



АЛЕКСЕЙ КАЗАКОВ
старший аналитик ФК «УРАЛСИБ» («НИКОйл»),
канд. экон. наук

ФОНДОВЫЙ РЫНОК США: ТРЕВОЖНОЕ ЛЕТО 2004 г.

Прошедшее лето на фондовом рынке США выдалось нелегким. Основные американские фондовые индексы снизились (S&P 500 — на 2,2%, NASDAQ — на 7,5%). Из всего многообразия событий отметим рекордный рост цен на нефть в июле—августе на фоне высоких геополитических рисков, повышение ставки ФРС в июне и августе, а также июльский сезон отчетов компаний о финансовых итогах II кв. и замедление экономического роста в США в конце II — начале III кв.

ИНВЕСТОРЫ ПРЕДПОЧИТАЮТ КАЧЕСТВО

Вложения в акции нефтяных компаний инвесторы традиционно рассматривают как инструмент хеджирования рисков, связанных с ростом цен на энергосырьё. Неудивительно, что акции энергетического сектора пользовались на рынке стабильным повышенным спросом. Из высокотехнологичного сектора, наоборот, инвесторы постоянно получали сигналы о возможном ухудшении финансовых результатов в следующих кварталах. В результате индекс NASDAQ пострадал за лето больше всех. Впрочем, в конце лета был отмечен всплеск интереса инвесторов к покупке акций NASDAQ из-за заметного снижения их котировок. Динамика индексов S&P 600 *Smallcap* и NYSE-World

Leaders (табл. 1) отразила следующую особенность в предпочтениях участников рынка: с одной стороны, они готовы были держать или докупать качественные бумаги относительно небольших компаний, с другой — продолжали доверять акциям лидеров мирового бизнеса.

ЦЕНЫ НА НЕФТЬ — ДОМИНИРУЮЩИЙ ФАКТОР

Трудно сказать, какой из факторов оказывал в последние месяцы на рынок акций США большее воздействие — рост ставок или цен на нефть. Уверенно можно утверждать, что динамика американского фондового рынка в целом в значительной степени зависела от поведения цен на нефть в 2004 г. Американская экономика энергодефицитна (т. е. по-

требляет энергии больше, чем производит), поэтому взаимосвязь динамики индекса S&P 500 и цен на нефть удивления не вызывает. В июне цены на нефть WTI (*West Texas Intermediate, Cushing*) снижались (примерно с 42 долл./баррель в начале месяца до 36 долл./баррель в конце июня) в ожидании передачи власти в Ираке местному правительству и последующей стабилизации поставок нефти из страны. В июле—августе на фоне нового обострения вооруженного противостояния в Ираке и ряда других факторов цены на нефть возобновили рост и 20 августа достигли локального максимума на уровне чуть ниже 50 долл./баррель. Таким образом, в начале лета цены на нефть снизились на 14%, затем выросли на 1/3, а в результате за 3 летних месяца увеличились на 14%.

Рост цен на нефть происходил на фоне опасений сбоев в поставках сырья из основных нефтедобывающих регионов, прежде всего Ближнего и Среднего Востока, а также из района Мексиканского залива и Венесуэлы. Росту цен на нефть способствовали возросший спрос на нее со стороны азиатских стран (в первую очередь Китая), снижение коммерческих запасов бензина в США, забастовка нефтяников в Норвегии, аварии на нефтеперерабатывающих заводах в США, Германии и Южной Корее, предельная загрузка

точно оценив текущее состояние и перспективы экономики США. Получив позитивный сигнал от ФРС, участники фондового рынка, очевидно, сочли возможным проигнорировать последнюю фазу роста цен нефтяных фьючерсов, которая, скорее всего, была расценена как атака краткосрочных спекулянтов (20 августа, когда цены достигли на NYMEX максимума в 50 долл./баррель, было последним днем действия ближайшего и потому самого активного сентябрьского фьючерсного контракта).

ной (*accommodative*) и повышение процентных ставок будет осуществляться умеренными темпами, т. е. с лагом к росту рыночных ставок.

