

МНЕНИЕ МАКРОЭКОНОМИСТА



Владимир Брагин
CFA | Директор
по анализу
финансовых рынков
и макроэкономики

Болезненное привыкание к инфляции

Сильнейшая коррекция на рынке акций США во вторник после выхода данных по инфляции стала еще одним напоминанием о том, что в цены активов пока еще не заложен сценарий сохранения сильного инфляционного давления и очень жесткой политики ФРС. И хотя ожидания постепенно адаптируются к реальности, рынок все еще исходит из того, что рост потребительских цен в обозримой перспективе замедлится, и ФРС сможет даже начать снижение ставки. Наверное, поэтому каждая новость, разрушающая эту уверенность, вызывает столь болезненную реакцию инвесторов.

Возвращение забытой проблемы

Ускорение инфляции в США и других развитых странах в этом году стало главным негативным сюрпризом. За последние 10-12 лет все привыкли, что что бы ни делали монетарные власти США или Европы, им не удавалось разогнать инфляцию до целевых значений. И лишь в 2021 году она начала ускоряться, не вызывая при этом изначально серьезного беспокойства, что, возможно и привело к потере монетарными властями контроля над ситуацией.

Ситуация усугубилась тем, что ускорение инфляции происходит на фоне ухудшения ситуации в экономике США и Европы, в том числе из-за вызванного санкциями дефицита энергоресурсов. И на этом фоне серьезное ужесточение политики ФРС и ЕЦБ, необходимое для чувствительного влияния на инфляцию, приведет и к серьезному дополнительному негативному влиянию на экономическую активность, ВВП, а значит и на фондовые рынки.

Инфляция в США и Еврозоне



*Длительная
подготовка
ужесточения*

Главным способом смягчить последствия повышения ставок для рынков, уменьшить нежелательные последствия является подготовка рынков к решению регулятора через вербальные интервенции. На примере ФРС хорошо видно плавное, но постоянное ужесточение риторики с начала года. Это важно учитывать и не принимать прогнозы ФРС за данность, за последние 12 лет я не помню ни одного случая, когда бы этот регулятор следовал своему прогнозу.

Так что ценность имеет только то, куда смещается риторика ФРС или ЕЦБ. А она в последнее время лишь ужесточается, повышая рыночные ожидания по ставкам.

*Рыночные
ожидания
очень
пластичны*

В декабре 2021 года мы закладывали в прогноз на 2022 год повышение ставки ФРС до 1%, что на тот момент было довольно агрессивно, рыночные ожидания были намного ниже. Тем не менее, уже в первой половине года стало понятно, что мы сильно недооценили инфляционное давление. И списать это на последствия спецоперации и санкций можно лишь частично. В середине года мы подняли прогноз до 3.75%, и опять это было выше консенсуса. А уже сейчас понимаем, что снова промахнулись.

Динамика рыночных ожиданий была схожей. По мере того, как выходили все более высокие показатели инфляции и ужесточалась риторика ФРС, подкрепленная затем фактическим повышением ставки, повышались и рыночные ожидания.

График: Изменение ожидаемой в конце 2023 и 2024 года ставки ФРС



*Финансовые
активы*

Последствия для финансовых активов от таких изменений вроде бы очевидны. Тем не менее, стоит учесть, что не для всех классов активов высокая инфляция несет в себе только проблемы. В первую очередь, это касается реальных активов. Кроме того, инфляция может очень по-разному сказываться на результатах компаний, и распродажа далеко не всех акций при скачке инфляции является оправданным стратегическим решением.

*Высокая
инфляция и
финансы
компаний*

Не считая того, что акции, будучи реальным активом должны при прочих равных расти в цене вслед за ростом общего уровня цен в экономике, ускорение инфляции дает ряд преимуществ компания с точки зрения их финансовых показателей.

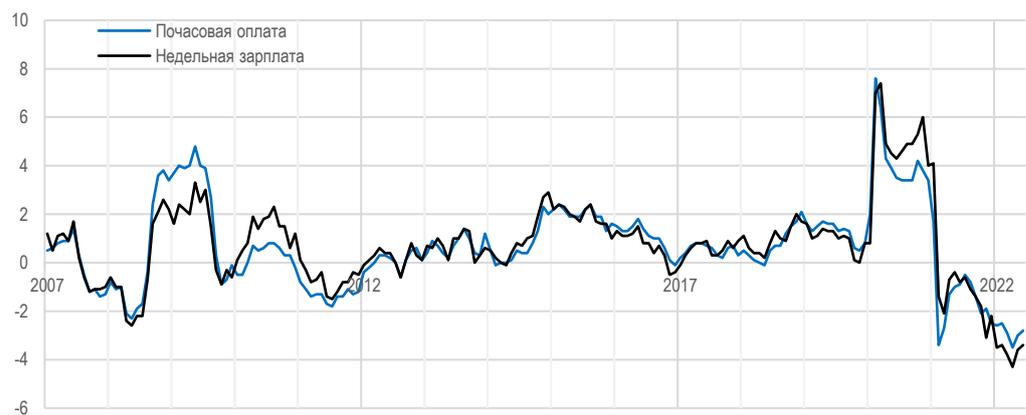
Во-первых, снижение реальной стоимости долга. Далеко не только правительство США могло занимать по низким ставкам, это же касалось корпоративных кредитов и доходностей размещаемых корпоративных облигаций. В текущих условиях взятые в период низких ставок кредиты имеют отрицательную реальную ставку.

