Кирилл ШМИДТ,
управляющий партнер,
North Aurora Asset Management

Тильдообразное восстановление рынков

Существенное падение ставок по депозитам смогло изменить потребительские предпочтения многих российских вкладчиков и заметно увеличило их интерес к фондовому рынку. Количество счетов физических лиц на Московской бирже в прошлом году увеличилось в два раза. Падение котировок на фоне коронавируса для многих также стало хорошим поводом для увеличения своей активности на рынках ценных бумаг. А введение налогов на проценты по депозитам со следующего года придаст дополнительный импульс этой тенденции. При этом многие инвесторы рассматривают возможность инвестирования на американском рынке, в том числе и с точки зрения валютной диверсификации своего портфеля. Как можно трактовать «скидку» 16% от максимальных значений по индексу S&P500, достаточно ли ее для того, чтобы покупать рынок американских акций здесь и сейчас?

Текущие уровни индекса S&P500 (около 2800 на момент написания этой статьи) говорят о том, что рынок закладывает длительность закрытия экономик из-за COVID-19 не более чем на 2 месяца с последующим после этого V-образным восстановлением к прежним уровням продаж. Боюсь, что в действительности все будет несколько хуже. Почему именно так?

1. Акции уже стоят так же дорого, как и на своих максимумах.

Покупая акции компании, вы покупаете ее прибыль в будущем. Еще до начала коррекции акции уже были дорогими: показатель EPS (прибыль на акцию) по индексу S&P500 был равен 19 при среднем значении 15 за последние 10 лет. С учетом текущих прогнозов по снижению прибыли компаний EPS снова вернулся к 19. Другими словами, покупая рынок по 2800, вы покупаете его так же дорого, как и по 3400 в феврале этого года.

Упаковка из 9 яиц по 90 рублей — это то же самое, что и 10 яиц за 100 рублей, а не скидка 10%. Покупая сейчас, вы не получаете скидку, вы покупаете рынок по тем же ценам, которые были еще до того, как мир столкнулся с коронавирусом. Вам нужно объяснить себе не только почему экономика быстро восстановится, но и почему финансовый рынок будет расти к еще большим мультипликаторам.

2. Карантинные меры могут продлиться дольше, и этот риск не учтен.

Штат Калифорния первым в США объявил о введении карантинных мер. Это было 19 марта. 20 марта к нему присоединился Нью-Йорк, в последующие дни — другие

штаты. То есть экономика США находится в режиме lockdown уже около полутора месяцев. Пока никто не знает, как будут развиваться события после массового возвращения людей на свои рабочие места и смягчения тем самым режима социального дистанцирования. Любые новости о продлении карантинных мер либо о повторном закрытии экономик вызовут существенную переоценку стоимости индекса акций, так как сейчас этот риск совсем не заложен в ценах.

3. Восстановление не будет V-образным.

За 6 недель, прошедших с начала карантина, за пособиями по безработице в США обратилось более 30 млн человек. Если к этой цифре прибавить 7 млн безработных, которые были в США еще до начала кризиса, то получим уже 37 млн человек, что эквивалентно 24% от всего трудоспособного населения страны. Это очень близко к временам Великой депрессии, когда уровень безработицы достигал 25%.

Как быстро сможет трудоустроить каждого четвертого даже крупнейшая в мире экономика? Для сравнения: за последние 10 лет растущая экономика США создала 22 млн рабочих мест.

Потребление товаров и услуг составляет 70% экономики США. Но люди, потерявшие работу, не смогут совершать покупки с прежним энтузиазмом, даже с учетом финансовой помощи по программам helicopter money. А люди, сохранившие свой уровень дохода, не смогут вернуться к своим прежним потребительским привычкам сразу, но уже по психологическим причинам: теперь любой чихающий человек — это не просто громкий звук, но и повод выйти из кафе или магазина без покупки.

Таким образом, и по срокам, и по скорости восстановления экономики в текущие значения индекса заложены, на мой взгляд, исключительно оптимистичные ожидания. Любое нарушение этих вводных приведет к новой волне коррекции на рынке. Но даже если эти гипотезы оправдаются, мы получим дорогой рынок с неочевидным потенциалом роста.

