

УДК 336.76.066

*А.Н. Суетин, Е.А. Пантюхин***ФЕНОМЕН РОСТА АМЕРИКАНСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА В УСЛОВИЯХ КРИЗИСА**

В данной работе рассматриваются уникальные причины роста американского фондового рынка в условиях завышенной стоимостной оценки акций компаний. Как показали проведенные исследования, рассмотренные варианты анализа параметров справедливой оценки капитализации фондового индекса S&P 500 доказывают завышенную стоимостную оценку фондового рынка. Для изучения механизма роста цен на активы нами были рассмотрены три основных показателя рыночной структуры: ликвидность, волатильность и глубина рынка. Согласно проведенным расчетам, анализ этих показателей позволил построить теоретическую модель процессов, оказывающих влияние на стоимость активов финансового сектора. Как показал практический опыт, рост маржинальной торговли и увеличение объема торговли call-опционами во взаимосвязи со сложившейся конъюнктурой рынка способствуют росту капитализации американских фондовых индексов. Для понимания системных рисков, которые могут возникнуть в результате такой рыночной структуры, на графике нами приводится взаимосвязь показателей, которые отражают прямую корреляцию между волатильностью, ликвидностью и глубиной рынка. Из проведенного анализа можно сделать вывод, что, прежде всего, недооценка системных рисков происходит из-за текущей денежно-кредитной политики ФРС. Также большинство участников рынка опираются на предполагаемые ответные действия регуляторов, которые будут мгновенно осуществляться в случае чрезвычайных ситуаций. Актуальная проблема, описанная в данной работе, показывает системные риски, в случае возникновения которых стабильность финансового сектора может быть серьезно нарушена.

*Ключевые слова:* финансовый рынок, ликвидность, волатильность, глубина рынка, маржинальная торговля, опционы, количественное смягчение, риск.

DOI: 10.35634/2412-9593-2022-32-1-80-87

**Введение**

Прошедший 2020 г. выдался знаменательным не только для реального сектора, но и для финансовых рынков. Вирус COVID-19 оказал крайне негативное влияние на всю мировую экономику. Вынужденные меры правительств всех стран, которые сопровождались различными ограничениями и локдаунами, нанесли колоссальный удар по реальному сектору и вызвали распродажу на финансовых рынках. В отличие от реального сектора экономики, который до сих пор испытывает трудности, финансовые рынки показали V-образное восстановление (V-shaped recovery) и продолжают обновлять исторические максимумы. Если рассматривать привязанность финансово сектора к реальной экономике, то мы несомненно можем наблюдать один из самых больших разрывов в истории. Причины, которые кроются в данном разрыве, напрямую связаны с денежно-кредитной политикой ведущих центральных банков. В данной статье нами будут рассмотрены некоторые из причин, которые могут привести к лавинообразным продажам на финансовом рынке США.

**Текущая оценка фондового рынка США**

Начиная с ноября 2020 г. денежный приток в глобальные фонды акции составил 576 млрд \$, что суммарно превышает данный показатель за предыдущие 12 лет<sup>1</sup>. В 2008 г. в ответ на финансовый кризис ведущие центральные банки, в частности ФРС, запустили программу количественного смягчения (quantitative easing – QE), которая предусматривает обратный выкуп различных ценных бумаг. Исследования показывают, что балансы центральных банков планомерно увеличивались до 2018–2019 гг. и достигли 20 трлн долл. Но в 2020 г. политика QE и ответные меры превзошли все предыдущие показатели. Только за один календарный год ведущие ЦБ увеличили свой баланс на 9 трлн долл. Данный эмиссионный импульс в 2 раза превышает реальные потери бизнеса в США, Японии и Евросоюза вместе взятых. За один год центральные банки создали столько же, сколько за 10 предыдущих лет, а если сравнивать ответные меры на кризис 2008 г., то они превышают их в 6 раз [1].

<sup>1</sup> More money poured into stocks in past 5 months than over last 12 years – BofA // Reuters, 10.04.2021. URL: <https://www.reuters.com/article/us-markets-flows-idUSKBN2BW15S> (дата обращения: 10.04.2021).

