

# PANIC MONDAY

Обвал на рынке акций:  
что стоит за резким снижением?



Александр Шмыров  
Заместитель Директора Департамента Торговых Идей

Кыстаубаев Куаныш  
Главный аналитик рынка долговых инструментов

5 августа 2024 года

Сегодня мы стали свидетелями одной из самых масштабных распродаж за последние годы. Торговая сессия на японском рынке закрылась значительным падением. Основной индекс Nikkei 225 снизился на 12.4%, завершив день на отметке 31 458.42 пунктов. Это падение стало результатом множества факторов, включая опасения по поводу дальнейшей экспансии экономики США, изменение денежно-кредитной политики Банка Японии (BOJ), а также массовое закрытие позиций в рамках керри-трейда между долларом США и японской йеной, что спровоцировало резкую волатильность на рынках<sup>1</sup>. Совокупность данных событий привела к росту индикатора страха (VIX) в моменте на 168%.

## США

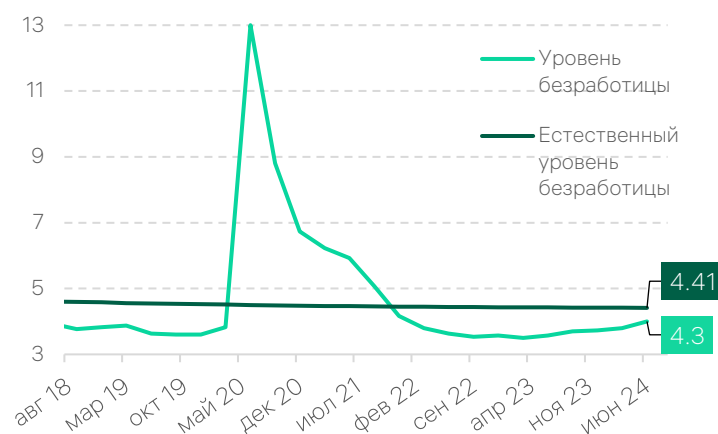
Еще в пятницу на прошлой неделе мы могли наблюдать резкое снижение рынков после публикации более мягкого отчета о занятости, в котором уровень безработицы вырос до самого высокого значения с 2021 года (4.3%). Кроме того, занятость в несельскохозяйственном секторе в июле выросла всего на 114 000, что значительно ниже ожиданий в 175 000. Помимо прочего, число людей, работающих неполный рабочий день по экономическим причинам (employment level – part-time for economic reasons), достигло самых высоких значений с 2021 года, а уровень средней почасовой зарплаты вырос меньше ожиданий. Все это вкупе усилило опасения по поводу перспектив экономического роста в США, которые возникли после увеличения числа первичных обращений за пособием по безработице и слабого производственного отчета от ISM. Рынок труда был долгое время «фундаментом» устойчивости экономики, но в последнее время он показывает некоторые признаки ослабления.

Цепочка вышеописанных событий спровоцировала переоценку вероятности снижения процентных ставок в США на сентябрьском заседании до 98%, и на 125 бп (по нижней границе диапазона) до конца текущего года. В какой-то момент вероятность экстренного снижения ставки ФРС в течении недели достигала 60%. Это могло бы стать первым подобным шагом со стороны регулятора с марта 2020 года.

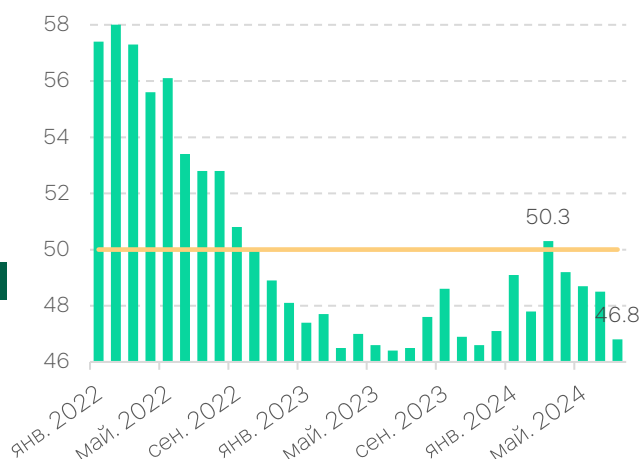
### Текущий уровень безработицы: временные изменения или структурные проблемы?

