

Д.А. Корнилов¹, А.А. Бардаков²

ПРИЧИНЫ ДЛЯ РОСТА И ПАДЕНИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА США

¹Нижегородский государственный технический университет
им. Р.Е. Алексеева

Нижний Новгород, Россия

²Нижегородская академия МВД России

Нижний Новгород, Россия

Рассмотрено несколько групп факторов и причин роста фондового рынка США, которые в будущем могут стать причинами его падения. Большинство из факторов связано с контрциклической денежно-кредитной политикой, когда в период рецессии применяются инструменты «мягкой», а в период роста – «жесткой» монетарной политики. В частности, исследовано влияние на фондовый рынок США факторов, связанных с эмиссией денежной массы, ростом баланса ФРС и внешнего долга, снижением ставки ФРС и политикой отрицательных ставок Централных банков, с инфляционными ожиданиями. При анализе данных особое внимание уделялось изменениям, произошедшим с момента «пандемии», но часть данных проанализирована в динамике на длительном горизонте 10-20 лет. Рассмотрен 70-летний горизонт изменения индекса S&P500 и ставки ФРС. Показано, что политика ФРС и других ведущих центральных банков способна привести к «перегреву» рынка акций, к появлению «пузырей» в некоторых активах. Множество рисков связано с постоянным ростом внешнего долга США, который еще в 2017 г. превысил объем ВВП страны и по оценкам экспертов к концу 2050 г. достигнет 195 % от ВВП. Несмотря на то, что исторически фондовый рынок США большую часть времени растет, а периоды коррекции менее продолжительны, имеются определенные риски для значительного снижения биржевых индексов, в том числе в случае неожиданных угроз, которые могут стать триггером для начала кризиса и затяжной депрессии.

Ключевые слова: фондовый рынок; программы количественного смягчения; ставка ФРС; эмиссия; внешний долг; инфляция; таргетирование; обратный выкуп акций.

Рассмотрим причины роста фондового рынка США (несмотря на «пандемию» и повышенные риски) [1, 4-6].

Какие факторы «толкают» котировки акций вверх?

Первая группа факторов связана с контрциклической денежно-кредитной политикой:

– на этапе ускоренного роста экономики применяются сдерживающие инструменты, направленные на ужесточение монетарной политики

(повышение процентных ставок, увеличение нормы резервов, продажа центральным банком ценных бумаг).

– на этапе рецессии центральные банки (ФРС) применяют программы количественного смягчения и увеличивают приток дополнительных средств на рынки для стимулирования экономики [2, 8].

Вторая группа факторов:

– в долларах США производится большая часть интернациональных платежей (основная мировая валюта);

– доллар США служит основной резервной валютой для многих стран мира;

– увеличиваются мировые объемы инвестирования в экономику США через фондовый рынок как один из наиболее привлекательных по доходности [9].

Третья группа факторов связана с увеличением объемов *buyback* акций компаниями США, т.е., крупнейшие корпорации США на просадках выкупают собственные акции тем самым «толкая» котировки вверх [7].

Далее поговорим более подробно о том, какое влияние оказывают эти факторы на фондовый рынок: «Несколько причин роста фондового рынка США, которые в будущем могут стать причинами его падения».

Причина роста №1. Эмиссия денежной массы и рост баланса ФРС. С целью стимулирования экономики в период пандемии Центральными банками стран были предприняты различные меры, направленные, главным образом, на увеличение ликвидности финансового рынка.

