

Откат на фондовом рынке: что стоит за падением акций?



Donald J. Trump

@realDonaldTrump · 15h

TRUTH.

Пожалуйста, объясните губернатору Канады Трюдо, что, когда он введет пошлины против США, наши тарифы немедленно увеличатся на такую же сумму.

9.86k 16.3k 80k



Александр Шмыров
Заместитель Директора Департамента Торговых Идей

¹ Оригинальный текст поста Дональда Трампа в социальной сети Truth от 4 марта 2025 года: «Please explain to Governor Trudeau, of Canada, that when he puts on a Retaliatory Tariff on the US, our Reciprocal Tariff will immediately increase by a like amount!».

Наше мнение

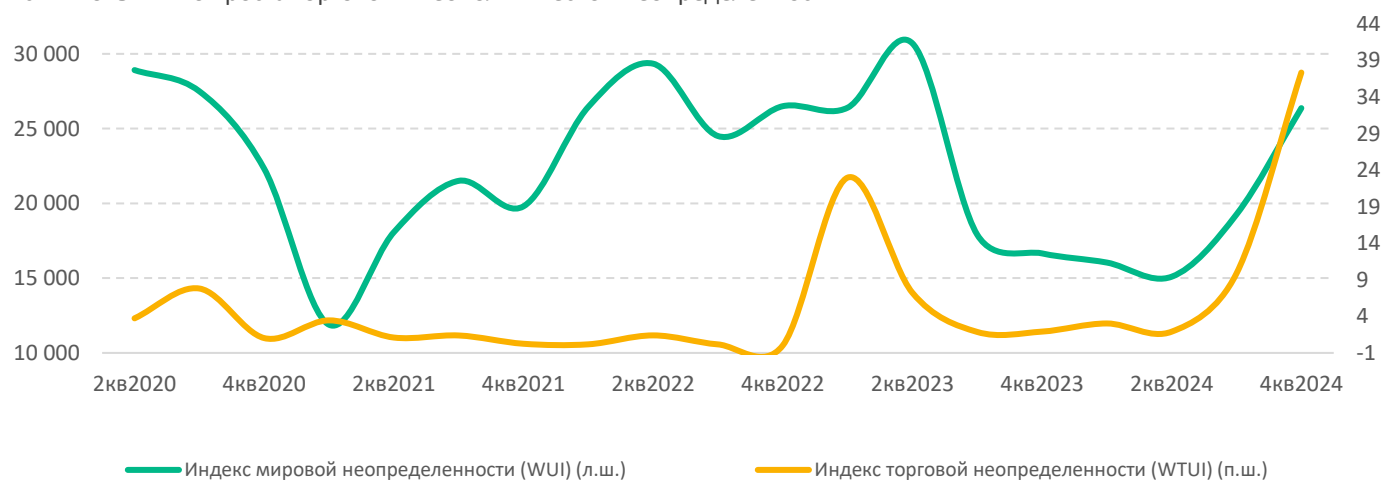
Оценка текущей ситуации

- Мы ожидаем продолжение волатильности в 2025 году из-за неопределенности в торговой политике США и новых тарифов. Следующей датой нового витка напряженности в связи с торговыми войнами выступает 2 апреля.
- Несмотря на негативный новостной фон, как показал опыт прошлого срока Трампа, рынок продолжал расти, а коррекции быстро выкупались. Положительная разница между 1-месячным и 3-месячным индексами VIX указывает на то, что текущее падение, вероятно, пришло к локальному завершению. Исторически, если рынок переживает падение на 12-15%, то это является хорошей возможностью для использования избыточной ликвидности в портфелях.
- Тарифы на Канаду, Мексику и Китай скорее повлияют на рост цен и увеличение издержек для производителей США. Мы считаем введение тарифов переговорами, а не неизбежностью, с возможностью отсрочки. Выиграют энергетический сектор и первичное производство (сталь, алюминий). Наоборот, пострадают нефтехимия, переработка металлов и автоиндустрия.
- Снижение прогноза роста экономики США на -2.4% выглядит малореалистичным. Мы незначительно снизили прогнозируемый рост ВВП в 1-2 кварталах 2025 года до уровня в 1.8-2.2% кв/кв (SAAR)². Падение потребительской уверенности отражает изменение ожиданий, но не текущую экономическую ситуацию.

