

На перекрестке двух дорог

28 февраля 2023г.

Итак, ралли на рынке акций в США вроде бы подошло к своему концу, но мы, честно скажем, что не стоит спешить с таким выводом. Если взглянуть на нижеприведенный график (см. график 1), то очевидны только две вещи: во-первых, рынок так и не пробил не только нижнюю границу локального восходящего торгового канала (3903 пунктов на данный момент), но и верхнюю границу среднесрочного нисходящего канала (4175 пунктов), образовавшегося после разворота рынка в январе прошлого года. При этом в ходе последней коррекции индексу S&P 500 удалось удержаться выше 50-дневной и 200-дневной скользящих средних. Так что пока преждевременно говорить о том, что имело место ралли медвежьего рынка (bear market rally), хотя лично мы придерживаемся данной точки зрения.

Арутюнян А.Т.,
главный экономист
aarutyunyan@russ-invest.com
+7-495-3639380
ПАО ИК РУСС-ИНВЕСТ

График 1. Динамика индекса S&P 500, 2022-2023гг.



Источник: <https://www.tradingview.com>

Прежде чем вернуться к рынку акций и возможным сценариям его дальнейшего движения, хотели бы вначале остановиться на двух макроэкономических выводах. Во-первых, необходимо отметить, что инфляция в США действительно является устойчивым феноменом,

несмотря на рост процентных ставок, что подтверждается публикацией последней инфляционной статистики – и базовый индекс (см. график 2), и индекс цен, рассчитанный на основе расходов американских домохозяйств (см. график 3), показывают одну и ту же картину, и значительно превосходят целевой уровень ФРС США по инфляции (2% в год). Причем месячный прирост базового индекса PCE Price Index составил 0,6% (ожидали 0,4%) и вырос по сравнению с январем прошлого года на 4,7% (ожидали 4,6%).¹ Да и краткосрочные (годовые) инфляционные ожидания университета Мичиган сдвинулись вверх до 4,1%.²

График 2. Динамика базового индекса инфляции в США, 1998-2023гг.



Источник: <https://www.tradingview.com>

График 3. Динамика индекса цен, рассчитанного на основе расходов на потребление (PCE Price Index), 1998-2023гг.



Источник: <https://www.tradingview.com>

¹ См.: <https://www.bea.gov/news/2023/personal-income-and-outlays-january-2023>

² См.: <https://tradingeconomics.com/united-states/michigan-inflation-expectations>

Во-вторых, последняя макроэкономическая статистика (данные по ВВП, рынку труда, потреблению домохозяйств, розничным продажам и индексам деловой активности) показывает, что экономический рост в США продолжается, и говорить о рецессии рановато (вполне возможно, что Штатам ее вообще удастся избежать в 2023 году). В этой связи хотели бы обратить внимание на один нюанс (см. таблицу 1) – произошедшее в I-II кварталах прошлого года снижение ВВП в США было связано именно с высокой инфляцией (все прекрасно помнят, что реальный темп прироста рассчитывается как разница между номинальным приростом ВВП и приростом инфляции – именно поэтому, несмотря на высокие номинальные темпы прироста, реально был зафиксирован минус). При этом коэффициент обратной корреляции между реальным ВВП и инфляцией оказался очень высоким: -0,95.³ Как только инфляцию удалось сбить, сразу же появился положительный реальный прирост – и ФРС это видит.

Таблица 1. Прирост реального и номинального ВВП США, его структурных компонентов и ценового индекса в 2022 году

	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал
Прирост реального ВВП США	-1,60	-0,60	3,20	2,90
Структура прироста реального ВВП США				
Личное потребление	0,91	1,38	1,54	1,42
Частные инвестиции	0,98	-2,83	-1,80	0,27
Чистый экспорт	-3,13	1,16	2,86	0,56
Государственное потребление	-0,4	-0,29	0,65	0,64
Сумма	-1,64	-0,58	3,25	2,89
Прирост номинального ВВП США (в текущих долл.)	6,60	8,50	7,70	6,50
Ценовой индекс ВВП	8,30	9,00	4,40	3,50
Разница	-1,70	-0,50	3,30	3,00

Источник: <https://www.bea.gov>

Поэтому, с учетом последней статистики становится очевидным, что ФРС продолжит повышать ставку и возникает вероятность (раз экономика способна расти при таких ставках и дальше), что ставку по федеральным фондам оставят неизменной после окончания цикла повышения (и тогда рынку придется смириться с высокими ставками не только в 2023 году, но и в течение какого-то времени в 2024 году). Не случайно, что участники рынка в США стали пересматривать свою прошлогоднюю парадигму, суть которой заключалась в том, что рецессия в США заставит ФРС не только прекратить повышение, но и снизить ставку по

³ Рассчитано по данным: <https://www.bea.gov>

федеральным фондам. Фьючерсы на ставку по федеральным фондам на Чикагской товарной бирже показывают, что инвесторы предполагают повышение ставки на 25 б.п. на трех последующих заседаниях комитета ФРС по открытому рынку (в марте, мае и июне) до 5,25-5,5% годовых⁴ (тот самый уровень, который был нами определен осенью прошлого года, хотя, с учетом того, что положительная реальная доходность должна находиться хотя бы на уровне 1% годовых, вполне возможно, что этот уровень сдвинется вверх до 5,5-5,75% годовых).