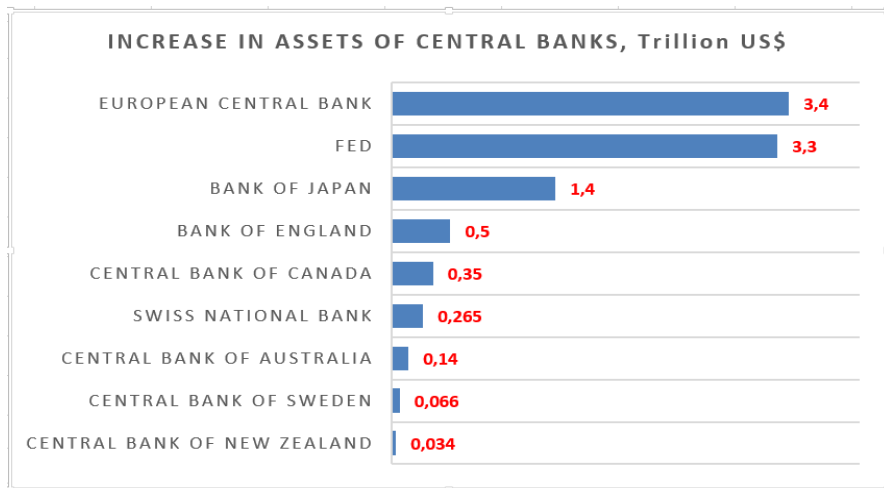


Рис. 1. Прирост активов центральных банков с 1 марта 2020 г. по 31 января 2021 г.

Совокупный объем эмиссии денежных средств 3 финансовых регуляторов – Федеральной резервной системы США, Европейского центрального банка и Банка Японии – составил в 2020 г. порядка \$8 трлн. Для сравнения – это 10 % от мирового ВВП, который составил порядка \$83,8 трлн [3]. Прирост активов центральных банков 7 индустриально развитых стран за период с 1 марта 2020 г. по 31 января 2021 г. оценивается в \$9,45 трлн (рис. 1). Соответственно, наблюдается наращение объемов эмиссии денежной массы и, как следствие, стремительный рост баланса ФРС до \$7,8 трлн в апреле 2021 г. (рис. 2).

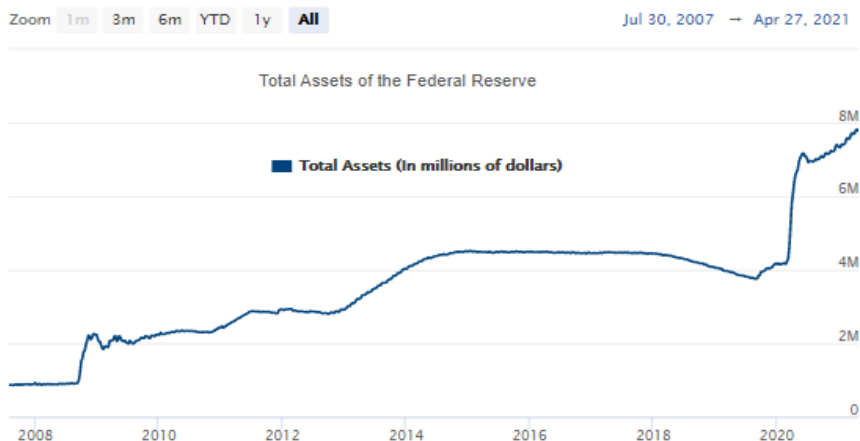


Рис. 2. Динамика баланса ФРС США на апрель 2021 г.

Наблюдаемый в настоящее время активный рост денежной массы во многих странах мира более чем в 4 раза превышает объемы эмиссии, имевшие место на пике кризиса 2009 г.

Причина роста №2. Стимулирование экономики США за счет роста внешнего долга. Сегодня счетчик внешнего долга США превысил \$28,2 трлн. В конце 2000 г. государственный долг США составлял всего \$5,6 трлн., а в 2017 г. госдолг США превысил объем ВВП страны. Аналитики агентства Congressional Budget Office (CBO) сделали прогноз государственного долга, дефицита бюджета, расходов и доходов США до 2050 г. К концу 2050 г. государственный долг США, по прогнозам, составит 195 % от ВВП [15]. Большинство стран за 2020 г. увеличили размер государственного долга. Обратной стороной стимулирования экономики и финансовых рынков стало наращение мирового долга. К началу 2021 г. объем мирового долга (задолженность правительств, компаний, финансовых организаций и населения всех стран мира) достиг рекордного значения в \$281 трлн, что в

3,5 раза превышает объем глобального ВВП [16]. При этом объём заимствований государств за 2020 г. увеличился на \$12 трлн (в том числе развитых экономик – на \$10,7 трлн) и достиг \$82 трлн или 105 % глобального ВВП. Совокупная задолженность частных нефинансовых компаний в 2020 г. выросла с 124 % до 165 % ВВП. По данным Института международных финансов, Швейцария стала единственной страной, где произошло снижение размера государственного долга по отношению к ВВП.