Как показывает практический опыт, программа количественного смягчения не способствует росту экономики, пример Японии является показательным. Все эти меры осуществляются с единственной целью – поддержание финансового рынка, который по своим размерам опережает реальный сектор экономики.<sup>2</sup>

Безусловно, в долгосрочной перспективе все эти действия будут иметь крайне негативный эффект. Инфляция активов на фондовом рынке, которую можно наблюдать уже сейчас, негативно влияет на инвесторов, которые привыкли к стандартным методам оценки показателей компаний. В результате изучения рынка можно отметить, что более 95 % акций на рынке США находятся выше 200-дневной скользящей средней<sup>3</sup>, что также свидетельствует о завышенной оценке фондового рынка.

В свою очередь, имея перед собой главную цель – сохранение и приумножение капитала, инвестор должен принимать на себя гораздо больший риск по сравнению с прошлыми периодами времени. Как мы видим, для снижения риска участники должны прибегать к гораздо более глубокой диверсификации портфеля для получения определенной доходности.

По нашему мнению, покупая активы сейчас, которые многократно завышены в цене, они рискуют оказаться в зоне отрицательной доходности с течением времени. Можно наблюдать вынужденный переход от пассивного инвестирования к ручному управлению с совершением гораздо большего количества операций. Показатели, которые раньше принимались во внимание, перестали работать. Если инвесторы будут работать по принципам, которые они использовали несколько лет назад, то с большой долей вероятности можно допустить ошибку, которая приведет к частичной потере капитала.

Для того чтобы оценить, насколько сильно переоценен или недооценен фондовый рынок, в данной работе будет рассмотрено три варианта оценки стоимости активов.

Таблица 1

**Intrinsic Value Estimate**

	2020 г.	1	2	3	4	5	Terminal Year
<i>Expected Earnings</i>	\$138,12	169,18	197,20	200,79	204,62	208,72	212,89
<i>Expected cash payout (dividends + buybacks) as % of earnings</i>	70,00 %	75,00 %	78,16 %	81,33 %	84,49 %	87,65 %	87,65 %
<i>Expected Dividends + Buybacks =</i>	\$96,68	\$126,89	\$154,14	\$163,30	\$172,89	\$182,95	186,61
<i>Expected Terminal Value =</i>						\$ 3732,16	
Riskfree Rate	1,55 %	1,64 %	1,73 %	1,82 %	1,91 %	2,00 %	2,00 %
Required Return on Stocks	6,55 %	6,64 %	6,73 %	6,82 %	6,91 %	7,00 %	7,00 %
Present Value =		\$118,98	\$135,43	\$134,31	\$133,01	\$ 2815,03	
Intrinsic Value of Index =	3336,76						
Intrinsic Trailing PE =	24,16						
Intrinsic Forward PE =	19,72						
Intrinsic CAPE (based on inflation-adjusted ten-year average earnings) =	28,30						
Actual Index level =	4150						
% Under or Over Valuation =	24,37 %						

Источник: таблица составлена авторами на основе данных YRI S&P 500 Earnings Forecast, Yardeni Research, Inc.

<sup>2</sup> Felix Richter. Are We in the Stock Market Bubble // Statista, 09.02.2021. URL: <https://www.statista.com/chart/21972/market-capitalization-to-gdp-ratio/> (дата обращения: 10.04.2021).

<sup>3</sup> S&P 500 Percent of stocks above 200 day moving average (EOD) INDX // Stockcharts. URL: [https://stockcharts.com/h-sc/ui?s=\\$SPXA200R](https://stockcharts.com/h-sc/ui?s=$SPXA200R) (дата обращения: 10.04.2021).

Первый анализ включает в себя изучение различных параметров, которые характеризуют стоимость акций компаний к их доходам и прибылям.

С учетом обратного выкупа операционная прибыль компаний из S&P 500 в расчете на акцию составила 141 пункт в 2020 г. против 161 в 2019 г. В 2011–2012 гг. прибыль составляла 110 пунктов. В последующие 8 лет, американский фондовый индекс вырос на 250 %, в свою очередь показатель операционной прибыли компаний вырос на 40 %. Текущее операционное P/E (Price/Earnings) при уровне S&P 500 – 4150 пунктов составляет  $4150/140 = 29,64$ . Исторически средний показатель составлял 13–14 пунктов. Текущие оценки превышают данное значение более, чем в 2 раза [2].

В благоприятном сценарии показатель операционной прибыли компаний в 2021 г. достигнет 176–178 пунктов. Как показали проведенные исследования, данный показатель будет меняться, поскольку история показывает, что за последние 20 лет прогнозы были лучше ожиданий только в 2010 и 2015 гг., все остальное время можно было наблюдать отклонение от прогнозов.

