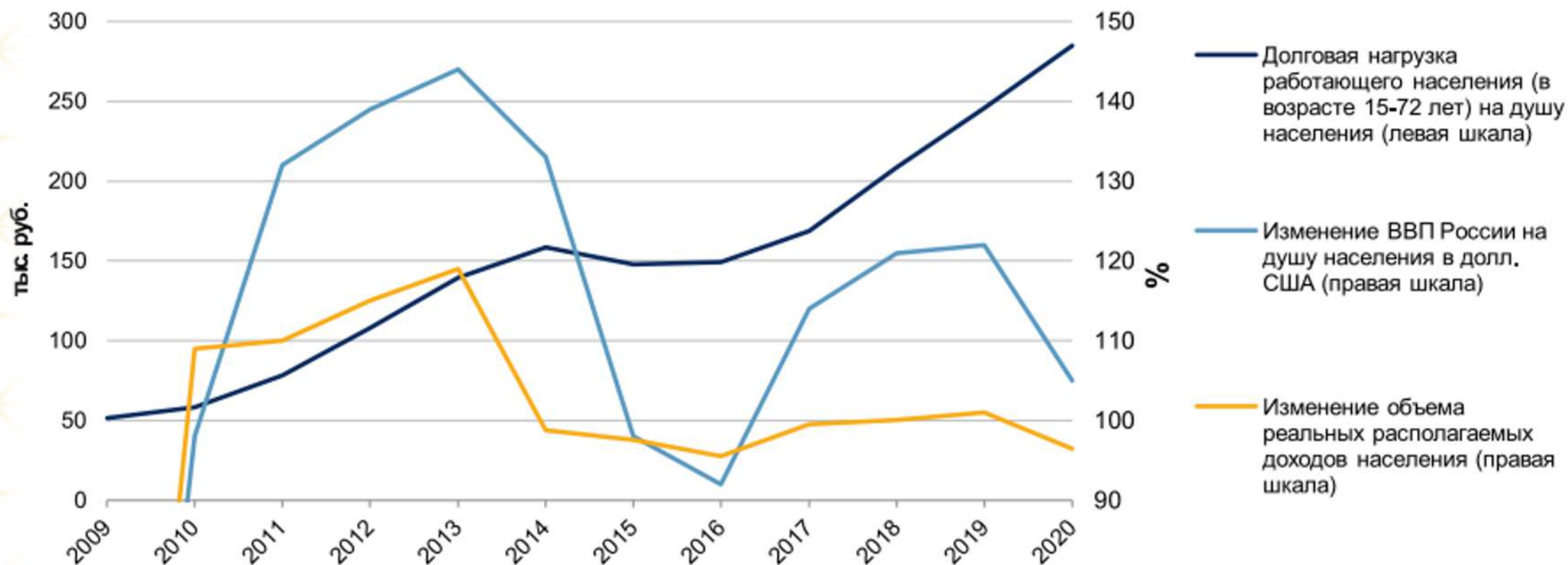


Данные на 1 августа 2021 года

FRANK RG

Темпы роста долговой нагрузки физических лиц

Повышение долга домохозяйств опережает рост основных экономических показателей



Источник: Федеральная служба государственной статистики, Центральный банк Российской Федерации.

Copyright © 2021 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

Меры по ограничению кредитования (льготная ипотека)

	Льготная ипотека	Обновленная льготная ипотека
Срок действия программы	17.04.2020 – 1.07.2021	2.07.2021 – 1.07.2022
Предельные ставки	6,5%	7%
Предельная сумма кредита	12 млн руб. – Москва, Санкт-Петербург, Московская обл., Ленинградская обл.	3 млн руб. для всех регионов
	6 млн руб. – другие регионы	
Первоначальный взнос	20% от стоимости жилья – апрель-август 2020 15% от стоимости жилья – далее	15% от стоимости жилья
Срок	Не более 20 лет	

Законопроект о праве Банка России устанавливать для кредитных и микрофинансовых организаций количественные ограничения

- Право устанавливать максимальную допустимую долю отдельных видов кредитов (займов), соответствующих установленным Советом директоров значениям характеристик кредитов (займов), в общем объеме кредитов (займов) указанного вида, предоставленных кредитной организацией или микрофинансовой организацией в течение текущего квартала
- Виды кредитов (займов), к которым могут быть применены прямые количественные ограничения будут устанавливаются нормативным актом Банка России
- В случае несоблюдения таких ограничений Банк России вправе установить повышенные значения надбавок к коэффициентам риска для кредитных организаций или дополнительных коэффициентов риска для МФО

