

КОРРЕКЦИЯ АМЕРИКАНСКОГО РЫНКА АКЦИЙ: ПРИЧИНЫ И СЛЕДСТВИЯ*

Александр АБРАМОВ

Заведующий лабораторией анализа институтов и финансовых рынков РАНХиГС при Президенте Российской Федерации. E-mail: ae_abramov@mail.ru

Со 2 февраля 2018 г. на американском рынке акций, а вслед за ним на большинстве мировых, наблюдается серьезная коррекция. Это выражается в существенном снижении фондовых индексов и в росте их волатильности. Основные причины – переоцененность американского рынка акций, а также опасения роста инфляции в США. Тем не менее признаков системного кризиса нет.

Ключевые слова: рынок акций США, рынок акций ЕС, коррекция рынков.

Текущая ситуация

Особенность коррекции на американском рынке акций заключается в том, что она происходит на фоне относительно стабильной ситуации на долговых рынках, при хороших показателях роста ВВП, создании новых рабочих мест в США и неплохих результатах отчетности по прибыли ведущих американских корпораций.

За пять рабочих дней – со 2 по 8 февраля 2018 г. – американский индекс Доу-Джонса упал на 8,9%, российский РТС – не столь существенно, на 5,1%. С начала 2018 г. Доу-Джонс снизился на 4,5%, а индекс РТС – вырос на 6,3%. 5 февраля был зафиксирован абсолютный рекорд дневного падения индекса Доу-Джонса в виде количества процентных пунктов – до 1175,2 пункта. (На рис. 1 приведены данные о снижении индексов Доу-Джонса и S&P500 в США, а также ведущих индексов акций стран Европы (Stoxx Europe 600), Японии, Китая, Индии, Бразилии и России с 1 февраля 2018 г. и с 29 декабря 2017 г.) Из рисунка видно, что коррекция была не случайной (длится уже несколько дней), потянув за собой рынки большинства стран мира и наступив относительно внезапно.

В течение многих месяцев значение индекса волатильности VIX американского рынка находилось на рекордно низком уровне. Во

время же коррекции он взлетел с 13,47 пункта на 1 февраля 2018 г. до 37,32 пункта в «черный понедельник» 5 февраля; по состоянию на 08.02.2018 г. VIX составлял 33,46 пункта. (См. рис. 2.)

Долговые рынки ведущих развитых стран пока сохраняют относительную стабильность, отреагировав на коррекцию рынка акций США умеренным ростом доходности государственных ценных бумаг. (См. рис. 3.) Однако в пятницу 2 февраля 10-летние государственные ценные бумаги США достигли доходности в 2,852% – наивысшей с января 2014 г. Пока массовых распродаж на облигационном рынке не наблюдается, что свидетельствует об отсутствии признаков системного кризиса. О том же заявил министр финансов США Стивен Мнучин.