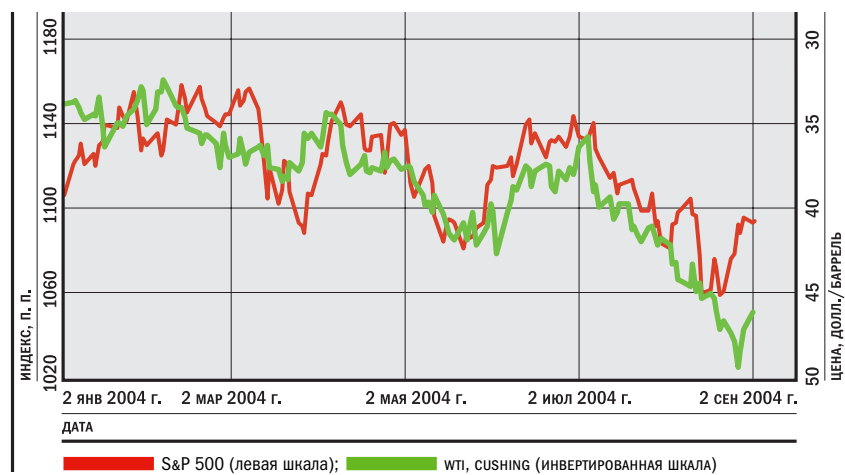
РЕАКЦИЯ НА ПРИЗНАКИ УКРЕПЛЕНИЯ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ДИНАМИКИ

ФРС полагает, что риск замедления экономики и риск роста инфляции сбалансированы (эта оценка не изменялась с 2003 г.). Однако следящих за экономической статистикой инвесторов время от времени начинает волновать вопросы: не упустила ли ФРС «разогрев» экономики и не придется ли ей охлаждать экономическую активность более быстрым ростом ставок? Особенно резкой реакция участников фондового рынка была тогда, когда экономические данные оказывались неожиданно значительными. Так произошло, например, в начале апреля, когда были опубликованы данные о количестве новых рабочих мест, созданных в экономике США в марте. Хотя апрель и не летний месяц (по крайней мере, не в России), но именно апрельский разворот фондовых индексов (и не только в США, но и на развивающихся рынках) ознаменовал начало «медвежьей» тенденции, доминировавшей в течение практически всего лета. Отметим, что в состоянии постоянного ожидания сигналов, указывающих на возможность ускорения роста ставок, американский фондовый рынок очень часто в течение лета демонстрировал парадоксальную — обратную — реакцию на позитивные экономические новости (и это «сводило с ума» многих экономистов).

Таблица 1. ИЗМЕНЕНИЕ НЕКОТОРЫХ ФОНДОВЫХ ИНДЕКСОВ США С 31 МАЯ ПО 25 АВГУСТА 2004 Г.,%

NASDAQ	S&P 400 MIDCAP INDEX	S&P 500	S&P 600 SMALLCAP INDEX	NYSE — WORLD LEADERS	NYSE ENERGY INDEX	PHILADELPHIA OIL SERVICES SECTOR INDEX
-7,54	-4,04	-2,19	-1,50	-1,72	2,28	6,30

Рисунок 1. ДИНАМИКА ФОНДОВОГО ИНДЕКСА S&P 500 И ЦЕН НА НЕФТЬ WTI В США В 2004 Г.



Примечание: Шкала цен на нефть на графике инвертирована, т. е. снижение кривой нефтяных цен соответствует их росту.

нефтедобывающих мощностей большинства стран — экспортеров нефти, снижение оценок объема доказанных запасов нефти некоторыми крупными международными нефтяными компаниями, а также опасения сокращения добычи нефти в России в связи с «делом ЮКОСа».

АКЦИИ ПЕРЕСТАЮТ РЕАГИРОВАТЬ НА СПЕКУЛЯТИВНЫЙ РОСТ НЕФТЯНЫХ ЦЕН?