Причина роста №3. Снижение ставки ФРС и политика отрицательных ставок Централных банков. Рассмотрим, как меняется ставка ФРС при снижении/падении индекса S&P. В большинстве случаев ФРС в период кризиса начинает процесс снижения ставки для увеличения ликвидности и поддержки экономики.



Рис. 3. Циклы изменения ставки ФРС США

На рис. 3 выделено 2 больших цикла изменения ставки ФРС:

- 1) цикл роста (1950-1981 гг., красный канал), который привел к росту ставки до 19 %;
- 2) цикл снижения (1981-2021 гг., зеленый канал), который привел к снижению ставки практически до нуля.

Низкие процентные ставки приводят к притоку ликвидности на фондовый рынок, к увеличению долговой нагрузки предприятий и государств, а также побуждают потребителей брать кредиты и расходовать полученные средства.

Такая политика ФРС и других ведущих центральных банков способна привести к «перегреву» рынка акций, к появлению «пузырей» в некоторых активах.

Низкие ставки приводят к снижению доходности по облигациям и делают инвестиции в акции более привлекательными и прибыльными.

Причина роста/падения 4. Инфляционные ожидания. Влияние инфляции на доходность облигаций с постоянным купоном очевидно. Постоянный доход по облигациям обесценивается за счет инфляции, что приводит к снижению их стоимости. А вот какое влияние оказывает инфляция на акции? Акции – это защита от инфляции? Особенно привлекательными кажутся акции добывающих компаний, так как сырье (нефть, уголь, металлы, удобрения) в период высокой инфляции становится дороже, тем самым увеличивая прибыль сырьевых компаний.

Компании обрабатывающих отраслей при высокой инфляции увеличивают затраты на сырье и зарплату, но в дальнейшем компенсируют их за счет повышения цен на свою продукцию. Поэтому, на первый взгляд, кажется, что акции, и особенно акции добывающих компаний, являются защитным активом от инфляции. Но инвестору следует учитывать, что реальную доходность активов следует корректировать на уровень инфляции, а снижение уровня покупательной способности денег может оказывать влияние на стоимость акций. В целом умеренная инфляция полезна для экономики, так как создает комфортные условия для бизнеса, мотивирует к инвестированию денежных средств и к росту потребления.

Таргетирование – это поддержание определенного уровня инфляции, оптимального для экономики страны. Новая Зеландия в 1989 г. стала первой страной, которая приняла режим таргетирования инфляции. По данным МВФ, в настоящее время к политике таргетирования инфляции перешли 40 стран. На них приходится более трети мирового ВВП. Помимо этого, США и еврозона, которые официально не декларируют режим таргетирования инфляции, стремятся, тем не менее, к достижению стабильной низкой инфляции. С помощью ключевой ставки центральные банки таргетируют инфляцию (рис. 4).