Последние опубликованные данные по рынку труда мы не относим к сильной смене парадигмы в макроэкономической ситуации в США. Если говорить о двойном мандате ФРС США<sup>2</sup>, то уровень безработицы все еще находится ниже естественного уровня безработицы (NAIRU)<sup>3</sup>. Таким образом, его рост на текущий момент не должен сильно пугать инвесторов, так как основная причина этого заключается в отставании найма от сильного всплеска рабочей силы в результате иммиграционной волны. Однако, мы солидарны с точкой зрения относительно «сложной» ситуации в промышленном секторе США, что подтверждается негативными данными со стороны выходящих PMI Manufacturing от ISM.

Уровень безработицы (г/г) и естественный уровень безработицы (NAIRU)



Индекс деловой активности США: промышленный



Источник: Bloomberg

<sup>1</sup> Также мы хотели бы отметить, что текущая коррекция по рынку США началась еще с 11 июля и позже была подкреплена неоднозначным отчетом Alphabet. Инвесторы отрицательно отреагировали на растущие расходы компании на ИИ без каких-то значимых успехов от внедрения технологии.

<sup>2</sup> Двойной мандат ФРС (Федеральной резервной системы) означает, что центральный банк США имеет две основные цели, которые он должен учитывать при формировании и реализации монетарной политики. Эти две цели включают: максимальный уровень занятости, при котором рабочая сила используется максимально эффективно, учитывая структурные и фрикционные аспекты рынка труда, а также обеспечение стабильности уровня цен для долгосрочного экономического роста.

<sup>3</sup> NAIRU (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment) — это уровень безработицы, при котором инфляция остается стабильной или не ускоряется. NAIRU является оценкой того уровня безработицы, который считается оптимальным для экономики, чтобы не допустить роста инфляции из-за избыточного спроса на рабочую силу. Когда уровень безработицы находится на уровне NAIRU, экономика считается находящейся в равновесии между предложением и спросом на трудовые ресурсы. NAIRU играет важную роль в монетарной политике и позволяет центральным банкам принимать решения о необходимости регулирования уровня безработицы для стабилизации инфляции.

Недавнее решение регулятора в Японии повысить ставку на 15 базисных пунктов (до 0.25%) усилило распродажи на рынках. Помимо прочего, Банк Японии намекнул на возможность ее дальнейшего повышения, что вызвало продолжение тенденции на укрепление иены по отношению к доллару. Вышеперечисленное оказало существенное негативное давление на японские акции, которые в большинстве своем ориентированы на экспорт. В связи с тем, что индексы разных стран коррелируют между собой, негативное настроение инвесторов распространилось в том числе на Европу и США. Со своей стороны мы хотели бы отметить, что негативное влияние на керри-трейд, о котором пестрят большая часть мировых СМИ, может быть ограничена. Это связано с тем, что на текущий момент реальная ставка в Японии все еще остается отрицательной, а в США она находится в положительной зоне.

Наше мнение

**Макроэкономические данные и рыночная динамика: взгляд наперед.**

Подводя итог, мы хотели бы отметить, что текущая коррекция рынка была в рамках наших ожиданий. Индекс S&P на протяжении долгого времени демонстрировал высокую доходность, подкрепленную сильными макроэкономическими данными. Мы будем пристально следить за развитием данной ситуации, однако **подобные панические распродажи, как правило, выкупаются рынком**. Дальнейшая его динамика, как мы ожидаем, может быть подкреплена негативом со стороны публикуемых макроэкономических данных: замедление темпов роста ВВП США вкупе с замедлением темпов роста инфляции (наш базовый сценарий). Дополнительно мы отмечаем, что в период **между августом и сентябрем рыночная волатильность, как правило, склонна к росту** в связи с сезоном отпусков и низкой ликвидностью на рынках. Она также будет подкреплена президентской гонкой в США и геополитической нестабильностью.

Поэтому, мы **отдаем предпочтение качественным именам со стабильным балансом**. Диверсификация портфеля акций играет ключевую роль на текущем рынке. В условиях сегодняшней макроэкономической конъюнктуры мы выделяем несколько ключевых секторов для инвестирования, включая здравоохранение, товары первой необходимости, коммунальные услуги, недвижимость, а также коммуникации и технологии.