Цель закона: предотвращение накопления рисков заемщиками и замедление чрезмерного роста необеспеченного потребительского кредитования

Динамика строительной отрасли

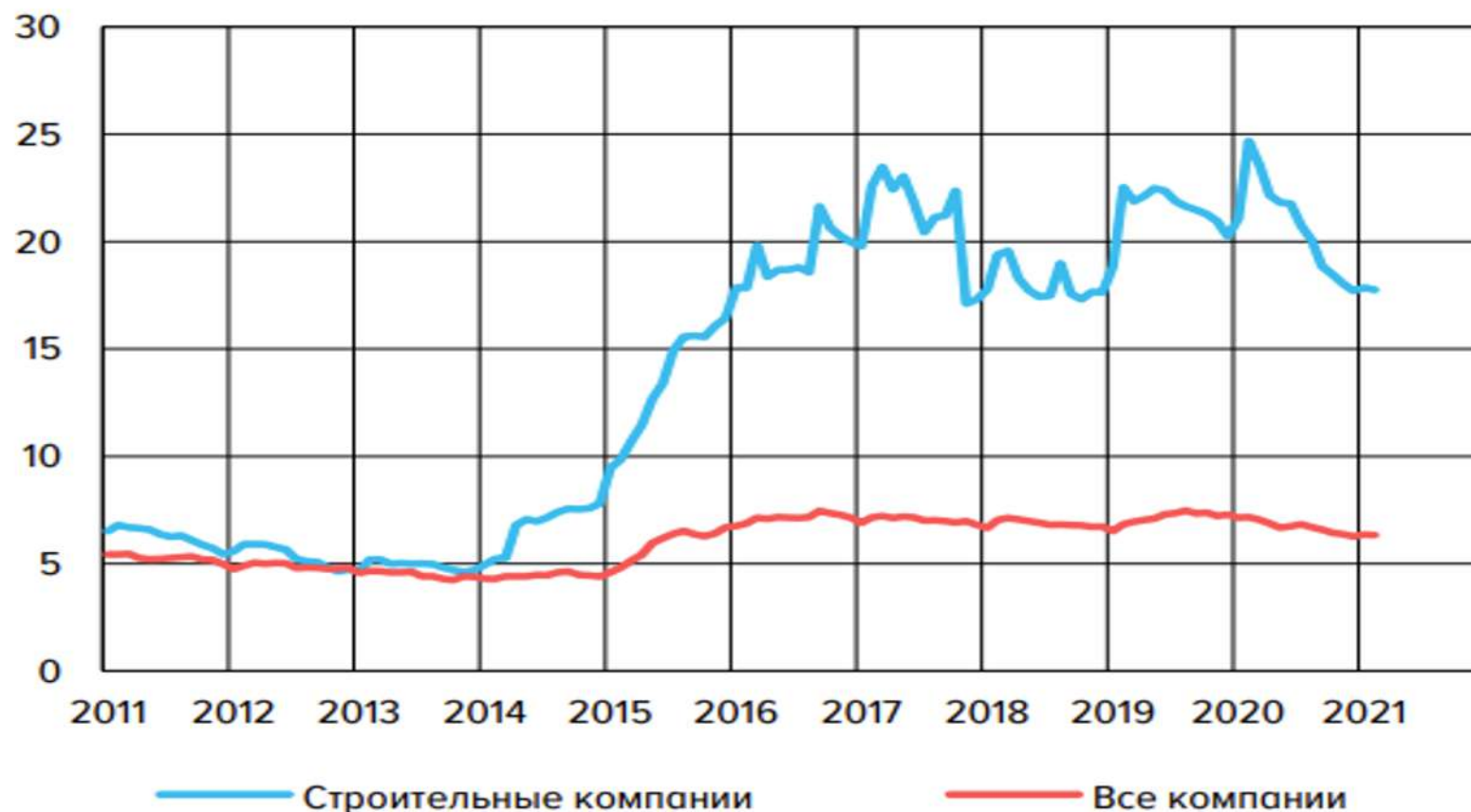
Динамика объема работ, выполненных по виду деятельности «Строительство», (месяц к месяцу прошлого года), %