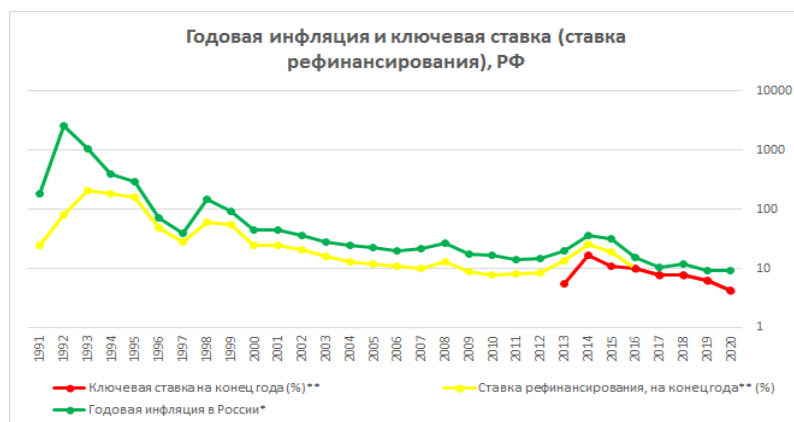


Рис. 4. Динамика инфляции и ключевой ставки РФ

В России Центробанк считает оптимальной отметку по инфляции в 4 %. 19 марта 2021 г. ЦБ повысил ключевую ставку с 4,25 % до 4,5 %, а 23 апреля с 4,5 % до 5 % [5,6]. Для многих уже забылись те времена, когда инфляция в России превышала 2500 % (1992 г.) В 2020 г. инфляция составила 4,9 %.

В США Федеральная резервная система (ФРС) ставит цель по инфляции на уровне 2 % в долларах (рис. 5). А мы знаем, как экономика США влияет на все фондовые рынки! Снижение ставки ФРС приводит к росту фондового рынка (см. причину роста №3).

Projected annual inflation rate in the United States from 2010

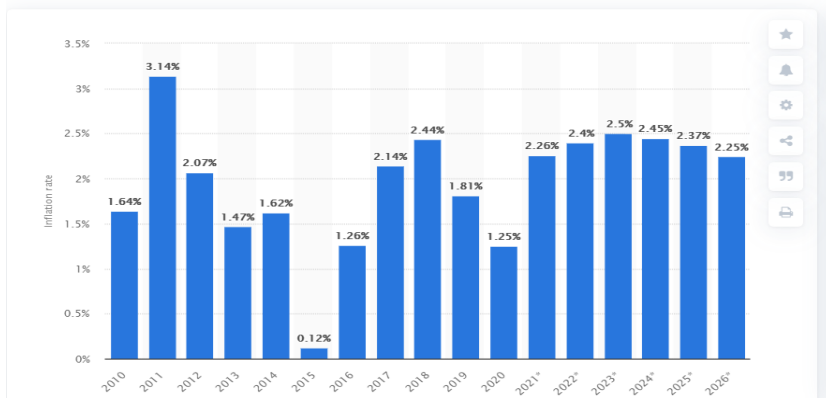


Рис. 5. Динамика инфляции в США с 2010 г.

С другой стороны, значительный рост инфляции может привести к обратному эффекту (снижению фондовых рынков). ФРС и центральные банки стран будут вынуждены повышать процентные ставки. А повышение ставки ФРС (центральных банков) пугает инвесторов. Только одно предположение Министра финансов США Джанет Йеллен (4 мая 2021 г.), что высокая инфляция может вынудить ФРС повысить процентную ставку привело к снижению фондовых индексов США в этот день (например, Высоко-технологичный индекс Nasdaq Composite завершил день снижением на 1,9 %) [17].

По мнению Уоррена Э. Баффета (FORTUNE, май 1977 г.), акции по своей экономической сути очень похожи на облигации. Следовательно, значительный рост инфляции отрицательно влияет на курс акций. Приведем несколько тезисов из статьи У. Баффета:

1. У. Баффет проанализировал совокупную прибыль, полученную компаниями в послевоенные годы, и обнаружил нечто экстраординарное: доходность капитала практически не изменилась. В первые десять лет после

войны (десятилетие, закончившееся в 1955 г.) промышленные предприятия Dow Jones имели среднегодовую прибыль на собственный капитал на конец года в 12,8 %. Во втором десятилетии этот показатель составил 10,1 %. В третьем десятилетии – 10,9 %. В совокупности рентабельность балансовой стоимости имеет тенденцию снова возвращаться к уровню около 12 % и не показывает признаков значительного превышения этого уровня в годы инфляции (или в годы стабильных цен).

