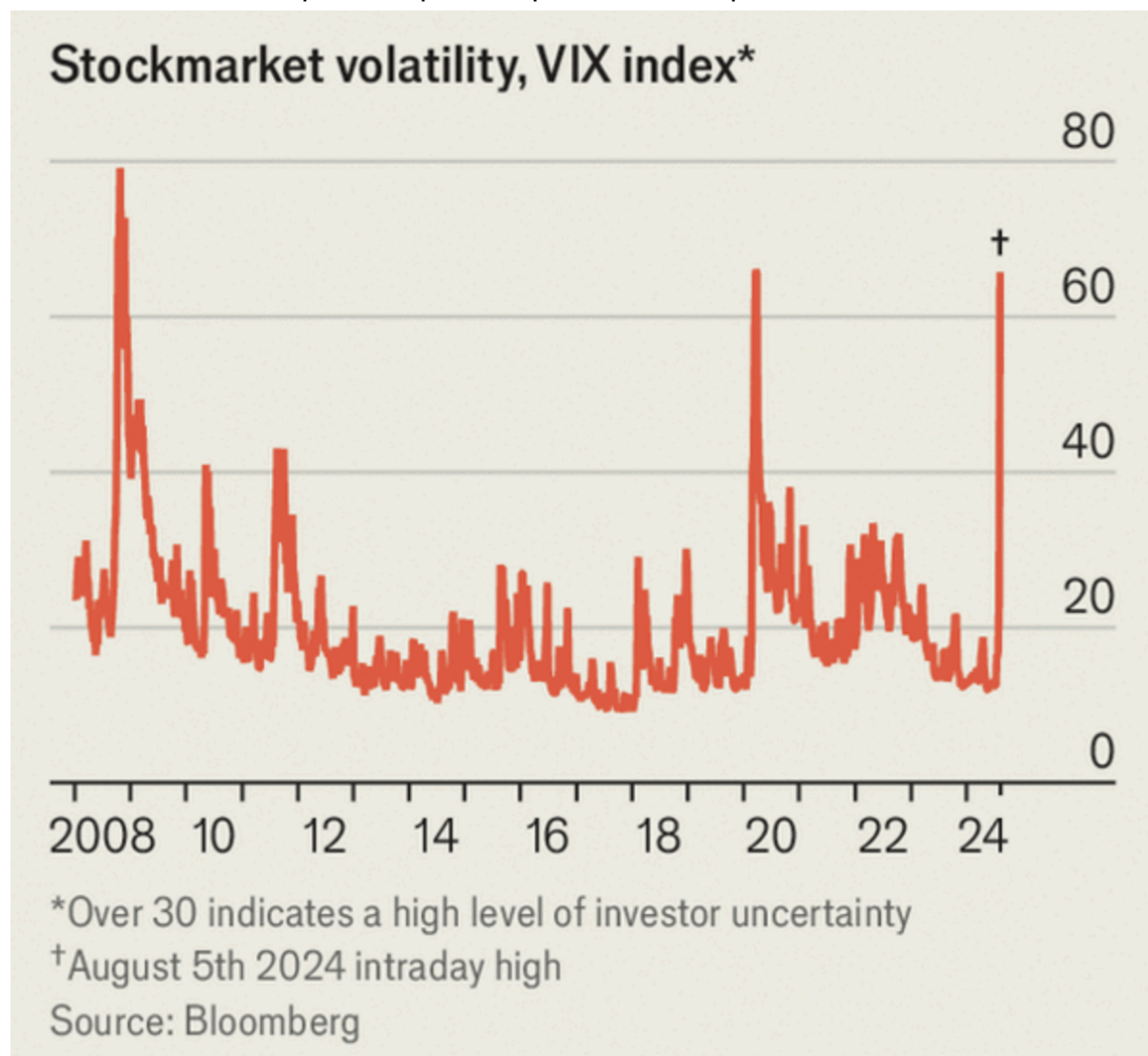


Прошедшая неделя (в начале августа) рискует стать исторической. Американский рынок после резкого падения в понедельник так же быстро отскочил, а инвесторы отделались легким испугом. Но эти качели могут спровоцировать более серьезные последствия. Рассказываем, что на самом деле привело к падению рынков, какие у этого могут быть долгосрочные последствия и что стоит делать инвесторам.