На рис. 1 видно, что динамика индекса S&P 500 последние полгода буквально воспроизводит (с точностью до инверсии) кривую цен на нефть. В связи с этим следует отметить, что в конце лета фондовый рынок перестал реагировать на рост нефтяного рынка. Возникшее расхождение можно объяснить тем, что 10 августа ФРС повысила ставку (что было ожидаемо), при этом вполне оптимис-

ПЕРИОД «ДЕШЕВЫХ» ДЕНЕГ ЗАВЕРШИЛСЯ

В течение всего лета тема роста ставок оставалась одной из самых актуальных среди участников фондового рынка. Завершился длительный период низких ставок, призванных, по мнению ФРС, удерживать потребительский спрос на высоком уровне до тех пор, пока не восстановятся капитальные инвестиции в корпоративном секторе экономики США. За прошедшее лето ФРС дважды (30 июня и 10 августа) повышала ставку по федеральным фондам на 25 б. п. В результате ставка выросла с 1,0 (на этом уровне ставка продержалась год — с июня 2003 г.) до 1,5%. Каждое из этих повышений Комитет по операциям на открытом рынке ФРС сопровождал вполне оптимистичным пресс-релизом, подтверждая свою позицию: текущая ситуация в экономике оценивается позитивно, денежная политика останется приспособитель-

КОМПАНИИ ОСТОРОЖНО ОЦЕНИВАЮТ ПЕРСПЕКТИВЫ РАСШИРЕНИЯ БИЗНЕСА

Всплески в потоке новостей от корпораций происходят 4 раза в год и приходятся на месяц, следующий за завершением квартала. Компании публикуют квартальные финансовые отчеты и рассказывают о своих дальнейших планах. Этим летом сезон отчетов не облегчил жизнь инвесторам. В июне—июле вот уже третий раз (как в декабре—январе и марте—апреле) повторилась одна и та же ситуация: накануне сезона отчетов в ожидании хороших результатов инвесторы покупали акции и рынок рос, а с началом публикации отчетов началась распродажа акций и рынок начал снижение. Причем фактические прибыли компаний (в целом по индексу S&P 500) все 3 раза превосходили предварительные

оценки аналитиков. Например, консенсус-прогноз роста прибылей компаний из состава индекса S&P 500 во II кв. 2004 г. по сравнению со II кв. 2003 г., по данным опроса аналитиков компании *Thomson Financial*, на 1 апреля составлял 14%, а фактический рост — около 20% (!). По сведениям *Thomson Financial*, показатели 70% компаний, акции которых включены в состав S&P 500, превысили ожидания аналитиков. И все же инвесторы, похоже, не стремились расширить инвестиции на рынке акций по причине того, что компании не

Одиннадцать снижений ставки ФРС подряд наполнили экономику США «дешевыми» деньгами, что дало поддержку и фондовому рынку, и потребительскому спросу (особенно в сегменте товаров длительного пользования и жилой недвижимости). Вместе с тем титанические усилия ФРС ограничили последствия спада — умирания экономически несостоятельных бизнесов, перераспределения инвестиций в наиболее эффективные отрасли, временного снижения потребления и образования по-

фактора роста экономики США) к расходам компаний, похоже, задерживается, высокие цены на нефть несут угрозу и тому и другому. В июне личные доходы граждан США выросли по сравнению с маем на 0,2%, однако потребители не спешили тратить свои сбережения, и розничные продажи сократились на 1,1% (самое сильное снижение показателя за последние полтора года). Уровень потребительских расходов, выросший в мае на 1%, в июне неожиданно упал на 0,7%. Это снижение стало первым с сентября 2003 г. и самым значительным с сентября 2001 г. (сразу после терактов уровень потребительских расходов упал на 1,2%). В июле розничные продажи увеличились по сравнению с июнем на 0,7%, тогда как ожидался рост на 0,9–1,2%, а без учета автомобилей продажи выросли лишь на 0,2% (ожидалось 0,4%). Снижение розничных продаж произошло на фоне продолжающегося накопления товаров на складах (рис. 2), что свидетельствует о том, что компании переоценили темпы роста продаж. Следует упомянуть, что публикация этих данных повлекла за собой ряд понижений оценок темпов роста ВВП США в 2004 г. Согласно усредненной оценке экспертов, опрошенных *Wall Street Journal*, рост ВВП в III кв. составит 3,8%, а в IV кв. — 4,1%. По данным опроса *Bloomberg*, консенсус-прогноз роста ВВП в III кв., проведенный 54 экономистами, снизился с 4,2 до 3,9%, а на год в целом — с 4,5 до 4,4%.