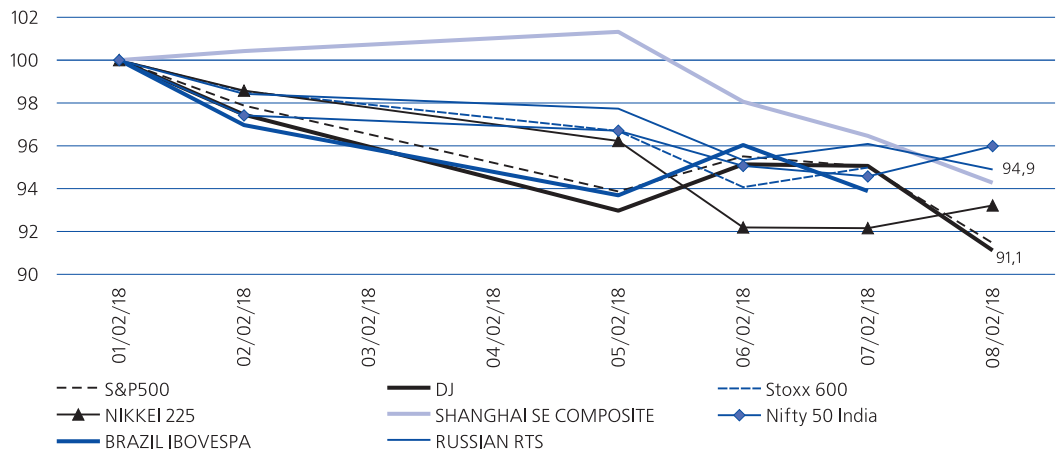
Причины

Пока существуют лишь версии того, что послужило «спусковым крючком» для столь глубокой коррекции на американском рынке акций. Однако наличие определенных фундаментальных причин коррекции, вероятно, ни для кого не было секретом – к ним относятся переоцененность рынка акций США по основным финансовым мультипликаторам, а также опасения относительно ускорения инфляции в США с последующим ускорением повыше-

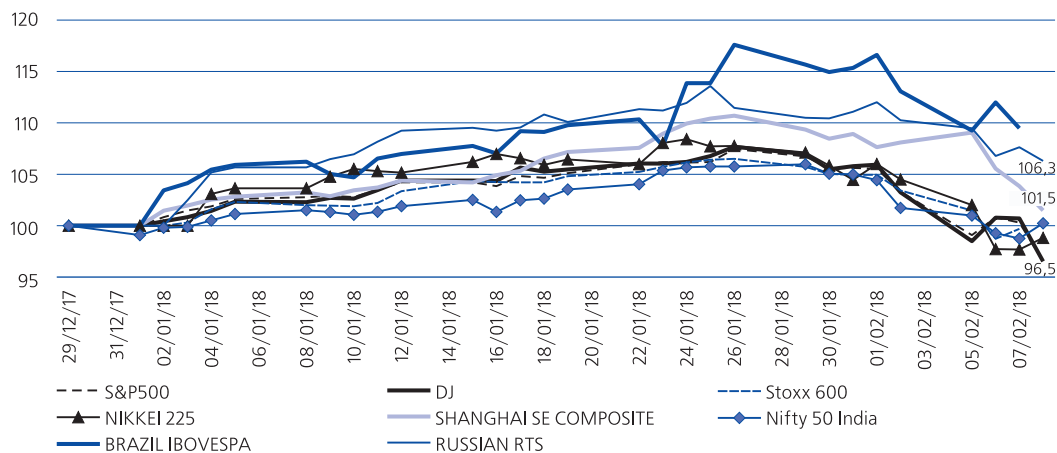
* – Статья из Мониторинга экономической ситуации в России «Тенденции и вызовы социально-экономического развития» № 3 (64) (февраль 2018 г.), размещенного на сайте Института экономической политики им. Е.Т. Гайдара.

Рис. 1. Коррекция фондовых индексов (в долларовом выражении) крупнейших стран

а. 01.02.2018 г. = 100%



б. 29.12.2017 г. = 100%



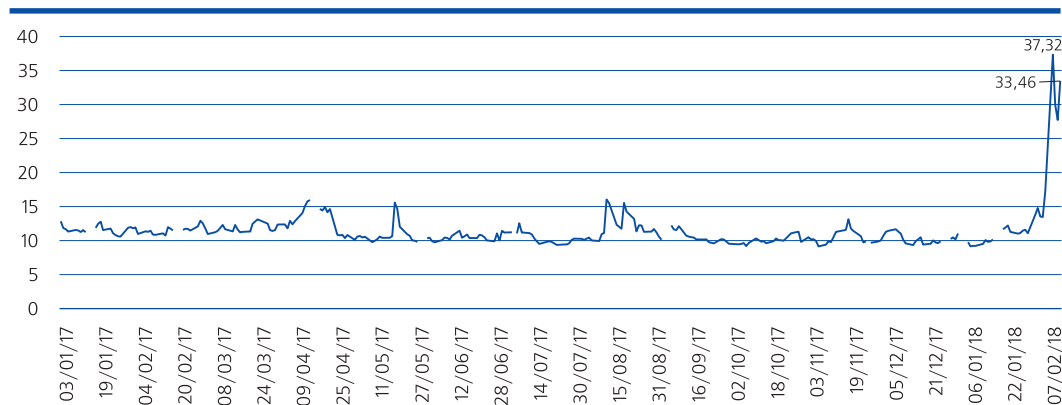
Источник: расчеты по данным Bloomberg.