Что произошло на рынках

Насколько экстраординарными были события на рынках в начале недели, хорошо видно на графике VIX. Этот «индекс страха» на основе цен опционов показывает ожидаемую в ближайшие 30 дней волатильность на американском фондовом рынке. Индекс в этот день превысил 60 пунктов — такой уровень он достигал только во время мирового финансового кризиса.

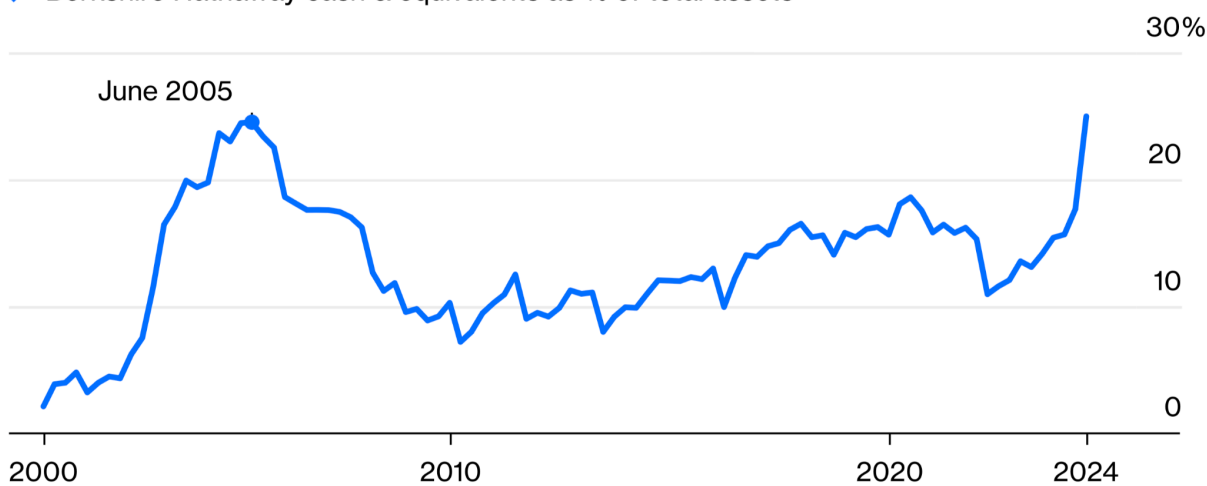


Впечатляет и скорость такого скачка: предыдущие максимумы достигались с гораздо более высоких уровней. В понедельник дневной скачок оказался максимальным с начала подсчетов в 1990 году (подробнее о причинах и важности этого — в отдельной главе).

Причины падения рынков в начале недели уже довольно подробно описаны во многих источниках: это сворачивание операций керри-трейд из-за подорожания иены вследствие роста ставок и «ястребиных» сигналов Банка Японии, а также слабые данные по рынку труда в США, которые увеличили опасения по поводу наступления рецессии. Подробно об этом мы написали [здесь](#). Позже участники рынка [начали обсуждать](#) три других фактора, которые также могли повлиять на рынки в понедельник:

- продажа Berkshire Hathaway большого числа акций Bank of America и Apple: это, по мнению участников рынка, может говорить о том, что Уоррен Баффетт ждет его падения. В результате доля наличных в портфеле Berkshire превысила даже показатели 2005 года;

— Berkshire Hathaway cash & equivalents as % of total assets



- сдувание хайпа вокруг ИИ, чему способствовали отчеты бигтехов на прошлой неделе. Они показали, что компании все еще довольно мало зарабатывают на технологии, но зато очень много на нее тратят;
- рост рисков войны между Израилем и Ираном после убийства лидера «Хамаса» Исмаила Хании в Тегеране;
- традиционно более низкая ликвидность в августе.

Некоторые из этих факторов можно оспорить.

- Например, количество созданных в июле рабочих мест оказалось хуже ожиданий, но это можно частично [объяснить](#) сезонностью, отпусками и разовыми факторами, а также ростом предложения рабочей силы.
- Безработица в 4,3% и близко не соответствует, например, значениям 2008-го, когда она составляла 10%. Кто-то обращает внимание на то, что

только за две недели до обвала данные по американской экономике значительно превзошли ожидания.