2. Верно и то, что в реальном мире инвесторы в акции обычно не покупают по их балансовой стоимости. Иногда им удается купить акции компаний по цене ниже балансовой стоимости. Однако обычно им приходится покупать акции по цене выше, чем их балансовая стоимость.

3. Акции – бессрочные. У них бесконечный срок погашения. Инвесторы в акции вынуждены рассчитывать на любую прибыль, которую приносит корпоративная Америка. Если корпоративной Америке суждено заработать 12 %, то инвесторы должны научиться жить с этим уровнем.

4. В обычном случае инвестор в облигации получает весь свой купон наличными и может reinvestировать его как можно лучше. В отличие от этого, купон на акции нашего инвестора частично удерживается компанией и reinvestируется по любой ставке, которую получает компания. Другими словами, возвращаясь к нашей корпоративной вселенной, часть из 12 %, получаемых ежегодно, выплачивается в виде дивидендов, а остаток возвращается обратно во вселенную, чтобы также заработать 12 % [11-13].

Напомним, что в 1980 г. инфляция в США превысила 13 % (рис. 6), а ставка ФРС выросла до 19 % (см. причину роста №3). Несмотря на это, индекс S&P вырос за 1980 г. на 28,3 %, т.е., более чем в 2 раза превысив инфляцию [5].

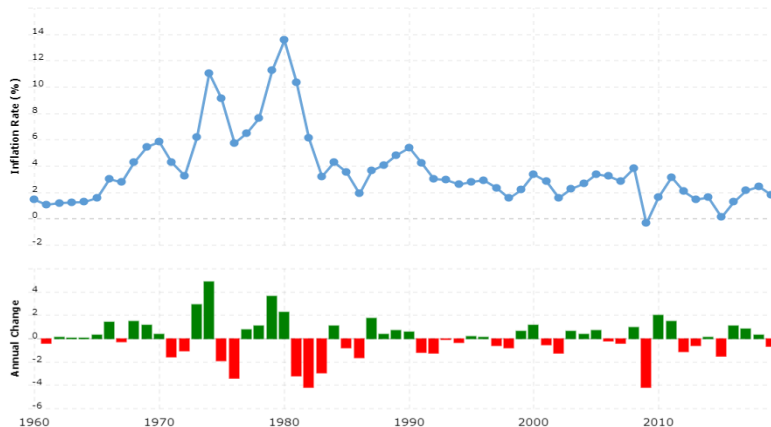


Рис. 6. Динамика инфляции в США с 1960 г.

В данной статье мы рассмотрели 4 причины изменения фондовых рынков. Безусловно рассмотреть все факторы роста/падения фондовых рынков в рамках одной статьи невозможно [10]. Поэтому об остальных причинах – в следующих публикациях. В целом же причин для роста больше, чем причин для падения. И исторически большую часть времени рынок растет, а периоды коррекции менее продолжительны, чем периоды падения. В частности, мировой ВВП вырос за 35 лет (с 1985 г.) в 6,7 раза (с \$12,47 трлн до \$83,84 трлн), а общая стоимость фондового рынка за этот же период в 20,5 раз (\$4,627 трлн до \$95 трлн).