Наши действия

- **Диверсификация портфеля:** Рекомендуем усиливать диверсификацию портфеля, учитывая текущую волатильность. Включение активов различных классов, секторов и географических регионов поможет сбалансировать риски и улучшить долгосрочные перспективы. В этой связи стоит обратить внимание и на рынок Еврозоны, учитывая складывающийся на рынке сентимент. Свой подробный взгляд мы изложили в отчете «Экономический пульс: Еврозона» (доступный по [данной ссылке](#)).
- **Технологии и ИИ:** Сильный рост спроса на вычислительные мощности для ИИ поддерживает долгосрочный рост. Мы сохраняем оптимизм относительно этого сектора, но мы придерживаемся того, что необходимо уходить от высокой концентрации в нем исключительно на американском рынке.
- **Энергетика:** Секторы транспортировки и хранения углеводородов выиграют от повышения тарифов.
- **Сталь и алюминий:** Эти отрасли получают выгоду от роста цен на внутреннюю продукцию.
- **Финансовый сектор:** Региональные банки и финансовые учреждения выигрывают от дерегуляции и налоговых льгот. Банки с сильными балансами и хорошей диверсификацией будут в приоритете.
- **Облигации:** Ждем возвращения доходности 10-летних казначейских облигаций в диапазон 4.35-4.5%, что является хорошей точкой для покупок.
- **Золото:** Золото остаётся эффективным хеджем от инфляции и геополитических рисков.

Рис. 1. Новый виток роста торговой и геополитической неопределенности



Источник: Ahir, H, N Bloom, and D Furceri (2022), "World Uncertainty Index", NBER Working Paper.

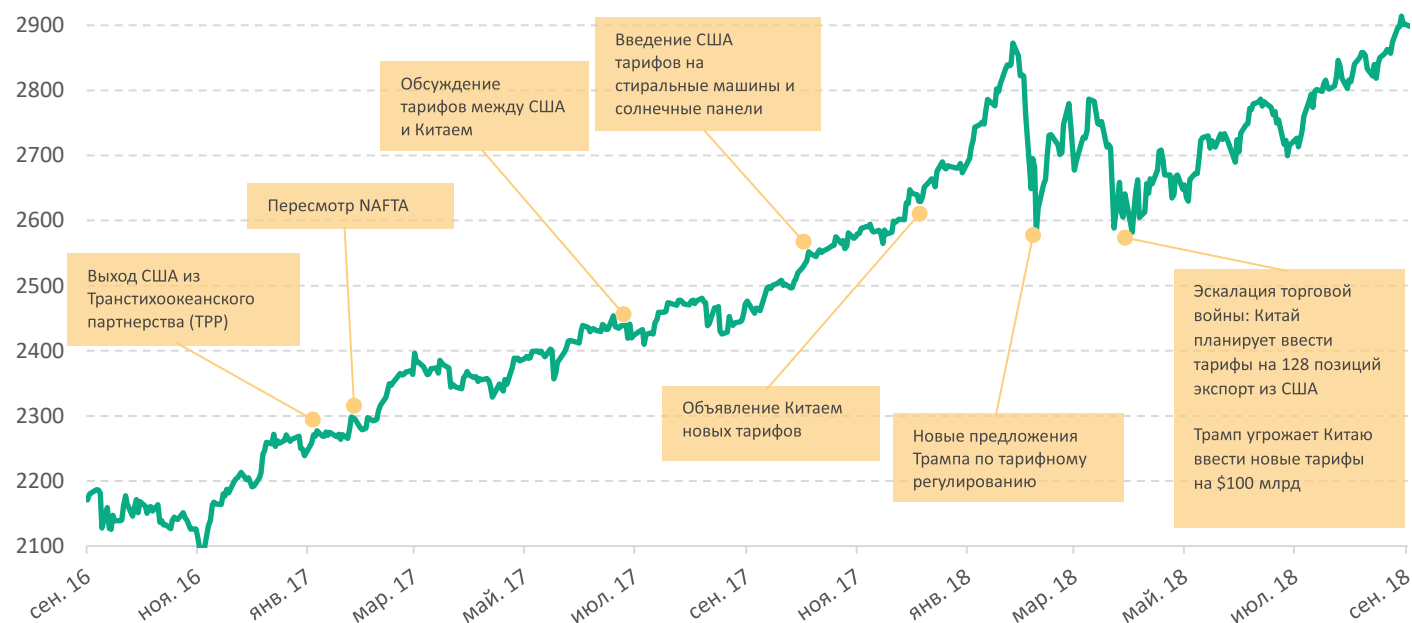
² SAAR (Seasonally Adjusted Annual Rate) — это скорректированный на сезонность годовой темп роста.