ния ключевой процентной ставки ФРС и, соответственно, с ростом доходности на рынках облигаций. Буквально накануне коррекции в Bloomberg было опубликовано мнение бывшего руководителя ФРС Алана Гринспена, высказавшего опасения по поводу «материализации» именно этих рисков для рынков акций и облигаций в США.

Наглядной иллюстрацией переоцененности рынка акций США является индекс CAPE,

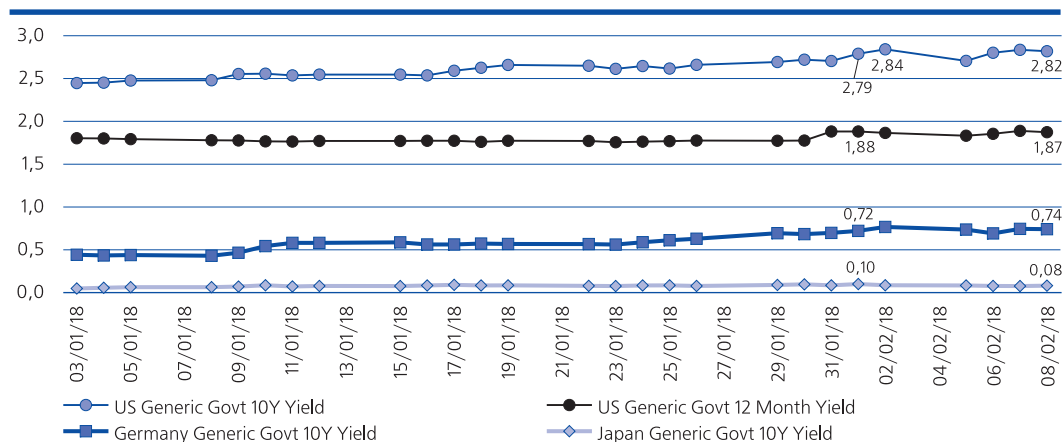
публикуемый американским экономистом Робертом Шиллером и отражающий соотношение между текущими ценами на акции компаний индекса S&P500 и значениями среднегодового показателя их чистой прибыли в расчете на акцию за последние 10 лет. (См. рис. 4.) Нынешнее значение этого мультипликатора – 33,41 – находится на уровне, зафиксированном в начале Великой депрессии 1929 г.

Рис. 2. Значения индекса VIX (CBOE SPX VOLATILITY INDX) в США с 3 января 2017 г. по 8 февраля 2018 г., пунктов



Источник: расчеты по данным Bloomberg.

Рис. 3. Доходность государственных ценных бумаг США, Германии и Японии с 3 января по 8 февраля 2018 г., в % годовых