© Корнилов Д.А., Бардаков А.А., 2021

Библиографический список

- [1] Фролова, М.М. Влияние пандемии Covid-19 на бюджетно-финансовую безопасность государства / М.М. Фролова // Развитие и безопасность. – 2020. – № 4 (8). – С. 38-45.
- [2] Экономика и банки в условиях глобальной нестабильности: аналитические материалы II Съезда Ассоциации банков России [Электронный ресурс]. – 03.09.2020 г. – Режим доступа: https://asros.ru/upload/iblock/ff4/ekonomika_i_banki_v_usloviyakh_globalnoy_nestab.
- [3] Central Bank Balance Sheet - Forecast 2020-2022 [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://tradingeconomics.com/forecast/central-bank-balance-sheet>.
- [4] Корнилов Д. А., Митякова О. И., Рамазанов С. А., Фролова М. М. Угрозы экономической безопасности финансовой системы в условиях кризиса // Журнал прикладных исследований. 2021. №1. 6-15.
- [5] Индексы // Сайт "investing.com" URL: <https://ru.investing.com/indices/> (Дата обращения 15.05.2021).
- [6] Новости // Сайт "Банк России" URL: <https://www.cbr.ru/Press/event/> (Дата обращения 15.05.2021).
- [7] Корнилов Д.А., Корнилова Е.В. Как меняются цели компаний: от прибыли к росту капитализации через buyback и «дешевые» займы? // Вестник Нижегородского университета им. Н.И. Лобачевского. Серия: Социальные науки. 2020. № 4(60). С.7-14.
- [8] Экономическая безопасность России: Общий курс: Учебник / Под ред. В.К. Сенчагова. М.: Дело, 2005. -896 с.
- [9] Корнилов Д.А., Корнилова Е.В. Индикатор Уоррена Баффета и коррекция на рынке // Развитие и безопасность. НГТУ им. Р.Е. Алексеева. – Нижний Новгород, 2020. № 3. С.54-63.
- [10] Taleb N.N. The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable. New York: Random House, 2007. ISBN: 978-1-4000-6351-2. URL: <https://www.nytimes.com/2007/04/22/books/chapters/0422-1st-tale.html> (Access Date 15.05.2021).
- [11] Official Home Page BERKSHIRE HATHAWAY INC. URL: <https://www.berkshirehathaway.com/> (Access Date 15.05.2021).
- [12] Warren Buffett On The Stock Market. URL: https://archive.fortune.com/magazines/fortune/fortune_archive/2001/12/10/314691/index.htm (Access Date 15.05.2021).

- [13] Buffett Indicator: Where Are We with Market Valuations? URL: <https://www.guru-focus.com/stock-market-valuations.php> (Access Date 15.05.2021).
- [14] Corporate Finance Briefing: S&P 500 Buybacks & Dividends, April 9, 2021. URL: <https://www.yardeni.com/pub/buybackdiv.pdf> (Access Date 15.05.2021).
- [15] The 2020 Long-Term Budget Outlook September [Электронный ресурс]. – 15.05.2021 г. – Режим доступа: <https://www.cbo.gov/publication/56516>
- [16] Глобальный ВВП мира: 1980 – 2021 [Электронный ресурс]. – 15.05.2021 г. – Режим доступа: <http://global-finances.ru/vvp-mira-po-godam>
- [17] Treasury Secretary Yellen says rates may have to rise somewhat to keep economy from overheating [Электронный ресурс]. – 15.05.2021 г. – Режим доступа: <https://www.cnbc.com/2021/05/04/treasury-secretary-yellen-says-rates-may-have-to-rise-somewhat-to-keep-economy-from-overheating.html>

D.A. Kornilov¹, A.A. Bardakov²

REASONS FOR GROWTH AND FALL OF THE US STOCK MARKET

¹ Nizhny Novgorod State Technical University n.a. R. E. Alekseev
Nizhny Novgorod, Russia

² Academy of the Ministry of Internal Affairs of Russian Federation
Nizhny Novgorod, Russia

Abstract. Several groups of factors and reasons for the growth of the US stock market are considered which in the future may become the reasons for its fall. Most of the factors are associated with the countercyclical nature of monetary policy, when “soft” policy instruments are used during a recession and “hard” monetary policy instruments are used during a growth period. In particular, the influence on the US stock market of factors related to the emission of money supply, the growth of the Fed's balance sheet and external debt, the Fed's rate cut and the policy of negative rates of the Central Banks, with inflationary expectations, are investigated. When analyzing the data, special attention was paid to the changes that have occurred since the “pandemic”, but some of the data has been analyzed in dynamics over a long horizon of 10-20 years. The 70-year horizon of changes in the S & P500 index and the FRS rate is considered. It is shown that the policy of the FRS and other leading central banks can lead to “overheating” of the stock market, to the appearance of “bubbles” in some assets. Many risks are associated with the constant growth of the US external debt, which in 2017 exceeded the country's GDP and, according to experts, will reach 195% of GDP by the end of 2050. Despite the fact that historically the US stock market is growing most of the time, and the periods of correction are shorter, there are certain risks for a significant decline in stock indices, including in the event of unexpected threats that can become a trigger for the onset of a crisis and a protracted depression.