4 марта завершился срок отсрочки для вступления в силу тарифных ограничений на импорт из Канады и Мексики, что добавило негативных факторов на международные торговые площадки. Из-за давления со стороны акций крупных технологических компаний индекс S&P500 утратил весь прирост года, однако он всё ещё на ~7% выше уровня прошлого года. Опасения по поводу темпов роста экономики США (оценка темпов роста на первый квартал 2025 года от ФРБ Атланты была значительно снижена до -2.4% кв/кв (SAAR), а также неопределённость в торговой политике и ухудшение потребительского доверия стали причинами перераспределения ликвидности в менее рискованные активы. Как мы уже отмечали в предыдущих обзорах, вероятность технической коррекции на рынке мы оценивали как высокую. Эту коррекцию также поддерживает изменение риторики новой администрации США. Тем не менее, существует достаточно факторов, которые будут поддерживать экономику и рынки. Среди них остаются устойчивое состояние экономики, стабильный рынок труда, значительные расходы на искусственный интеллект, рост корпоративных прибылей и уже начавшийся ранее цикл снижения процентных ставок. Однако текущий год представляется достаточно волатильным, что обусловлено значительной неопределённостью как в политике, так и в торговых отношениях.

Торговые войны 1.0: как это было?

Сложно поспорить, что по опыту прошлого президентства Дональда Трампа волатильность на рынке повышается. Новостная повестка последнего времени касается тарифов, торговых войн, выходов из международных организаций и много другого. Предлагаем обратить внимание на то, что происходило в прошлый раз. На графике отображены ключевые события, связанные с эскалацией торговой войны между США и Китаем: они указывают на моменты, когда выходили важные новости о тарифах и переговорах. Как видно из динамики индекса S&P500 несмотря на весь негативный контекст рынок продолжал свой рост и практически все незначительные коррекции на рынке выкупались. После этого периода на рынках произошёл «чёрный лебедь»³ в виде COVID-19, но до этого, как наглядно видно общая динамика была положительной.