Долги строительной отрасли

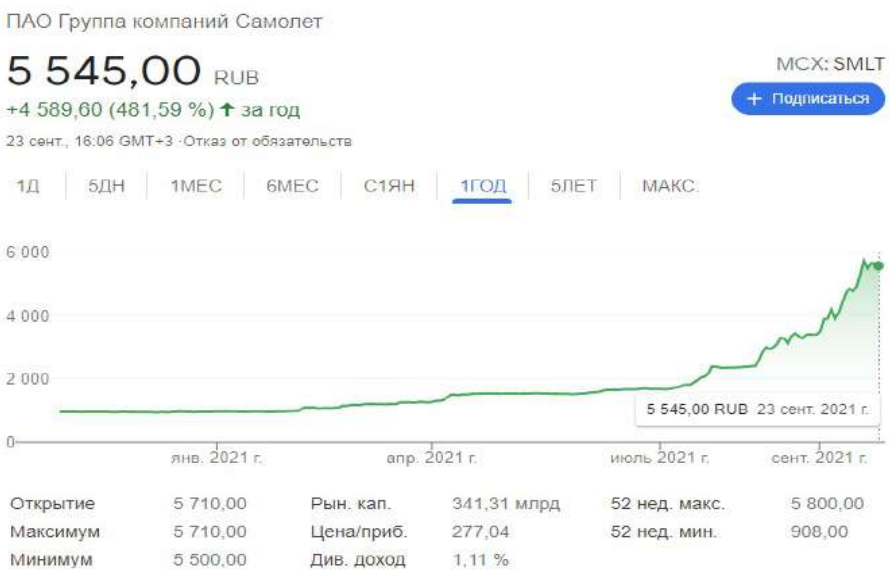
ПРОСРОЧЕННАЯ ЗАДОЛЖЕННОСТЬ
ПО КОРПОРАТИВНЫМ КРЕДИТАМ
(ДОЛЯ КРЕДИТНОГО ПОРТФЕЛЯ, %)

Рис. 2.12



Источник: Банк России.

Строительные компании на фондовом рынке



Альтернативные сценарии Банка России

2. Сценарии макроэкономического
развития и денежно-кредитная политика
в 2021–2024 годах

Основные направления
единой государственной денежно-кредитной
политики на 2022 год и период 2023 и 2024 годов

45

ПРОГНОЗ БАНКА РОССИИ В РАМКАХ СЦЕНАРИЯ «ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС»

Табл. 2.5

	2020 (факт)	2021	2022	2023	2024
Основные макроэкономические показатели (прирост в % к предыдущему году, если не указано иное)					
Инфляция, в % декабрь к декабрю предыдущего года	4,9	5,7–6,2	5,0–5,5	5,5–6,5	2,0–3,0
Инфляция, в среднем за год, в % к предыдущему году	3,4	6,0–6,2	4,7–5,5	5,8–6,5	3,0–4,0
Ключевая ставка, в среднем за год, в % годовых	5,1	5,5–5,8*	7,5–8,5	8,3–9,3	4,3–5,3
Валовой внутренний продукт	-3,0	4,0–4,5	2,4–3,4	-(1,4–2,4)	3,0–4,0
Расходы на конечное потребление	-5,2	7,2–8,2	1,4–2,4	-(1,5–2,5)	2,3–3,3
— домашних хозяйств	-8,6	10,1–11,1	1,4–2,4	-(2,7–3,7)	2,7–3,7
Валовое накопление	-2,0	3,5–5,5	2,1–4,1	-(11,9–13,9)	13,4–15,4
— основного капитала	-4,3	2,6–4,6	2,3–4,3	-(4,6–6,6)	4,2–6,2
Экспорт	-4,3	2,6–4,6	5,4–7,4	-(4,5–6,5)	3,6–5,6
Импорт	-12,0	14,1–16,1	2,4–4,4	-(16,5–18,5)	12,8–14,8
Денежно-кредитные показатели (прирост в % к предыдущему году, если не указано иное)					
Денежная масса в национальном определении	13,5	11–15	9–13	5–9	5–9