	● <sup>4</sup>	○	●	Large vs Mid vs Small Caps
US large-cap			●	На основе анализа текущей доли убыточных компаний, разбитых на категории малой, средней и крупной капитализации, по оценкам JP Morgan, на начало лета 2024 года только 10% компаний крупной капитализации остаются убыточными, в то время как в сегментах средней и малой капитализации этот показатель составляет 20% и 42% соответственно. Исторический анализ показывает, что компании с малой капитализацией демонстрируют наибольшую уязвимость в периоды экономических кризисов, как это было во время «краха доткомов» («Dot-com bubble»), финансового кризиса 2007-2008 годов и кризиса, вызванного COVID-19. Текущая доля неприбыльных компаний как в сегменте крупной, так и средней капитализации, при сравнении с указанными периодами, существенно лучше, что указывает на их устойчивость в текущих экономических условиях. В свою очередь компании малой капитализации остаются наиболее уязвимыми. Текущая доля убыточных компаний среди них сравнима с периодом краха доткомов. Кроме того, мы отмечаем крайне низкий текущий коэффициент покрытия процентов для компаний малой капитализации, среднее значение которого на историческом горизонте за период с 1998 по текущий момент составляло около 2. В свою очередь, компании средней и крупной капитализации чувствуют себя в этом плане гораздо лучше.
US mid-cap			●	
US small-cap		○		Учитывая вышесказанное, мы отдаем предпочтение компаниями средней и крупной капитализации исходя из нашего базового сценария на второе полугодие 2024 года, который предполагает замедление темпов экономического роста на фоне замедления темпов роста инфляции. Дополнительно мы признаем, что компании малой капитализации характеризуются более высоким бета коэффициентом и крайне привлекательными оценками. Однако, учитывая потенциальные риски, связанные с инвестированием в них, мы предпочитаем уделить этим компаниям гораздо меньше внимание при аллокации.

<sup>4</sup> ● – underweight, ○ – neutral, ● – overweight.

Value vs Growth

	●	○	●
US Value Stock		○	
US Growth Stock		○	

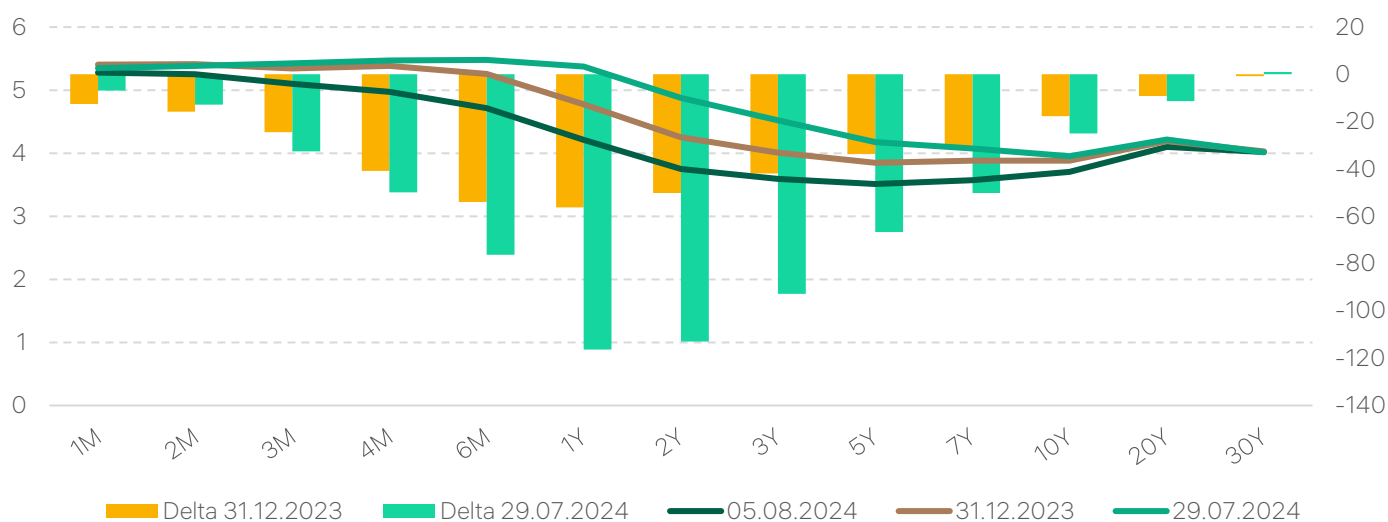
При распределении активов между Value- и Growth- компаниями, то в данном случае мы придерживаемся нейтрального взгляда по обеим группам. В течение последних 12 месяцев акции «роста» показали опережающую динамику, поддерживаемую интересом к искусственному интеллекту и потенциальной прибыли от его имплементации. Однако данная группа, которая долгое время находилась в лидерах роста, начинает все меньше оправдывать завышенные ожидания рынка относительно отдачи от инвестиций в искусственный интеллект. Исходя из складывающейся макроэкономической конъюнктуры мы считаем важным соблюдение баланса между акциями «роста» и «стоимости». Поэтому мы придерживаемся нейтрального взгляда по обеим группам.