Рис. 1. Динамика S&P 500 в первые два года президентского срока Дональда Трампа



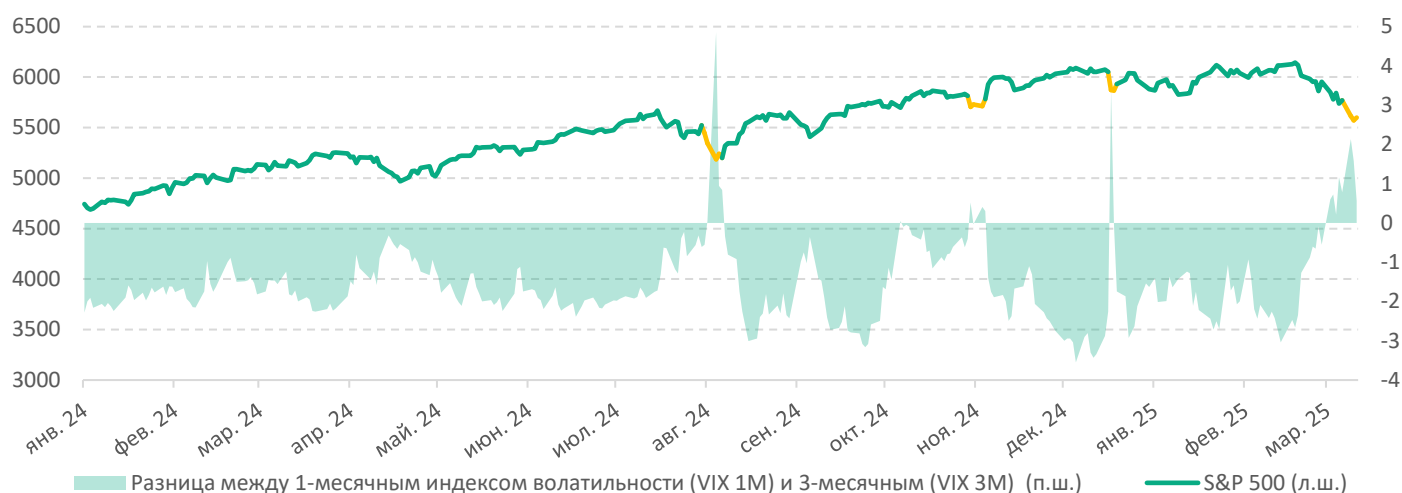
Источник: Bloomberg, Haly Finance

³ Чёрный лебедь — это концепция, введённая финансовым аналитиком и философом Нассимом Талебом в его одноимённой книге. Под этим термином подразумеваются непредсказуемые события, которые оказывают огромное воздействие на мир и на рынки, но воспринимаются как маловероятные до их наступления.

Как мы относимся к текущей коррекции?

Исходя из исторической динамики разницы между 1-месячным индексом волатильности (VIX 1M)⁴ и 3-месячным индексом волатильности (VIX 3M)⁵ можно отметить, что в случае положительного значения между ними подобные распродажи на рынках выкупались. Это происходит на рынке в связи с тем, что участники рынка ожидают повышенную волатильность в краткосрочном периоде, а не в среднесрочном. Также это является признаком того, что инвесторы считают текущее падение и неопределенность временным явлением, не ожидая существенного ухудшения ситуации в будущем. Однако важно помнить, что такие индикаторы, как VIX, лишь предоставляют информацию о текущем восприятии рисков на рынке и не гарантируют, что ситуация в будущем будет развиваться точно так же.

Рис. 2. Динамика индекса S&P 500 и разница между 1-месячным индексом волатильности и 3-месячным



Источник: Bloomberg, Halyk Finance

Как торговые пошлины меняют правила игры на мировых рынках?

Распродажи на рынках, наблюдавшиеся на прошлой неделе, были усилены заявлениями Дональда Трампа о том, что «переговоры с Канадой и Мексикой исчерпаны»⁶, и что он вводит дополнительные 10%-ные тарифы на импорт из Китая. Если дополнительные тарифные ограничения на Китай многие инвестиционные банки считали вполне вероятным развитием событий, то тарифы на Мексику и Канаду остаются под вопросом, поскольку их последствия окажут влияние как на страны, на которые будут наложены пошлины, так и на сами США. При этом мы полагаем, что Трамп может вновь отсрочить/заморозить введение тарифов, как это уже происходило ранее, либо прийти к какому-то новому соглашению, как это было во время его первого президентского срока (речь идет про замену соглашения NAFTA на USMCA)⁷. Это, к слову, стали подтверждать слухи о переговорах между Мексикой и Канадой на следующий день. Так, к примеру, следующей датой нового витка эскалации может выступить 1 апреля – день, когда должен быть опубликован отчет Торгового представительства США о «Недобросовестных практиках внешней торговли» (ранее на этой неделе мы отмечали это в нашем еженедельном обзоре долговых рынков, с которым вы можете ознакомиться по [ссылке](#)). Текущие тарифные ограничения для Мексики и Канады все еще выступают как часть переговорной тактики и могут носить временный характер, поскольку отсутствие точечного подхода, на который мы рассчитывали, может оказать негативное влияние на ряд американских отраслей, а также повлиять на инфляцию, что станет дополнительной проблемой для новой администрации.

⁴ VIX 1M (1-месячный индекс волатильности) — это индекс, который измеряет предполагаемую волатильность на фондовом рынке в течение следующего месяца. Он основывается на ценах опционов на индекс S&P 500, что позволяет инвесторам оценить, насколько они ожидают колебаний на рынке в ближайшем будущем.

⁵ VIX 3M (3-месячный индекс волатильности) — аналогично, этот индекс измеряет предполагаемую волатильность на рынке на более длительный период, в данном случае — на следующие 3 месяца.

⁶ «No govt left», в данном случае речь шла про Мексику и Канаду.

⁷ Переход от NAFTA к USMCA был частично обусловлен тарифными войнами, начатыми администрацией Трампа, которая считала, что старые условия соглашения были слишком выгодны Канаде и Мексике, в то время как США теряли в таких отраслях, как производство автомобилей и сельское хозяйство. Трамп использовал угрозу введения новых тарифов на товары из этих стран для давления на их правительства с целью пересмотра условий соглашения.