График. Доходность корпоративных облигаций США и инфляция



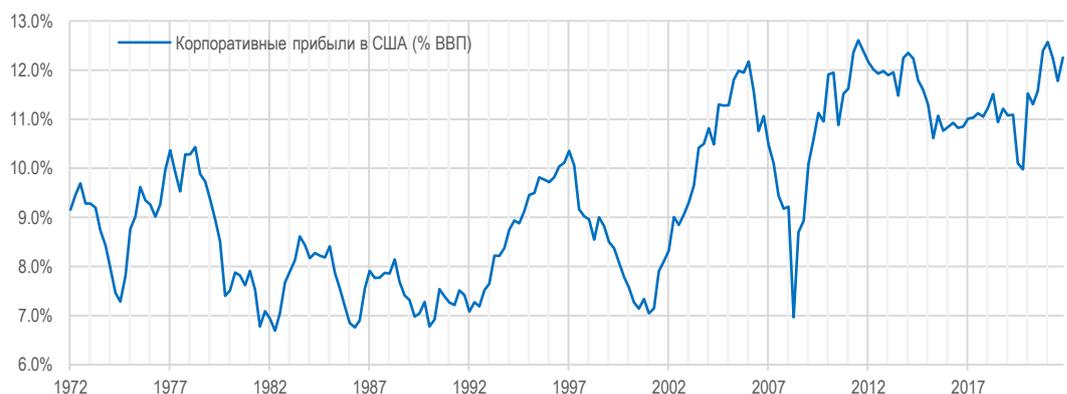
Во-вторых, ускорение инфляции не приводит автоматически к индексации заработных плат. Такое мы видели, например, в России 2014–2015 гг., а сейчас наблюдаем на данных по США. Скачок инфляции привел к снижению реальных заработных плат (почасовой оплаты в США), что при условии общего роста уровня цен в экономике приводит к снижению расходов компаний на рабочую силу в расчете на единицу стоимости продукции, то есть позитивно сказывается на рентабельности компаний.

График. Реальная почасовая оплата труда США



Что касается выручки и расходов, то инфляция оказывает неравномерное влияние на разные компании, так как цены редко растут одинаково по всем позициям. Тем не менее, в целом по экономике ускорение инфляции не приводит автоматически к ухудшению финансовых показателей.

График. Корпоративные прибыли в США (в % ВВП)



Исключением здесь является сценарий гиперинфляции, когда высокие темпы роста цен начинают негативно влиять на способность компаний адекватно оценивать ситуацию, создают избыточную неопределенность относительно финансовых результатов, ограничивают доступность длинного финансирования. Именно поэтому ФРС и другие регуляторы очень боятся потери контроля над инфляцией.

*Инфляция не
приходит одна*

Ускорение инфляции – это, как правило, еще и один из сигналов проблем в экономике. Например, оно может быть связано с избыточным монетарным стимулированием, перегревом экономики, дефицитом ресурсов, логистическими проблемами и т.п. Как следствие, увеличиваются риски резкого спада в экономике, который скажется на состоянии компаний через снижение физических объемов продаж.

Не менее важный вопрос и реакция монетарных властей. Напомним, что, ужесточение монетарной политики, направленное на снижение инфляции, работает по следующей логике: рост ставок – снижение доступности кредита – снижение экономической активности и совокупного спроса – замедление инфляции. Иными словами, если ужесточение политики ФРС не будет усложнять жизнь компаниям и потребителям настолько, что это скажется на их уровне производства и потребления, то оно и не замедлит рост цен. Также очевидно, что первыми от ужесточения политики страдают компании, которые сильно зависят от стоимости и доступности финансирования. К ним, как несложно догадаться, относятся компании роста (growth stocks).