Падение показателей 2020 г. оказалось менее глубокое и более мягкое по сравнению с 2008 г. Наши расчеты показали, что темпы восстановления происходили гораздо быстрее, по сравнению с предыдущим кризисом. Это непосредственно связано с отраслевой дифференциацией. Главной движущей силой оказались компании из технологического и потребительского секторов. К тому же, за прошедший год регуляторы влили в финансовую систему огромный объем ликвидности, по размерам многократно превышающий показатели 2008 г.

Анализируя тенденцию роста доходов компаний с 2007 г., можно выделить относительный рост примерно в 20 %. При всем этом нужно учитывать огромный объем обратного выкупа компаниями и тот фактор, что большая часть роста выручки пришлось на технологический сектор. Эта динамика значительно слабее роста фондовых индексов, что наталкивает на вывод о реальном расхождении стоимости и оценки акций американских компаний.

Другим инструментом, который позволяет оценить текущую справедливую стоимость индекса S&P 500, может выступать модель дисконтирования будущих денежных потоков (DCF-model). По данной модели можно оценить на сколько недооценен или переоценен рынок в текущий момент времени. Проводя оценку, мы отмечаем, что текущая равновесная цена по данной модели находится на отметке 3336,76 пунктов. На момент написания статьи (октябрь 2021 г.) индекс находился на отметке 4150 пунктов, что превышает данный показатель на 24,37 %. Важно отметить, что DFC-модель основывается на прогнозах будущих денежных потоков компаний, входящих в индекс. В связи с этим, оценка будет меняться по мере поступления информации о прогнозах компаний. Проблема справедливой оценки акций компаний связана с тем, что большинство аналитиков сочетают в своих моделях высокие темпы роста, низкие ставки дисконтирования и очень длинные временные отрезки. Мы считаем, что такие расчеты могут быть очень чувствительны к произвольному выбору и долгосрочному периоду времени.

Еще одна модель, которая позволяет оценить будущую доходность фондового рынка – Hussman Margin-Adjusted P/E (MAPE), разработанная профессором Джоном П. Хассманом. Данная модель представляет собой соотношение цены и дохода S&P 500, скорректированного на маржу и отношение капитализации нефинансового рынка к корпоративной валовой добавленной стоимости, включая предполагаемые иностранные доходы [3].

Согласно недавним исследованиям, Hussman Strategic Advisors текущая премия за риск для инвесторов находится в отрицательных значениях и составляет (-6,18 %). Если оценивать будущую 12-ти летнюю доходность по модели (MAPE), то портфель, состоящий на 60 % из акций и 40 % облигаций на данный момент будет иметь отрицательную доходность (-2,29 %)⁴.

Важно отметить, что текущие прогнозируемые значения находятся на минимуме, начиная с 1929 г.

### Причины роста финансового рынка

Если все инвесторы полагаются на одни и те же показатели, большинство которых связаны с оценкой стоимости компании, их доходами, прибылью и будущими денежными потоками, то почему в условиях жесткой переоценки рынок продолжает расти? Для того, чтобы понять причины роста и

⁴ John P. Hussman. How to Spot a Bubble // Hussman Funds March, 2021. URL: <https://www.hussmanfunds.com/comment/mc210315/> (дата обращения: 03.04.2021).

возможные системные риски, которые представляет собой сложившаяся конъюнктура рынка, необходимо проанализировать вопросы, связанные с возросшей маржинальной торговлей (margin debt), опционами (options) и общей ликвидностью фондового рынка (equity liquidity). График, который представлен ниже, отображает общий объём маржинальной торговли в США и его процентное соотношение к ВВП (рис. 1).

Как мы видим, отношение маржинального долга к ВВП (Margin debt to GDP) находится на максимальных значениях за всю историю наблюдения – (3,79 %). Предыдущие экстремумы были зафиксированы в марте 2000 г. – 2,62 %, июле 2007 г. – 2,86 % и январе 2018 г. – 3,29 %.