Дополнительно мы отмечаем, что согласно классической экономической теории, повышение процентных ставок в меньшей степени оказывает негативное влияние именно на акции «стоимости». Низкие процентные ставки стимулируют экономический рост, способствуют увеличению инвестиций и поддерживают высокую доходность акций «роста», так как доступ к дешевому капиталу поддерживает их экспансию. В случае увеличения стоимости заимствований противоположная когорта компаний демонстрирует лучшую динамику, так как они обычно отличаются более стабильным бизнесом. Подтверждение этому мы наблюдаем и по данным JP Morgan. Аннуализированная доходность акций «стоимости» в периоды высокой доходности по 10-летним казначейским облигациям США (>4%) опережает доходность акций «роста». Однако сейчас мы наблюдаем некоторое расхождение, так как отношение forward P/E акций «стоимости» к акциям «роста» начиная с конца 2021 года снижается и на конец мая 2024 года достигло значения в 0.58 (при среднем значении с 1997 года по текущий момент 0.71).

## Казначейские облигации США

За последние две недели доходности по UST скорректировались. Самые большие движения были на ближнем и среднем участках (от 1 года до 7 лет), где падение составило 50-116 бп. Ралли на рынке казначейских облигаций можно объяснить двумя причинами: (1) Поступающие макроданные (2) и «flight to quality», так называемое бегство капитала в надежные активы.

Кривая UST и ее изменение



Источник: Bloomberg

Выход данных по безработице, который сложился выше ожиданий (4.3% против ожиданий в размере 4.1%), стал триггером падения доходностей за последнюю неделю. Стоит отметить, что на последнем заседании ФРС, председатель американского центрального банка, Джером Пауэлл заявил о том, что теперь будет балансировать оба мандата, подразумевая, что риски более высокой инфляции и слабого рынка труда сбалансированы. После более слабой статистики, которая вышла в пятницу (2-августа), многие рыночные участники пересмотрели свои ожидания относительно траектории снижения ставки ФРС. Фьючерсы на ставку ФРС с экспирацией в декабре 2024 торгуются с доходностью 4.24% (-52 бп за неделю), то есть предполагают снижение ставки на 107 бп с текущих уровней.