Рисунок 2. ДИНАМИКА ИЗМЕНЕНИЙ СКЛАДСКИХ ЗАПАСОВ КОМПАНИЙ США

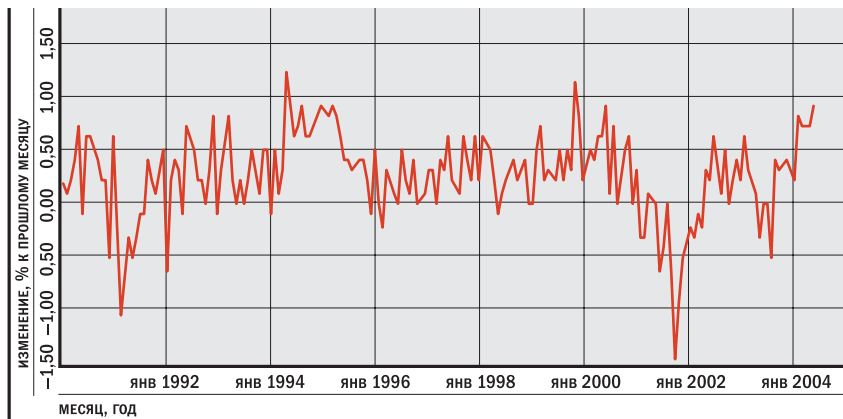
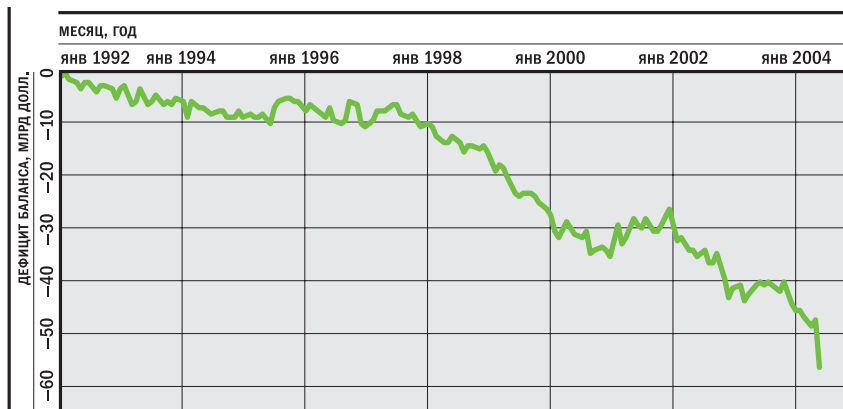


Рисунок 3. ДЕФИЦИТ ТОРГОВОГО БАЛАНСА США



делают позитивных прогнозов на будущее. Июльские прогнозы компаний, особенно высокотехнологического сектора, для которого отношения *P/E* наиболее высоки, на вторую половину 2004 г. не воодушевили инвесторов. Топ-менеджеры не ждут во второй половине года улучшения результатов, достигнутых в первой.

ПОТЕНЦИАЛ РОСТА ПРОДАЖ ОТСУТСТВУЕТ, ИЗБЫТОЧНОСТЬ МОЩНОСТЕЙ СОХРАНЯЕТСЯ

Осторожность компаний вызвана характером рецессии 2001–2002 гг. и тем, каким образом экономика США была «вытащена» из своего краткосрочного спада.