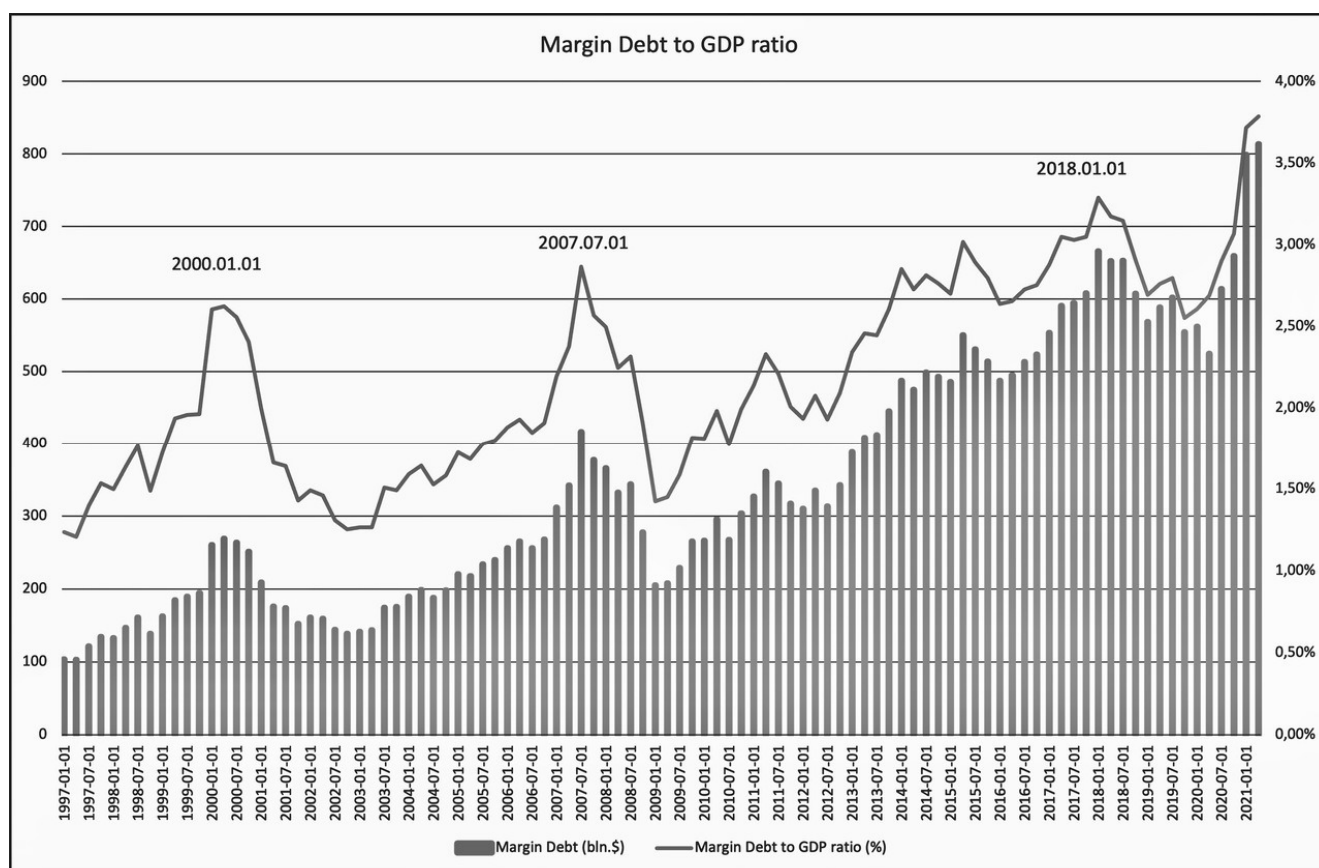


Рис. 1. Margin debt to GDP

Источник: таблица составлена автором на основе данных FINRA; FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis (дата обращения – 03.04.2021).

Следующим важным показателем для анализа текущей ситуации на американском фондовом рынке выступает ликвидность (liquidity).

Распространённое мнение, о том, что денежные вливания центральных банков привели к увеличению ликвидности на финансовых рынках, с нашей точки зрения, является ошибочным. Начав политику QE (quantitative easing), действия ФРС способствовали нормализации ситуации на финансовом рынке, но восстановление уровня ликвидности не произошло.

График, который представлен ниже (рис. 2), отображает несколько индикаторов: ликвидность рынка (equity market liquidity), глубину рынка (market depth), спред между спросом и предложением (bid-ask spread) и индикатор волатильности (VIX index).