Таб. 1. Хронология Торговых войн 2.0

Статус	Страна	Описание
Действующий (от 4 февраля)	Китай	10% на весь импорт
Действующий (от 4 марта)	Мексика	25% на весь импорт
Действующий (от 4 марта)	Канада	25% на весь импорт
Действующий (от 4 марта)	Китай	10% на весь импорт (дополнительно)
Запланированный (12 марта)	Мир	25% на импорт алюминия и стали
Запланированный (1 апреля)	Мир	Торговое представительство США готовит отчет о «Недобросовестных практиках внешней торговли»
Запланированный (2 апреля)	Мир	Неустановленные тарифы на сельскохозяйственные продукты
Запланированный (2 апреля)	Мир	Неустановленные тарифы на фармацевтику и сопутствующие продукты
Запланированный (2 апреля)	Мир	Неустановленные тарифы на импортируемые автомобили
Запланированный (2 апреля)	Мир	Неустановленные тарифы на полупроводниковые чипы
Запланированный (2 апреля)	Мир	Неустановленные тарифы на Европейский союз
Планируемый	Мир	Министерство торговли начало изучение вопроса по введению тарифов на импорт меди
Планируемый	Мир	Министерство торговли начало изучение вопроса по введению тарифов на импорт пиломатериалов

Источник: ПИИЕ, Halyk Finance

По оценкам Бюджетной Лаборатории Йельского университета, эффективная тарифная ставка в США после вступления в силу указов от 4 марта повышает ее до уровней 40ых годов прошлого столетия. Если касаться отраслей, то логично предположить, что будут как «победившие», так и «проигравшие». Во-первых, повышение тарифных ставок приведет к росту цен на импорт, что может повысить спрос на локальное производство, о чем мы отмечали в «Стратегии инвестирования» (доступной по [данной ссылке](#), а также вы можете ознакомиться с [вебинаром](#)).

Рис. 3. Средняя эффективная тарифная ставка в США с 1790 года, доходы от таможенных пошлин в процентах от стоимости импортируемых товаров



Источник: Бюджетная Лаборатория Йельского университета

Кто может выиграть от новых торговых ограничений?

Goldman Sachs предполагает, что наибольшими выгодоприобретателями от новых тарифов будут отрасли, ориентированные на первичное производство, такие как сталь и алюминий, а также добыча нефти и газа. Эти сектора получают значительные выгоды, так как тарифы на импорт в этих отраслях вырастут больше, чем в других, что приведет к увеличению внутреннего производства и росту цен на продукцию, а также получают наибольшую защиту от конкуренции.

Кроме того, как мы отмечали в упоминаемой выше «Стратегии инвестирования», энергетический сектор, особенно компании, работающие в сегменте mid-stream (транспортировка и хранение углеводородов), также будет выигрывать. Эти компании стабильны и менее подвержены рискам в условиях глобальной экономической переменчивости. Они выигрывают от долгосрочных контрактов и устойчивого спроса на свои услуги, что делает их более привлекательными для инвесторов. В то же время, upstream-компании будут под давлением из-за замедления глобальной экономики и политики Трампа, ориентированной на стимулирование внутреннего производства.

В условиях стагфляции и неопределенности в экономике привлекательность для инвесторов будет иметь также финансовый сектор, особенно региональные банки и финансовые учреждения, которые выиграют от дерегуляции и налоговых сокращений. Кроме того, в выигрыше будут технологические компании, в частности те, кто работает в сфере полупроводников и оборудования для автоматизации и обработки данных. Эти компании будут продолжать пользоваться спросом на фоне роста технологий и искусственного интеллекта.

Кто может пострадать от торговых ограничений?

В то же время, отрасли, специализирующиеся на переработке стали и алюминия, а также производстве нефтехимической продукции, пострадают больше всего из-за роста производственных затрат. Эти сектора в значительной степени зависят от импорта сырья, и повышение тарифов на сырьевые материалы, такие как сталь, алюминий и нефть, значительно увеличит их производственные затраты. Это приведет к росту себестоимости, снижению маржинальности и, как следствие, уменьшению конкурентоспособности продукции.