тенциала для его восстановительного роста. Улучшение финансовых показателей, которое американские компании демонстрировали в 2003–2004 гг., объясняется главным образом двумя факторами: подешевевшим кредитом и снижением издержек (часто за счет человеческого фактора). В настоящее время экономика действительно находится в неплохом состоянии, но логика ее дальнейшего развития не ясна, и это настораживает инвесторов.

ЗАМЕДЛЕНИЕ РОСТА ЭКОНОМИКИ В КОНЦЕ II КВ. 2004 Г.

В то время как передача эстафеты от потребительских расходов (как основного

РОСТ ДЕФИЦИТОВ

Проблема двойного дефицита, т. е. дефицита бюджета и дефицита торгового баланса, является квинтэссенцией проблем экономики США. Последние данные показали, что оба дефицита продолжают расти. Дефицит бюджета в июле вырос с 54,2 млрд до 69,2 млрд долл. Дефицит торгового баланса в июне увеличился с 46,0 млрд до рекордных 55,8 млрд долл. (рис. 3).

ОЦЕНКА РИСКОВ В ЭКОНОМИКЕ МОЖЕТ ИЗМЕНИТЬСЯ

Рост производительности труда в I кв. составил 3,7%, однако во II кв. ее рост замедлился — 2,9%. Снижение темпов роста производительности труда само по себе не выглядит проблемой, но свидетельствует о том, что потенциал интенсификации человеческого ресурса компаниями близок к исчерпанию. За замедлением темпов роста производительности труда может последовать рост стоимости труда и цен, что со-

здает угрозу более высокой инфляции. Вместе с тем, по данным Департамента труда, в июле в непромышленном секторе экономики вместо ожидавшихся 240 тыс. новых рабочих мест было создано всего 32 тыс. Подтвердят ли данные за август опасность новой «волны» охлаждения в деловых настроениях? Сохранение высоких цен на нефть, перспектива роста ставок, возвращающаяся время от времени осторожность покупателей и консерватизм компаний могут сильно изменить оценку инвесторами баланса рисков в экономике

роэкономических рисков. Это означает, что качество ценных бумаг на стороне предложения может ухудшаться. Означает ли это, что американский рынок акций обречен на падение? История показывает, что рост спроса на ценные бумаги в силу увеличения количества денег у инвесторов может «компенсировать» ухудшение качества предложения. Теоретически такое развитие событий возможно и на фондовом рынке США. Интересные результаты показывает так называемая «модель ФРС» (ее первое упоминание содер-

нию индекса. Как видно на рис. 5, в 1979–1999 гг. фактическое значение индекса S&P 500 почти не удалялось от своего «справедливого» значения; в последние 2 года акции из состава S&P 500 по сравнению с облигациями недооценены.

РЫНОК МОЖЕТ ВЕРНУТЬСЯ К БОЛЕЕ СПРАВЕДЛИВОЙ ОЦЕНКЕ АКЦИЙ

Текущая недооцененность рынка акций (индекса S&P 500) относительно рынка облигаций, согласно модели, составляет около 30%, т. е. фактическое значение индекса S&P 500 составляет 70% от «справедливого». Этому должны быть рациональные объяснения. Можно предположить, что рынок акций оказался перепроданным после «сдувания» фондового «пузыря» образца 1999 – начала 2000 гг., а также после известных бухгалтерско-аудиторских скандалов 2002 г. Вполне вероятно, что величина недооцененности акций в обозримой перспективе снизится. Согласно модели это может произойти в результате одного из трех изменений:

- 1) роста доходностей облигаций;
- 2) снижения ожидаемых прибылей компаний;
- 3) роста цен акций.

Данная модель позволяет рассмотреть различные сценарии и оценить «вес» каждого из трех факторов (табл. 2). Один из сценариев выглядит следующим образом.