Показатель ликвидности финансового рынка рухнул в марте 2020 г. и до сих пор находится намного ниже средних исторических значений. Соответственно, ликвидность на рынке существенно ниже, чем в 2016–2018 гг. На основании проведенных расчётов следует вывод, что такие низкие показатели ликвидности могут натолкнуть на серьезные противоречия в вопросе о том, почему рынок продолжает ставить новые исторические максимумы. В связи с этим крайне важно рассмотреть понятие глубины рынка. Глубина рынка (market depth) – это способность актива, в данном случае всего

фондового рынка в целом, поглощать существенные объёмы предложения без значительного изменения цены. Другими словами, чем глубже рынок, тем больше возможность влить в него существенный объём актива без снижения или увеличения цены на него. У трейдеров есть такое понятие, как *pump and dump*. В свою очередь, это описание стратегии, которая заключается в раскатке цен на определенный актив для проведения спекулятивных операций. Суть его состоит в том, что на низколиквидный рынок выставляется некоторое количество актива для разгона цены с последующей продажей остальных позиций по возросшим ценам. Но при достаточной глубине рынка и большой ликвидности актива совершить такую операцию практически невозможно.

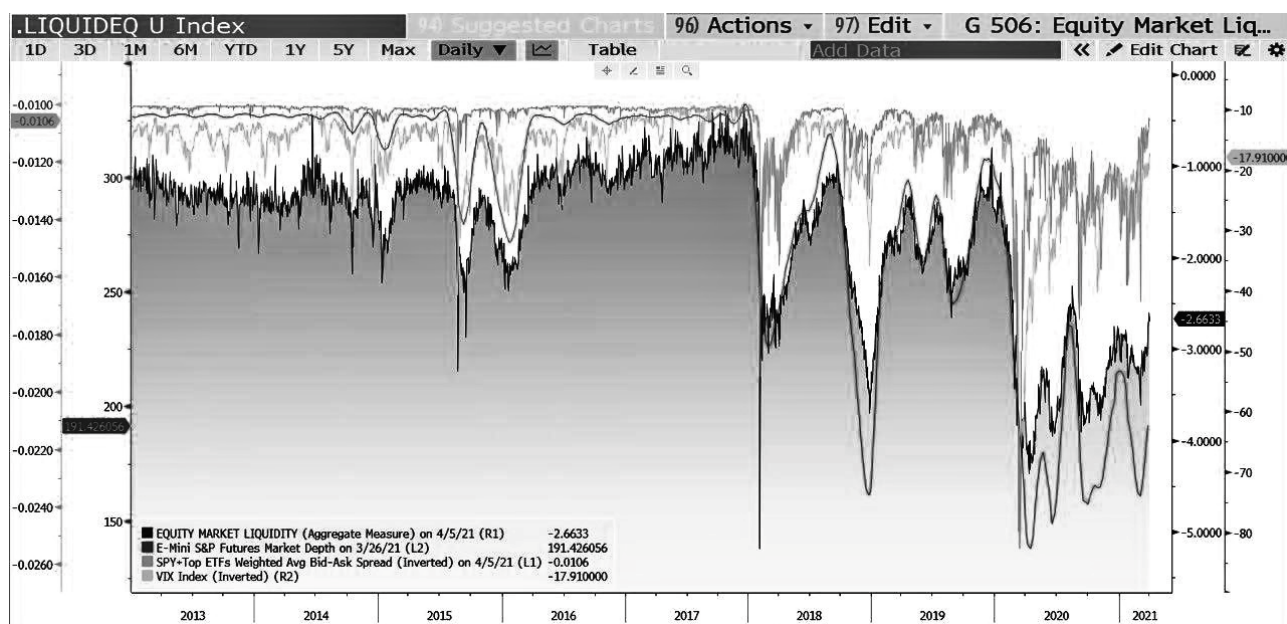


Рис.2. Equity Market Liquidity

Источник: Bloomberg terminal (дата обращения – 05.04.2021).

Существенную роль в данном механизме играет возросший интерес к торговле опционами у розничных и институциональных инвесторов. Как показали исследования, объёмы торговли call-опционами находятся на максимальных значениях за всю историю финансового рынка<sup>5</sup>.