Также можно отметить и некоторые негативные тенденции на микроэкономическом уровне. По данным Refinitiv, совокупные доходы компаний, чьи акции входят в расчет индекса S&P 500, по итогам IV квартала прошлого года оказываются на 4,4% ниже результатов предыдущего квартала (это уже второй квартал подряд, когда доходы сокращаются) и на 2,8% ниже аналогичного периода 2021 года⁵. Как нам представляется, рост издержек производства (в т.ч., за счет роста заработной платы) и процентных ставок вполне может снизить доходы компаний в расчете на одну акцию (EPS) в первом квартале 2023 года и привести к росту соотношения цены и прибыли в расчете на одну акцию (price to earnings ratio или P/E) индекса S&P 500.⁶

Тем не менее, напомним, что, в конечном счете, именно денежные потоки определяют направление движения рынка, несмотря на любые фундаментальные резоны (между прочим, пока, по данным Refinitiv, с начала года именно фонды акций зафиксировали наибольший чистый приток денежных средств). И не стоит забывать об обратном выкупе акций. Так, по данным WSJ, по состоянию на 17 февраля общая сумма одобренного выкупа акций (stock buybacks), входящих в расчет индекса S&P 500, составила 220 млрд. долл. с начала года. Прогнозируется, что в 2023 году эта сумма достигнет 1 трлн. долл.⁷ (почти 2,5% капитализации рынка акций в США). Если это произойдет, то данные корпоративные действия обеспечат серьезную поддержку рынку акций.

Подводя итоги, отметим, что в настоящее время рынок акций в США находится на перепутье и может рвануть как в одну, так и другую сторону – с нашей точки зрения, это чисто опционная дилемма. В случае продолжения ралли в рамках краткосрочного восходящего тренда индекс S&P 500 вполне может достичь диапазона 4285-4305 пунктов (потенциал роста составляет +8,1%). Если же подтвердится окончание медвежьего ралли (при пробое вниз нижней границы канала на уровне 3903 пункта), то тогда он уйдет на ±3770 пунктов (-5,3%), а то и ниже. При этом мы не сбрасывали бы со счетов геополитический риск, который сейчас ассоциируется в большей степени с ситуацией на российском рынке.

⁴ См.: <https://www.cmegroup.com/markets/interest-rates/cme-fedwatch-tool.html?redirect=/trading/interest-rates/countdown-to-fomc.html>

⁵ См.: <https://lipperalpha.refinitiv.com/2023/02/sp-500-22q4-earnings-review-swing-and-a-miss/>

⁶ Хотя все будет зависеть от темпа снижения доходов и индекса. В настоящее время среднее значение P/E индекса S&P 500, начиная с 1871 года, составляет 16,2 пункта (но это явно не показательно), а за период с 2008 по 2023 год – 26,1 пункта. При этом текущее P/E индекса находится на уровне 17,8 пункта.

⁷ См.: <https://www.wsj.com/articles/corporate-stock-buybacks-help-keep-market-afloat-67f95615>

США и НАТО в целом все больше влезают в российско-украинский конфликт, и, если произойдет российско-американская сшибка, то рынок акций в США вполне может пережить свое 24 февраля.

Заявление об ограничении ответственности. Настоящие обзоры подготовлены в информационных целях. Они ни в коем случае не являются и не должны рассматриваться как предложение купить или продать соответствующие ценные бумаги. Информация, содержащаяся в данных обзорах, получена из вызывающих доверия открытых источников. Несмотря на то, что при подготовке обзоров были предприняты необходимые меры для получения достоверной информации, ПАО «ИК РУСС-ИНВЕСТ» не исключает возможность включения в обзор ошибочной информации, предоставленной соответствующими источниками, и не несет за это ответственности. ПАО «ИК РУСС-ИНВЕСТ», его работники и клиенты могут быть заинтересованы в покупке или продаже ценных бумаг, упомянутых в обзорах.

ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ ИК РУСС-ИНВЕСТ

www.russ-invest.com

МоскваТел: +7(495) 363-93-80Факс: +7(495) 363-93-90E-mail: [HYPERLINK](#)
"mailto:mail@russ-invest.com" | mail@russ-invest.comАдрес: Москва, 119019, Нащокинский
переулок, д.5, стр. 4

© 2017 | ПАО «ИК РУСС-ИНВЕСТ»
Лицензия № 045-11769-001000 Лицензия № 045-08757-000100 Лицензия № 045-06310-
100000 Лицензия № 045-06312-010000

ИНВЕСТИЦИОННАЯ КОМПАНИЯ «ИК РУСС-ИНВЕСТ»

Комментарий