Фьючерсы на ставку ФРС с экспирацией в дек'24



Источник: Bloomberg

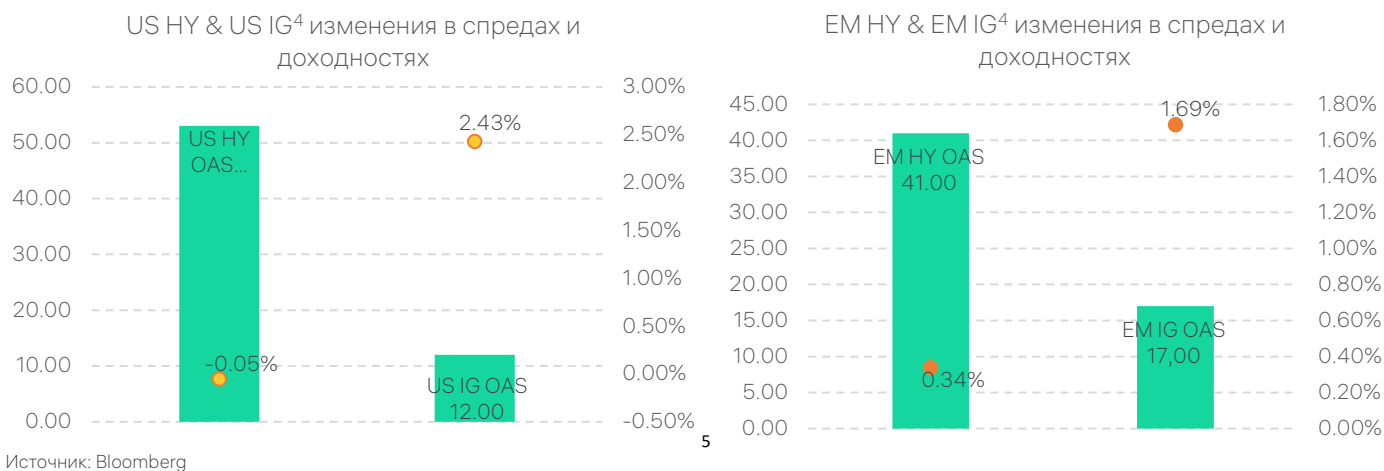
## Наше мнение

### Потенциал снижения доходностей: фокус на средний и дальний участки кривой.

В связи с последними событиями, мы сохраняем негативный вью на ближний конец кривой, поскольку инвестор будет иметь риск рефинансирования по коротким бумагам – потенциальное снижение ставки ФРС делает ближний участок непривлекательным. Ранее мы говорили, что у нас нейтральный взгляд на дюрацию и мы его сохраняем – дальний конец упал прилично и потенциал для дальнейшего снижения доходностей остается ограниченным. Также мы меняем взгляд с позитивного на нейтральный по среднему участку – данный участок benefited за последнюю неделю больше остальных и дальнейшее снижение доходностей остается под большим вопросом.

## Корпоративные облигации

Корпоративные облигации подтверждают нашу гипотезу о том, что произошел «flight to quality». За последнюю неделю спред (OAS) по HY индексам (US HY & EM HY) расширился на 53 бп и 41 бп, соответственно, а на фронте бумаг инвестиционного уровня спреда тоже расширились, но в меньшей степени – US IG на 12 бп, EM IG на 17 бп. То есть инвесторы больше распродавали те бумаги, где риск выше. Данное расширение спредов не сопровождается ростом числа дефолтов или существенным ухудшением кредитного качества эмитентов, поэтому мы считаем, что можно увеличить долю HY бумаг в портфеле. Нам больше нравятся бумаги EM HY, поскольку в этих классах в среднем спреды шире, чем в US HY (спреды находятся на исторических минимумах несмотря на недавнее расширение).



<sup>4</sup> HY (High Yield) – это термин, обозначающий высокодоходные облигации, выпущенные компаниями с низким кредитным рейтингом. Эти облигации предлагают более высокие ставки купонов, чтобы компенсировать инвесторам повышенные риски дефолта по сравнению с облигациями инвестиционного уровня. Обычно HY облигации имеют рейтинги ниже BBB- (S&P) или Baa3 (Moody's).

IG (Investment Grade) – это термин, относящийся к облигациям, которые имеют высокий кредитный рейтинг и считаются более надежными для инвестирования. Эти облигации характеризуются более низкими доходностями по сравнению с высокодоходными облигациями, так как риск дефолта по ним существенно ниже. IG облигации имеют рейтинги BBB- и выше (S&P) или Baa3 и выше (Moody's).

Приложение 1. Динамика доходности различных секторов США<sup>6</sup>

Сектор экономики	ETF	7Д Δ	1М Δ	YTD Δ	3Г Δ	1Г Δ
Сырьевой сектор	XLB	-3.64%	3.36%	3.36%	3.36%	3.36%
Сектор коммуникаций	XLC	-1.65%	-1.53%	-1.53%	-1.53%	-1.53%
Сектор товаров длительного пользования	XLY	-7.45%	-5.58%	-5.58%	-5.58%	-5.58%
Сектор товаров первой необходимости	XLP	-0.9%	3.51%	3.51%	3.51%	3.51%
Сектор энергетики	XLE	-5.34%	-3.00%	-3.00%	-3.00%	-3.00%
Финансовый сектор	XLF	-5.37%	0.91%	0.91%	0.91%	0.91%
Сектор здравоохранения	XLV	-1.57%	4.47%	4.47%	4.47%	4.47%
Сектор промышленности	XLI	-4.05%	1.25%	1.25%	1.25%	1.25%
Технологический сектор	XLK	-7.69%	-10.63%	-10.63%	-10.63%	-10.63%
Сектор коммунальных услуг	XLU	1.88%	9.11%	9.11%	9.11%	9.11%
Сектор недвижимости	XLRE	0.68%	9.58%	9.58%	9.58%	9.58%

Источник: Bloomberg

<sup>6</sup> Данные обновлены на момент публикации.



2024 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».

© 2024, все права защищены.

**Департамент торговых идей**

**E-mail**  
[dti@halykfinance.kz](mailto:dti@halykfinance.kz)

**Департамент продаж**

**E-mail**  
[sales@halykfinance.kz](mailto:sales@halykfinance.kz)

**Адрес:**

Halyk Finance  
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж  
А05А1В4, Алматы, Республика Казахстан  
Тел. +7 727 331 59 77  
[www.halykfinance.kz](http://www.halykfinance.kz)

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