В свою очередь, торговля опционами – это сделка двух сторон, одна из которых должна хеджировать свои риски за счёт покупки базового актива по мере приближения цены, указанной в контракте (*strike price*). Следующая взаимосвязь, которую стоит подчеркнуть – это обратная корреляция ликвидности и волатильности (*VIX index*). Ликвидность и волатильность непосредственно связаны между собой. Существует обратная нелинейная взаимосвязь, когда при росте волатильности (*VIX*) ликвидность начинает существенно падать, что приводит к автоматическому снижению спроса на активы и падению американских фондовых индексов [4]. Также они непосредственно связаны с гамма-экспозицией (*gamma exposure*). Гамма-экспозиция измеряет чувствительность цен опциона или опционного портфеля к изменениям цены базового актива. Сокращение объёма предложения движется синхронно с объёмами опционов и глубиной рынка. Следовательно, полный сдвиг в структуре рынка с уменьшением ликвидности и его глубины изменил то, как потоки гамма-хеджирования повлияли на ценообразование активов. Гамма-хеджирование (*gamma hedging*) представляет собой стратегию уменьшения риска и снижения уровня неопределенности за счет покупки дополнительных опционных контрактов по аналогичному активу. В целом этот механизм объясняет большую часть противоречий, связанных с беспрецедентным ростом фондового рынка на фоне значительного ухудшения финансовых показателей компаний. Есть несколько причин почему это описывается именно как ме-

<sup>5</sup> Retail Traders Are Piling Into Viral Options Calls at All-Time High Level // Bloomberg, 27.01.2021. URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-01-26/froth-in-retail-options-now-dwarfs-level-of-august-boom-and-bust> (дата обращения: 05.04.2021).

ханизм, а не сложившаяся ситуация случайным образом. Основными поставщиками ликвидности на рынок служат крупные институциональные игроки. Обычные розничные инвесторы не могут сильно повлиять на структуру финансового сектора. На данный момент позиционирование в акциях у крупных институтов и профессиональных игроков находится в 30 перцентиле 15-летнего диапазона<sup>6</sup>.

Расчёты показывают, что низкая ликвидность и глубина рынка, в сочетании с огромным количеством call-опционов позволяют осуществлять стратегию pump and dump не только узкоспециализированным трейдерам на определенных инструментах, но и крупным институтам. Характерным примером может выступать ситуация с японским банком Softbank. В прошлом году покупка call-опционов Softbank-ом различных компаний из индекса Nasdaq на сумму более 4 млрд долл. привела к взлету цен на базовые активы данных компаний<sup>7</sup>.

### Анализ рисков

Теперь следует разобрать системный риск, который изначально представляет собой данная структура рынка.

Учитывая зарубежный и отечественный опыт развития рынков, за всплесками волатильности следует снижение глубины рынка и падение ликвидности, что непосредственно влияет на книгу заказов (order book). Существует нелинейная связь, когда при скоплении большого объёма на одном конце книги заказов, в данном случае предложения (ask), приводит к резкому уменьшению заявок на покупку (bid). Другими словами, когда предложение в стакане заявок увеличивается, это приводит к уменьшению ликвидности на данном активе. Но такая динамика создает опасную ситуацию, в которой при большом объеме предложения будет отсутствовать покупатель, который будет выставить заявку без значительного изменения цены.

Как мы обнаружили в своем исследовании, проблема состоит не в том, что крупный участник не сможет продать актив, не изменив значительно цены, а в том, что это системно. Влияние данного фактора состоит в том, что в целом позиционирование находится на крайнем уровне с чрезмерным кредитным плечом, которое невероятно сконцентрировано в сильно коррелированных активах. Примером может выступать фонд ARK Capital и его ETF (exchange trade fund) – (ARKK: Nasdaq). Из-за высокой концентрации и ковариации (covariance) данный ETF представляет хрупкую структуру, которая может быть подвержена сильным колебаниям на рынке.

По нашему мнению, принудительные продажи спровоцируют глубокое падение фондовых рынков. Учитывая степень кредитного плеча, сконцентрированного в сильно коррелирующих активах, принудительная ликвидация может вызвать лавину циклов обратной связи по ликвидации на рынке, у которого нет глубины без заявок. Из-за чрезмерно увеличенного кредитного плеча, сконцентрированного в определённых активах, крах семейного фонда Archegos capital является показательным. Эта ситуация показала, насколько внезапно могут стать неликвидными активы, когда на рынок выходит крупный продавец.

Из проведенных расчётов следует, что концепция ликвидности может вводить в заблуждение, поскольку прошлый объем торгов не является гарантией будущей ликвидности. Если потоки продаж станут слишком большими, то заявки на покупку могут отсутствовать, если цена не изменится значительно в сторону снижения.