Первую шоковую реакцию ФРС успешно купировала, индекс сумел компенсировать половину от общей глубины своего падения. Но теперь начинаются рабочие будни: финансовым властям США придется показать все, на что способен лучший жонглер, — одновременно надо следить за множеством мячей, висящих в воздухе, и не дать им упасть. Эти шары — рост безработицы и падение доходов населения, снижение прибылей компаний, отмена дивидендов и buyback-программ, рост плохих банковских кредитов и волнообразное снижение кредитных рейтингов по облигациям.

Беспрецедентные меры ФРС, возможно, смогли уберечь финансовые рынки от L-образного падения, но рассчитывать на V-образное или даже U-образное восстановление экономики сложно. Если ФРС и дальше продолжит накачивать рынки ликвидностью, удерживая их от назревшей коррекции, то в следующие годы нас ждет очень умеренный рост индексов акций — не более 4–5% в год.

Тогда из всех символов, которые есть на стандартной клавиатуре, для описания дальнейшей траектории рынков больше всего подходит тильда (~): боковое движение с ограниченным потенциалом повышения (так как уже дорого) и ограниченным движением вниз (так как есть ФРС).

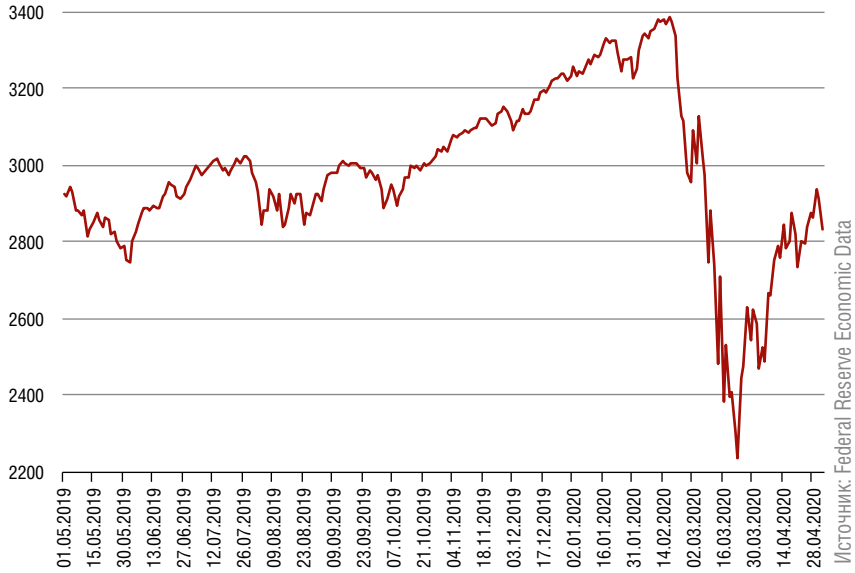

Рисунок 1
Динамика индекса S&P500 с мая 2019 года
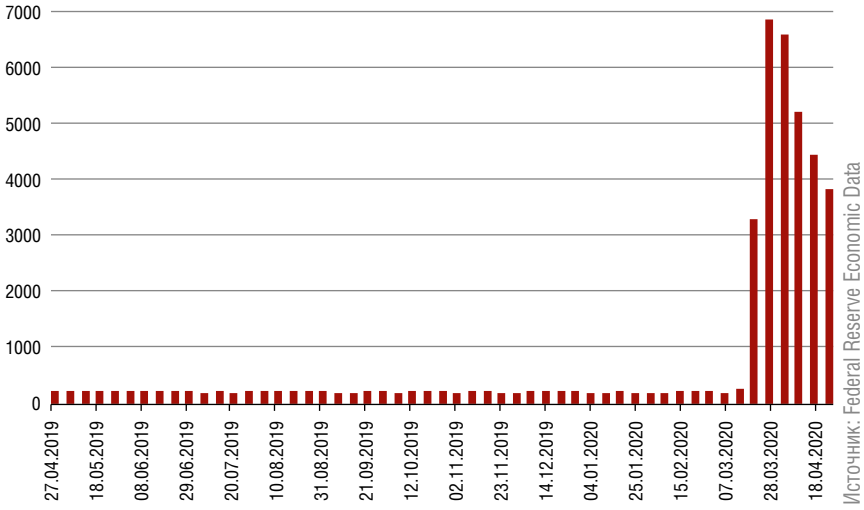
Рисунок 2
Первичные заявки на пособие по безработице в США (ICSA) за год, тыс.