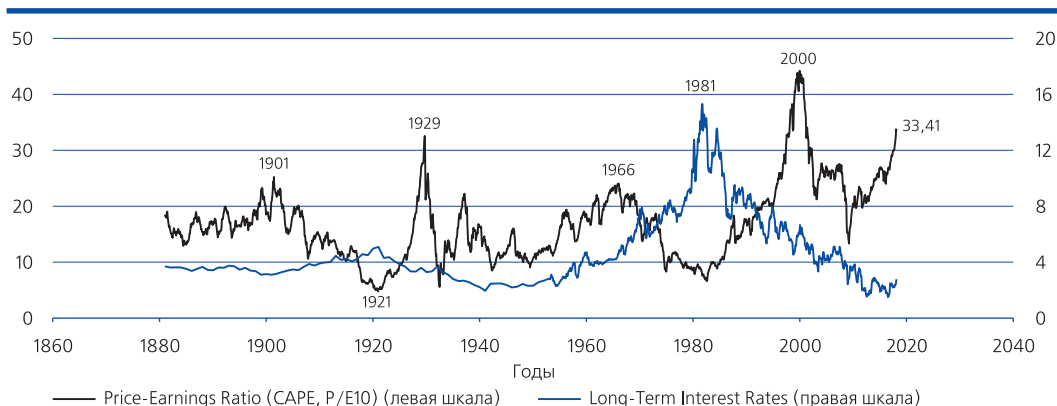
Источник: расчеты по данным Bloomberg.

Показателем переоцененности рынков акций развитых стран по сравнению с развивающимися рынками также является 10-летняя статистика, сопоставляющая рост реального ВВП и фондовых индексов в разных странах. В 2008–2017 гг. темпы роста экономик развитых стран были существенно ниже темпов роста экономик стран с развивающимися рынками, однако рост фондовых индексов в развитых странах был существенно выше, чем в развивающихся. Это

дает основание прогнозировать, что в последующие годы фондовые рынки развивающихся стран будут расти быстрее, чем рынки развитых государств, в том числе за счет денежных потоков глобального капитала.

Переоцененность рынка акций неизбежно ведет к шокам, но предполагает, что рано или поздно наступает коррекция. Глубина коррекции часто зависит от того, насколько активно на фондовом рынке используются

Рис. 4. Показатель CAPE P. Шиллера по рынку акций США по состоянию на 2 февраля 2018 г. (коэффициент)



Источник: <http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>

проциклические механизмы инвестирования, обеспечивающие нарастающие притоки средств во время роста рынка, и наоборот, усиливающие отток средств при его падении. Одним из таких механизмов является фьючерсный рынок на индекс волатильности фондового рынка VIX, стимулирующий приток средств на фондовый рынок в случае снижения волатильности цен акций. Скорость коррекции зависит от настроений участников рынка, которые отчасти можно измерить с помощью оценки соотношения длинных и коротких позиций, открытых на фьючерсном рынке по контрактам на значение индекса VIX. Наблюдаемое снижение коротких позиций начиная с 2018 г. свидетельствует об увеличении «веса» того мнения, что значение VIX будет повышаться.

Наиболее серьезными событиями, претендующими на их рассмотрение в качестве «спускового крючка», являются предшествовавшие 2 февраля 2018 г. распродажи на рынках государственных облигаций в Европе (Германии, Бельгии, Франции) и в США. При этом причины распродаж были разными: в Европе рост доходности облигаций в некото-

рых странах был вызван в целом оптимистичной информацией о восстановлении европейской экономики и об ускорении ее роста, что стимулировало инвесторов к переходу в более рискованные активы; в США, наоборот, существенно повысились ожидания относительно ускорения инфляции и, соответственно, более быстрого повышения учетной ставки ФРС, что привело бы к росту доходности облигаций¹.

По версии министра финансов США и ряда экспертов-трейдеров, опрошенных WSJ, к быстрой и значительной коррекции американского рынка акций могли привести финансовые посредники, использующие алгоритмическую торговлю. Известно, что многие подобные стратегии в большей мере ориентированы на прошлые результаты и не адаптированы к неожиданным изменениям ситуации. В последние годы активно росла популярность спекулятивных стратегий, в том числе на индекс VIX, и вследствие февральской коррекции очень сильно пострадали биржевые торговые инструменты (ETNs и ETFs), стратегия которых предусматривала получение повышенной доходности при снижении ин-

¹ Рост доходности облигаций означает снижение цен ранее размещенных выпусков инструментов с фиксированной доходностью, что влечет за собой распродажи «старых» выпусков облигаций институциональными инвесторами и спекулянтами.