Нами определено, что основная опасность заключается в том, что такая ситуация не может быть изолирована от остальных участников рынка. Инвестиционные банки, которые в свою очередь предоставляли заемные средства через кредитные своп-линии, понесли серьезные убытки из-за принудительного закрытия позиций Archegos. Поэтому можно полагать, что сокращение доли заемных средств и принудительная ликвидация позиций могут вызвать крупные распродажи на всем финансовом рынке со всеми вытекающими негативными последствиями.

<sup>6</sup> JPMorgan's Kolanovic Rebukes Bubble Warnings, Urging Buy the Dip // Bloomberg. 27.01.2021. URL: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-01-27/jpmorgan-s-kolanovic-rebukes-bubble-warnings-urging-buy-the-dip> (дата обращения: 05.04.2021).

<sup>7</sup> Softbank identified as the 'Nasdaq whale' that bought billions in stock options, betting on higher prices for the biggest names in tech // CNBC, 04.09.2020. URL: <https://www.cnbc.com/2020/09/04/softbank-reportedly-the-nasdaq-whale-that-bought-billions-in-options.html> (дата обращения: 05.04.2021).

Учитывая современные экономические тенденции, на данный момент на рынке присутствует сверхоптимистичное настроение (*greed, risk-on*). Популярное мнение о том, что отказ от риска (*risk-off*) не может произойти аналогично той ситуации, которая была в марте 2020 г., с нашей точки зрения, представляется ошибочной. Напротив, с учетом всех вышеперечисленных факторов может возникнуть гораздо более опасная рефлексивная ситуация, когда волатильность начнет стремительно расти.

Главный фактор, который окажет сильное давление на рынки – это сильный поток гамма-хеджирования. Такая ситуация будет вызывать гораздо более глубокое падение фондового рынка. Доступ к покупкам защитных инструментов, в том числе опционов, в условиях реальной паники будет давить на дилеров, продолжающих увеличивать объёмы собственного хеджирования.

Если добавить к этому фактору глубину рынка и ликвидность, которые ухудшаются до беспрецедентного уровня в момент появления большого объёма предложения в книге заказов (*order book*), то ситуация может оказаться критической. Волатильность и ликвидность также асимметрично связаны между собой. Рост волатильности ведет к гораздо более глубокому падению уровня ликвидности на фондовом рынке.

Учитывая, что длинное позиционирование (*long position*) на рынке является сильно нехеджированным, существует возможность для сокращения доли заемных средств (*margin call*). Именно принудительные продажи могут способствовать глубокому падению американского фондового рынка. Хрупкость такой рыночной структуры создает беспрецедентную уязвимость для инвесторов и других участников рынка.

Считаем целесообразным предложить участникам рынка обратить внимание на наше исследование и учитывать полученную нами модель поведения рынка при планировании сделок и их хеджирования. При наступлении кризисных явлений необходимо учитывать перспективу лавинообразного развития кризиса, в том числе и по указанным нами направлениям.

## Заключение

Изучая конъюнктуру рынка, нами были определены факторы и механизмы, которые, вопреки финансовым показателям компаний, продолжают толкать вверх американские фондовые индексы. Некоторые факторы, в частности низкий объём открытого интереса у институциональных и профессиональных участников рынка, наталкивают на рассуждения о том, что данная ситуация может представлять искусственно созданный механизм, который позволяет поддерживать рост финансовых рынков. Изученные системные риски, которые связаны с ликвидностью, волатильностью и глубиной рынка, представляют серьезную угрозу для стабильности финансового сектора. Рассмотренная взаимосвязь этих показателей, которые непосредственно влияют на структуру рынка, показывает, что риски падения очень сильно недооцениваются многими участниками рынка. На основе проведенных расчётов мы видим в некотором роде замкнутый круг, который построен на увеличении и поддержании капитализации компаний, основанный за счет роста кредитного плеча у инвесторов и возросшем объёме торговли опционами. Он представляет собой системный риск, который невозможно будет устранить посредством количественного смягчения.

Текущая денежно-кредитная политика ведущих ЦБ заложила основу для морального риска и очень рискованных ставок, о чем свидетельствует рекорд по маржинальному долгу. По нашему мнению, чем выше коэффициент кредитного плеча, тем больше уязвимость финансовой системы в целом.