Key words: stock market; quantitative easing programs; FRS rate; emission; external debt; inflation; targeting; share buyback.

References

- [1] Frolova, M.M. (2020). [The impact of the Covid-19 pandemic on the budget and financial security of the state]. *Razvitie i bezopasnosti* [Development and Security]. № 4 (8). pp. 38-45. (In Russ).
- [2] Economy and banks in the conditions of global instability: analytical materials of the Second Congress of the Association of Banks of Russia. [Electronic resource]. Available at: https://asros.ru/upload/iblock/ff4/ekonomika_i_banki_v_usloviyakh_globalnoy_nestab.
- [3] The Central Bank's balance Sheet-Forecast for 2020-2022. [Electronic resource]. Available at: <https://tradingeconomics.com/forecast/central-bank-balance-sheet>.
- [4] Kornilov D.A., Mityakova O.I., Ramazanov S.A., Frolova M.M. (2021). [Threats to the economic security of the financial system in the context of the crisis]. №1. 6-15. (In Russ).
- [5] Indexes // Site "investing.com". [Electronic resource]. Available at: <https://ru.investing.com/indices/>
- [6] News // Bank of Russia website. [Electronic resource]. Available at: <https://www.cbr.ru/Press/event/>
- [7] Kornilov, D.A., Kornilova, E.A. (2020). [How do companies 'goals change: from profit to capitalization growth through share buybacks and "cheap" loans?]. *Vestnik Nizhegorodskogo universiteta im. N.I. Lobachevskogo* [Bulletin of the Lobachevsky University of Nizhny Novgorod]. No. 4 (60). pp. 7-14. (In Russ).
- [8] Senchagov, V.K. (2005). [Economic security of Russia: General Course]. *M* [M]. 896 p. (In Russ).
- [9] Kornilov, D.A., Kornilova, E.V. (2020). [The Warren Buffett indicator and correction in the market]. *Razvitie i bezopasnosti* [Development and Security]. No. 3. pp. 54-63. (In Russ).
- [10] Taleb, N.N. (2007). [Black Swan: The Influence of the Extremely Improbable]. [Electronic resource]. Available at: <https://www.ny-times.com/2007/04/22/books/chapters/0422-1st-tale.html>
- [11] Official home page of BERKSHIRE HATHAWAY INC. [Electronic resource]. Available at: <https://www.berkshirehathaway.com/>
- [12] Warren Buffett On The Stock Market. [Electronic resource]. Available at: https://archive.fortune.com/magazines/fortune/fortune_archive/2001/12/10/314691/index.htm
- [13] Buffett Indicator: Where are we with market valuations? [Electronic resource]. Available at: <https://www.gurufocus.com/stock-market-valuations.php>
- [14] Corporate Finance Briefing: Stock Buybacks and S&P 500 Dividends. [Electronic resource]. Available at: <https://www.yardeni.com/pub/buybackdiv.pdf>
- [15] Long-term budget forecasts for 2020, September. [Electronic resource]. Available at: <https://www.cbo.gov/publication/56516>
- [16] Global GDP of the world: 1980-2021. [Electronic resource]. Available at: <http://global-finances.ru/vvp-mira-po-godam>
- [17] Treasury Secretary Yellen says that rates may have to be raised somewhat to keep the economy from overheating. [Electronic resource]. Available at: <https://www.cnbc.com/2021/05/04/treasury-secretary-yellen-says-rates-may-have-to-rise-somewhat-to-keep-economy-from-overheating-ht>