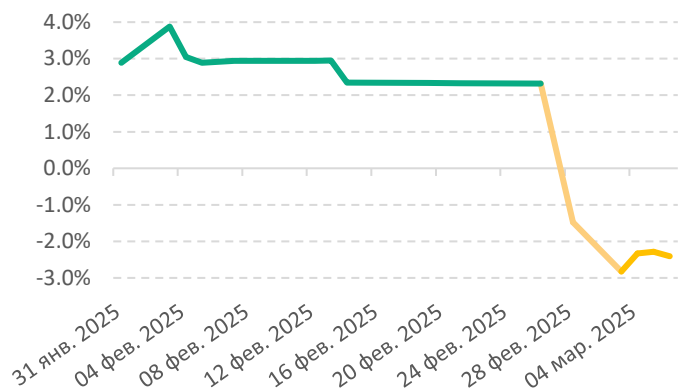
Сектор материалов также будет сталкиваться с трудностями, так как стабилизация инфляции на высоких уровнях приведет к росту издержек на производство материалов. Это особенно актуально в условиях слабого экономического роста и роста запасов сырья, что дополнительно усиливает давление на данный сектор.

В отношении сектора товаров вторичной необходимости, мы отмечаем, что эта отрасль может понести убытки из-за возможных изменений тарифной политики, так как она сильно зависит от импорта и имеет ограниченные возможности для повышения цен. Несмотря на это, компании, ориентированные на локальный рынок и с локализованным производством, могут воспользоваться преимуществами изменения политической ситуации и стимулирования внутреннего производства. Однако в таких отраслях, как автомобильная промышленность, возможные изменения тарифов на импортные компоненты и сами автомобили могут создать дополнительные трудности, несмотря на то, что мы считаем маловероятным значительное изменение эффективной ставки тарифов.

Почему прогнозы по экономике США могут оказаться слишком пессимистичными?

Как видно из динамики последнего времени на рынке облигаций, то можно отметить, что рынок больше обеспокоен ростом экономики нежели чем инфляцией. Это опасение усилилось после значительного снижения оценки темпов роста экономики США в первом квартале 2025 года до -2.4% кв/кв (SAAR) по версии ФРБ Атланты. Это снижение было вызвано неожиданным увеличением дефицита торгового баланса в январе, когда американские компании нарастили импорт в ожидании введения новых тарифов. Такое изменение в динамике торгового баланса привело к понижению прогноза ВВП ФРБ Атланты, что усилило медвежьи настроения, так как такие уровни роста были зафиксированы только в кризисный 2022 год.

Рис. 4. Темпы роста экономики США, кв/кв (SAAR)



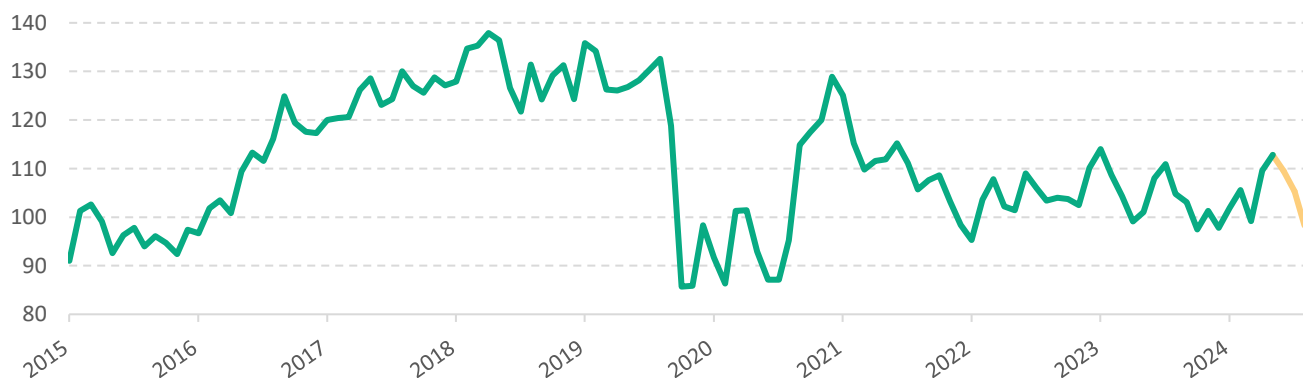
Источник: GDPNow, Atlanta FED

опубликован полный отчет по торговому балансу за январь. К слову, консенсус-прогноз аналитиков Bloomberg указывает на замедление темпов роста экономики до 1.6% кв/кв (SAAR), а аналогичная NOWCast модель Bloomberg Economics показывает замедление до 1.1% кв/кв (SAAR). Напомним, что первая официальная оценка ВВП США будет опубликована 30 апреля. Мы планируем пересмотреть наш прогноз по темпам экономической экспансии США после публикации данных по рынку труда на текущей неделе.