Если ожидаемые прибыли компаний останутся на текущих уровнях, а доходность 10-летних облигаций Казначейства США увеличится в следующие 6–8 мес. на 1,0 п. п. (с 4,3 до 5,3%), то фондовый индекс S&P 500 вполне может вырасти на 20,5% (с 1100 до 1325 п. п.). ■

Рисунок 4. ДИНАМИКА ИНДЕКСА ОПЕРЕЖАЮЩИХ ИНДИКАТОРОВ США

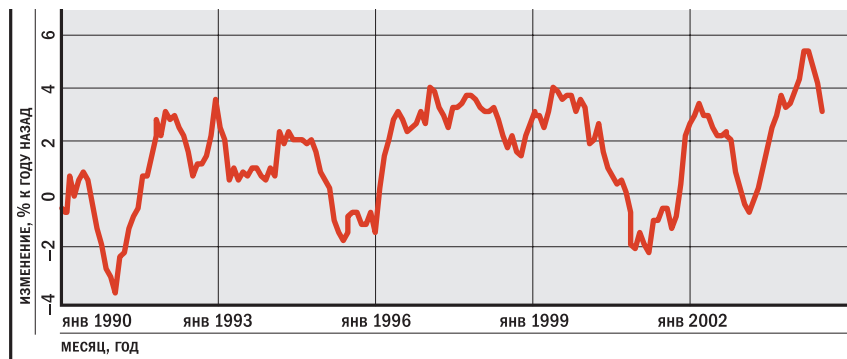
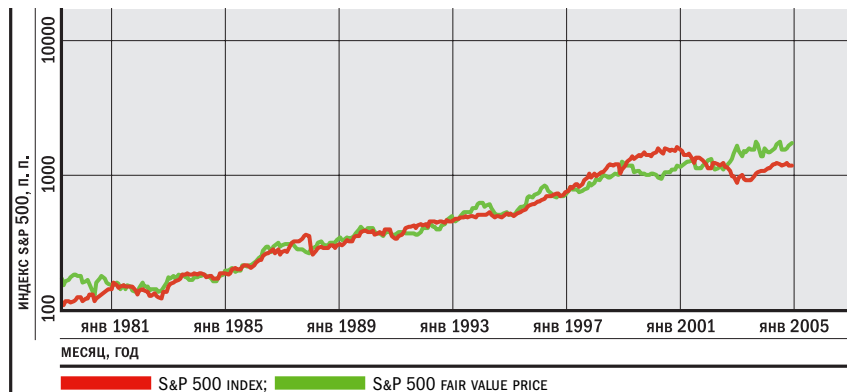


Рисунок 5. ИНДЕКС S&P 500 И ЕГО «СПРАВЕДЛИВОЕ» МОДЕЛЬНОЕ ЗНАЧЕНИЕ (ПО «МОДЕЛИ ФРС»)



Источник: Bloomberg.

Таблица 2. УСЛОВИЯ СБЛИЖЕНИЯ ТЕКУЩЕГО И «СПРАВЕДЛИВОГО» ЗНАЧЕНИЙ ИНДЕКСА S&P 500

Доходность 10-летних облигаций, %	Ожидаемые прибыли компаний, %	Динамика индекса S&P 500, %
6,4 (+2,1 п. п.)	-33,0	+48,8

Примечание: Вклад каждой из трех компонент модели оценен при условии, что две остальные остаются неизменными.

жа-

США. Снижение индекса опережающих индикаторов (рис. 4) указывает на то, что такие опасения вполне оправданы.

СПРАВЕДЛИВАЯ ОЦЕНКА РЫНКА АКЦИЙ (ПО «МОДЕЛИ ФРС»)

Анализ текущей ситуации в экономике США показывает, что фондовый рынок находится под тяжестью серьезных мак-

лось в материалах доклада А. Гринспэна Конгрессу США о денежной политике ФРС в июле 1997 г.), определяющая, насколько справедливо оценен рынок акций (индекс S&P 500) относительно рынка облигаций (10-летних казначейских облигаций). Модель сравнивает текущую доходность 10-летних облигаций Казначейства США и отношение ожидаемых в следующие 12 мес. прибылей компаний из состава индекса S&P 500 к текущему значе-