Кризис субстандартного кредитования был прекрасной иллюстрацией этой проблемы, поскольку в сентябре 2008 г. потребовалось всего 11 %-ное падение цен на жилье в США и 1,5-кратное увеличение уровня просрочек по ипотечным кредитам. Для системы с высокой долей заемных средств не обязательно нужен сильный сбой, чтобы вызвать значительные убытки и спровоцировать более серьезный кризис. При наступлении кризисных явлений необходимо учитывать перспективу лавинообразного развития кризиса, в том числе и по указанным нами направлениям и применять для этого соответствующие управленческие решения.

## СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Yardeni Research, Inc. Centrals banks monthly balance sheet // Yardeni inc., March, 2021. URL: <https://www.yardeni.com/pub/peacockfedecbassets.pdf> (дата обращения: 10.04.2021).

2. Yardeni Research, Inc. Corporate Finance Briefing: S&P vs. I/B/E/S Earnings // Yardeni inc., March, 2021. URL: <https://www.yardeni.com/pub/spvstr.pdf> (дата обращения: 10.04.2021).
3. John P. Hussman, February (2018) Measuring the Bubble. URL: <https://www.hussmanfunds.com/comment/mc180201/> (дата обращения: 03.04.2021).
4. Bocher R. (2020) Hyperion International Journal of Econophysics & New Economy. Vol. 13, Iss. 2: 45-50 (дата обращения: 05.04.2021).
5. U.S. Bureau of Economic Analysis, Gross Domestic Product [GDP], FRED, Federal Reserve Bank of St. Louis. URL: <https://fred.stlouisfed.org/series/GDP> (дата обращения: 03.04.2021).
6. FINRA, Margin Statistics. URL: <https://www.finra.org/investors/learn-to-invest/advanced-investing/margin-statistics> (дата обращения: 03.04.2021).

Поступила в редакцию 10.05.2021

Суетин Александр Николаевич, кандидат экономических наук, доцент,  
доцент кафедры «Финансы и цифровая экономика»  
ФГБОУ ВО «Удмуртский государственный университет»  
426034, Россия, г. Ижевск, ул. Университетская, 1  
E-mail: [ansuetin.udgu@gmail.com](mailto:ansuetin.udgu@gmail.com)

Пантюхин Егор Алексеевич, студент магистратуры  
Московская международная высшая школа бизнеса МИРБИС (Институт)  
109147, Россия, г. Москва, ул. Марксистская, 34 (корп. 7)  
E-mail: [skneo100mg@gmail.com](mailto:skneo100mg@gmail.com)

*A.N. Suetin, E.A. Pantuhin*

#### **REASONS FOR THE GROWTH OF THE US STOCK MARKET DURING THE CRISIS**

DOI: 10.35634/2412-9593-2022-32-1-80-87

This paper examines the reasons for the growth of the U.S. stock market in the context of the overvaluation of companies shares. Analysis of the S&P 500 Index's fair value assessment parameters shows an overestimation of the stock market's value. To understand the mechanism of asset price growth, three main indicators of market structure were considered - liquidity, volatility and market depth. Analysis of these indicators has led to an understanding of the processes that affect the value of financial sector assets. The growth of margin debt and the increase in the volume of call options trading in conjunction with the prevailing market conditions contribute to an increase of the U.S. stock market indices capitalization. To understand the systemic risks that can result from such a structure, the graph shows the correlation of indicators that show a direct correlation between volatility, liquidity, and market depth. First of all, the underestimation of systemic risks is due to the current Fed monetary policy. Most market participants rely on the alleged retaliatory action of regulators, which will be implemented immediately in case of emergencies. The problem described in this paper is one of understanding systemic risks, which can undermine the stability of the financial sector if they arise.

*Keywords:* equity market, liquidity, volatility, market depth, margin debt, options, quantitative easing, risk.

Поступила в редакцию 10.05.2021

Suetin A.N., Candidate of Economics, Associate Professor at Department of Finance and digital economy  
Udmurt State University  
Universitetskaya st., 1, Izhevsk, Russia, 426034  
E-mail: [ansuetin.udgu@gmail.com](mailto:ansuetin.udgu@gmail.com)

Pantyukhin E.A., graduate student  
Moscow International Higher Business School MIRBIS (Institute)  
Marksistskaya st., 34/7, Moscow, Russia, 109147  
E-mail: [skneo100mg@gmail.com](mailto:skneo100mg@gmail.com)