Экономический
факультет
МГУ
имени
М.В. Ломоносова

Финансовая
грамотность в вузах

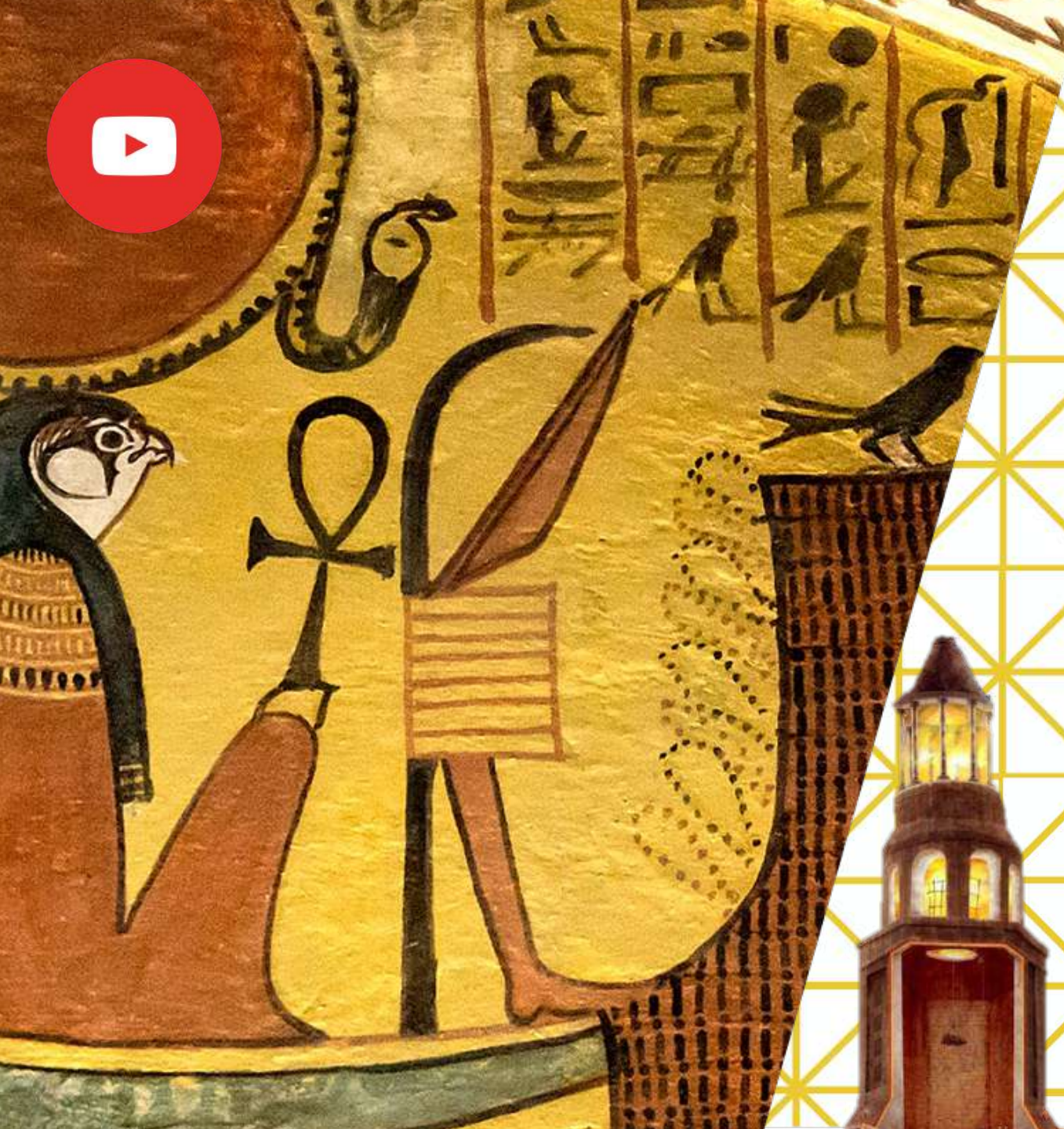


ФИНРАЗООМ
Маяк ЭФ

Вопросы

Ростислав Александрович Кокорев
Ирина Борисовна Суркова

fingramota.econ.msu.ru



Экономический
факультет
МГУ
имени
М.В. Ломоносова

**Финансовая
грамотность в вузах**

**ФИНРАЗООМ
08/09/2021
Маяк ЭФ
11:00**