Что скрывается за падением потребительской уверенности в феврале?

Дополнительное влияние на рынки на прошлой неделе оказал опубликованное исследование от Conference Board о потребительской уверенности, которое показало значительное падение. По результатам февраля индекс снизился на 7 пунктов и достиг уровня 98.3 пункта. Такое сильное падение индекса было в основном спровоцировано резким ухудшением в субиндексе ожиданий (72.9 пункта против 82.2 пункта месяцем ранее) и падением субиндекса текущих бизнес-условий и рынка труда (136.5 пункта против 139.9 пункта месяцем ранее). Из интересного: (i) рост краткосрочных инфляционных ожиданий (6.0% против 5.2% месяцем ранее), (ii) ухудшение ожидаемой ситуации на рынке труда и финансовых условиях, (iii) высокая доля респондентов, ожидающих рецессию (об этом также свидетельствует значение субиндекса ожиданий ниже 80 пунктов). Однако, с другой стороны, увеличилась доля тех, кто оценивает текущие бизнес-условия как «хорошие». Планы потребителей по покупке жилья продолжают восстанавливаться, в то время как планы по покупке автомобилей и крупных товаров снизились. В целом наблюдается смена фокуса у респондентов: потребители начинают больше внимания уделять необходимым и досуговым потребностям (здравоохранение, кино, развлечение), а не путешествиям и стримингу. Все-таки на текущий момент пока мы наблюдаем именно изменение со стороны «мягких» данных. В свою очередь, «твердые» данные (напр., PCE) указывают на хоть и замедление потребление товаров длительного пользования, но они все еще выше, чем среднее значение за последний год.

Рис. 5. Индекс потребительской уверенности от Conference Board



Источник: Bloomberg

⁸ NOWCast модель — это экономическая модель, которая используется для быстрого и точного прогноза текущего состояния экономики в реальном времени. В отличие от традиционных экономических моделей, которые часто опираются на данные за прошлые кварталы или месяцы, NOWCast фокусируется на более оперативных индикаторах, таких как еженедельные и ежедневные данные. Она позволяет оценить, как экономика ведет себя в данный момент, основываясь на новейших доступных данных.

Приложение к отчету

Приложение 1. Наше мнение: сравнение компаний «стоимости» и «роста»

	Уменьшение экспозиции	Нейтральный взгляд	Увеличение экспозиции
US Value Stock		○ ⁹	
US Growth Stock		○	

Приложение 2. Наше мнение: сравнение компаний с различной капитализацией

	Уменьшение экспозиции	Нейтральный взгляд	Увеличение экспозиции
US large-cap			● ¹⁰
US mid-cap			●
US small-cap		○ ¹¹	

Приложение 3: Наше мнение: выбор секторов

Сектор экономики	Уменьшение экспозиции	Нейтральный взгляд	Увеличение экспозиции
Энергетический			●
Материалов	● ¹²		
Промышленность			●
Технологический и компании, работающие в сфере интернета			●
Финансовый			●
Товаров первой необходимости		○	
Товаров вторичного спроса			● ¹³
Коммунальный			●
Здравоохранения	● ¹⁴		

⁹ Нейтрально позитивный.

¹⁰ Умеренно позитивный.

¹¹ Умеренно негативный.

¹² Умеренно негативный.

¹³ Умеренно позитивно.

¹⁴ Умеренно негативный.

2025 АО «Halyk Finance» (далее – HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2025, все права защищены.

Департамент торговых идей

E-mail
dti@halykfinance.kz

Департамент продаж

E-mail
sales@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
A05A1B4, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 331 59 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg
HLFN
Thomson Reuters
Halyk Finance
Factset
Halyk Finance
Capital IQ
Halyk Finance