А вот компании, не имеющие острой потребности в постоянном привлечении финансирования, страдают значительно слабее. Это компании стоимости (value stocks), характерными особенностями которых являются стабильные финансовые показатели, сильные кредитные метрики, дивидендные выплаты. Хотя сокращение совокупного спроса в экономике все равно сказывается и на них, наличие запаса прочности по финансовым показателям позволяет им спокойнее проходить период турбулентности.

График: S&P 500 и Nasdaq



*Облигации: чем
качественнее,
тем хуже*

Для рынка еврооблигаций ускорение инфляции – особенно неприятно. Рост цен снижает реальную стоимость бумаг и купонных выплат. Большинство обращающихся еврооблигаций сейчас не дают такую доходность, которая бы обгоняла инфляцию. Но одно дело, когда высокая инфляция – временное явление и совсем другое, если ожидания начинают меняться в сторону увеличения продолжительности такого периода. Если инвесторы потеряют веру в скорое замедление инфляции, то произойдет перестановка вверх всей базовой кривой доходности, что толкнет вверх и доходности корпоративных бумаг.

В таком сценарии наиболее безопасными оказываются облигации, торгуемые с широкими кредитными спредами, которые способны демпфировать рост доходностей казначейских облигаций, а также компенсировать высокой текущей доходностью переоценку тела. По крайней мере, до тех пор, пока спад экономической активности не приводит к росту числа кредитных событий.

Можно сказать, что держателям российских еврооблигаций в НРД в чем-то повезло. То, что этот сегмент рынка оказался отрезанным от остального мира защищает его от сильно отрицательной переоценки вслед за ростом базовых доходностей.

Выводы и рекомендации

1. Высокая инфляция в США, Европе и других регионах будет вынуждать регуляторы повышать ставки несмотря на ухудшение ситуации в экономике.
2. Рынки пока не закладывают в цены длительный период высокой инфляции или высоких ставок. Ожидания, конечно меняются, но пока остаются излишне оптимистичными
3. Несмотря на то, что инфляция для отдельных сегментов рынка акций не является проблемой (а даже, наоборот), котировки могут и дальше снижаться из-за связанных с инфляцией рисков рецессии и/или сильного ужесточения монетарной политики. Впрочем, некоторые защитные бумаги уже могут быть сильно перепроданы на общей волне негатива.
4. Постепенное осознание того, что высокая инфляция останется надолго, делает гособлигации США весьма токсичным активом. Как и высококачественные корпоративные бумаги.
5. Российский рынок акций на этом фоне выглядит прямой противоположностью: риски рецессии уже в основном реализовались, распродажа состоялась, инфляция замедляется. Что важно, из-за санкций российский финансовый рынок остается изолированным от глобальных площадок.

Актуальные материалы доступны клиентам УК «Альфа-Капитал» в рамках программы лояльности для высокостоятельных клиентов Alfa Capital Wealth

Данный обзор подготовлен аналитиками УК «Альфа-Капитал» на основе данных из открытых источников, бирж, данных статистических агентств, монетарных регуляторов.

«Общество с ограниченной ответственностью «Управляющая компания «Альфа-Капитал». Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 077-08158-001000 от 30 ноября 2004 года выдана ФСФР России. Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00028 от 22 сентября 1998 года выдана ФСФР России. Подробную информацию о деятельности ООО УК «Альфа-Капитал» Вы можете получить по адресу: 123001, Москва, ул. Садовая-Кудринская, д. 32, стр. 1. Телефоны: (495) 783-4-783, 8 (800) 200-28-28, а также на сайте ООО УК «Альфа-Капитал» в сети Интернет по адресу: www.alfacapital.ru. Указанная информация не является исчерпывающей и подготовлена только в информационных целях и носит исключительно ознакомительный характер. Информация не содержит описания всех рисков, присущих инвестированию на рынке ценных бумаг, равно как и информации не принимаются во внимание личные инвестиционные цели, финансовые условия или нужды каждого конкретного инвестора. Информация не является какого-либо рода офертой, не подразумевалась в качестве оферты или приглашения сделать оферты, не является прогнозом событий, инвестиционным анализом или профессиональным советом, не имеет целью рекламу, размещение или публичное предложение любых ценных бумаг, продуктов или услуг. Настоящий материал не является призывом к отказу от приобретения услуг/продуктов финансовых организаций, банков, прочих организаций и учреждений и не преследует цели формирования негативной деловой репутации финансовых организаций, банков, прочих организаций и учреждений, и их продуктов. Любые оценки и/или сведения, касающиеся деятельности финансовых организаций, банков, прочих организаций и учреждений, выражают субъективную оценку ситуации в соответствии с информацией, легально полученной и доступной на момент подготовки настоящего материала. Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Упомянутые финансовые инструменты могут не подходить соответствующему клиенту.»