декса VIX, – VelocityShare Daily Inverse VIX Short-Term ETN (XIV) и ProShare Short VIX Short-Term Futures ETF (SVXY). Резкий рост VIX во время текущей коррекции рынка привел к обвалу цен акций этих биржевых фондов. Однако необходимо учитывать, что при наличии проигравших есть и те, кто существенно выиграл от подобного рода сделок на срочном рынке.

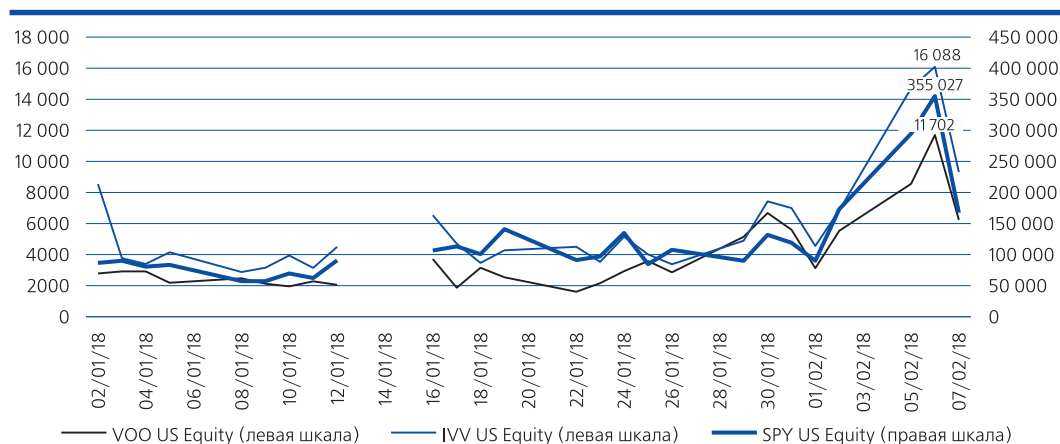
Также можно отметить, что в последние годы на фондовом рынке США усилилось влияние механизмов проциклического инвестирования в акции, например, биржевых индексных фондов – ETFs. Эти фонды стимулируют приток ликвидности в акции тех компаний, которые входят в наиболее популярные фондовые индексы независимо от реального финансового состояния разных эмитентов. Пока их роль в столь резкой коррекции рынка не вполне понятна, однако наши расчеты показывают, что во время коррекции резко увеличились объемы торгов акциями (паями) крупнейших индексных ETFs, что могло существенно усилить глубину коррекции американского фондового рынка в случае распродажи данными фондами их собственных портфелей акций. (См. рис. 5.)

Выводы

Наблюдаемая ныне коррекция американского, и вслед за ним глобальных финансовых рынков, не создает рисков системного кризиса. Она так или иначе была неизбежна с учетом нынешней переоцененности акций. Нервозности инвесторов на рынке облигаций, выражающейся в заметном повышении процентных ставок, также трудно было избежать с учетом тренда роста процентных ставок в США и будущего сокращения активов баланса ФРС. Эти процессы не являются краткосрочными – они будут продолжаться в ближайшие месяцы, но не означают наступления финансового кризиса в США и в мире.

Для России и других развивающихся стран последствия коррекции американского рынка акций будут носить смешанный характер. С одной стороны, рост волатильности развитых рынков стимулирует отток средств глобальных инвесторов в более защищенные юрисдикции, прежде всего в США. С другой стороны, более высокие темпы роста развивающихся экономик в сочетании со стабильными макроэкономическими показателями будут привлекать на эти рынки средства иностранных портфельных инвесторов. В России – прежде всего на рынок государственных ценных бумаг. ■

Рис. 5. Ежедневные объемы торгов акциями (паями) крупнейших индексных ETFs в США на индекс S&P500 со 2 января по 7 февраля 2018 г., тыс. шт.



Источник: расчеты по данным Bloomberg.