- Баффетт анонсировал продажи еще в мае на собрании Berkshire Hathaway из-за ожиданий роста налогов на прирост капитала в условиях сильного дефицита бюджета.
- А рост рисков войны на Ближнем Востоке раньше практически никак не сказывался на рынках.

Бурная реакция инвесторов в начале недели, вероятно, связана главным образом с тем, что до этого на рынках царил чрезмерный оптимизм. Июльский опрос управляющих глобальными фондами, [проведенный](#) Bank of America, показал высокую степень уверенности в мягкой посадке мировой экономики (ее ожидали 68% опрошенных). Вероятность жесткой посадки оценивалась всего в 11%. Ставка на бигтехи уже давно является самой густонаселенной.

Даже после обвала этой недели ожидания по поводу будущего американской экономики на самом деле радикально не изменились. Например, JPMorgan [повысил](#) вероятность наступления рецессии в США к концу этого года с 25% всего до 35%. При этом экономисты сохранили оценку вероятности рецессии ко второй половине 2025 года на уровне 45%. Goldman Sachs [повысил](#) вероятность рецессии в следующем году с 15% до 25%.

Много внимания участники рынка и аналитики уделили «правилу Сам», выведенному бывшим экономистом ФРС, а ныне колумнистом Bloomberg Клаудией Сам. Согласно этому правилу, если скользящее среднее уровня безработицы за последние три месяца превышает минимум (из трехмесячных скользящих средних) за последние 12 месяцев на 0,5 процентных пункта или больше, это указывает на начальную стадию рецессии. Последние данные по безработице активировали это правило. Однако сама Сам [считает](#), что это может быть ложным срабатыванием. Прошлые показатели не гарантируют будущих результатов, поскольку показатель может быть искажен пандемией, объясняет она.

Но, принимая решение о продажах в понедельник, участники рынка не могли не учитывать, что акции стоят дорого — как относительно безрисковых активов, так и исторических средних показателей. По индексу Шиллера — с учетом и без учета уровня ставок — оценки акций стремительно приближались к показателям пузыря доткомов и уже превзошли показатели 1929 года. Об этом мы [рассказывали](#) две недели назад.

Без завышенных ожиданий и оценок такое сильное падение вряд ли стало бы возможным. Все это делает рынки уязвимыми к любым, даже незначительным негативным новостям, [отмечали](#) в Man Institute на прошлой неделе, еще до

выхода данных по рынку труда. Но, помимо новостей и психологии рыночной толпы, есть еще один фактор, который мог сыграть решающую роль.

Что на самом деле могло вызвать такие потрясения

За такими серьезными движениями на рынках, как в начале недели, может стоять один недооцениваемый фактор: влияние структурированных продуктов, квантовых фондов и даже частных инвесторов, покупающих опционы, [отмечает](#) обозреватель Bloomberg Пол Дэвис, а также еще несколько комментаторов издания. Вместе они помогают подавлять волатильность на рынках, когда дела идут хорошо, но, когда случается внезапный триггер, рыночное падение начинает ускоряться по спирали.

О том, почему индекс волатильности остается на низком уровне и почему это вызывает опасения рынков, мы [рассказывали](#) в марте 2024 года. Речь шла о двух возможных причинах низкого значения VIX: опционах с нулевым сроком до истечения (zero day to expire, 0DTE) и структурных продуктах. Классическим примером такого продукта является так называемый «покрытый колл», подразумевающий покупку индекса S&P 500 и одновременную продажу месячного опциона колл на индекс.

Влияние структурных продуктов на VIX связано с тем, как дилеры (банки) хеджируют свои риски по этим продуктам. Когда банки выпускают структурный продукт с покрытым коллом, они по сути покупают опцион у инвестора. Чтобы снизить для себя риски волатильности, дилеры покупают индекс, когда он идет вниз, и продают, когда он идет вверх. Такая практика называется «динамическим» или «дельта-хеджированием». Таким образом, дилеры подавляют волатильность в базовом активе, которым все чаще является индекс акций (тот же S&P 500). Это снижает для них стоимость страховки от резкого изменения индекса.

Рост объема выпуска инструментов, которые являются ставкой на снижение волатильности, создает замкнутый круг: они популярны, потому что волатильность низка, а рынки спокойны, потому что растет объем структурных продуктов. Это работает до определенного момента, пока что-то не сломается. Подробнее об этом можно почитать [здесь](#).

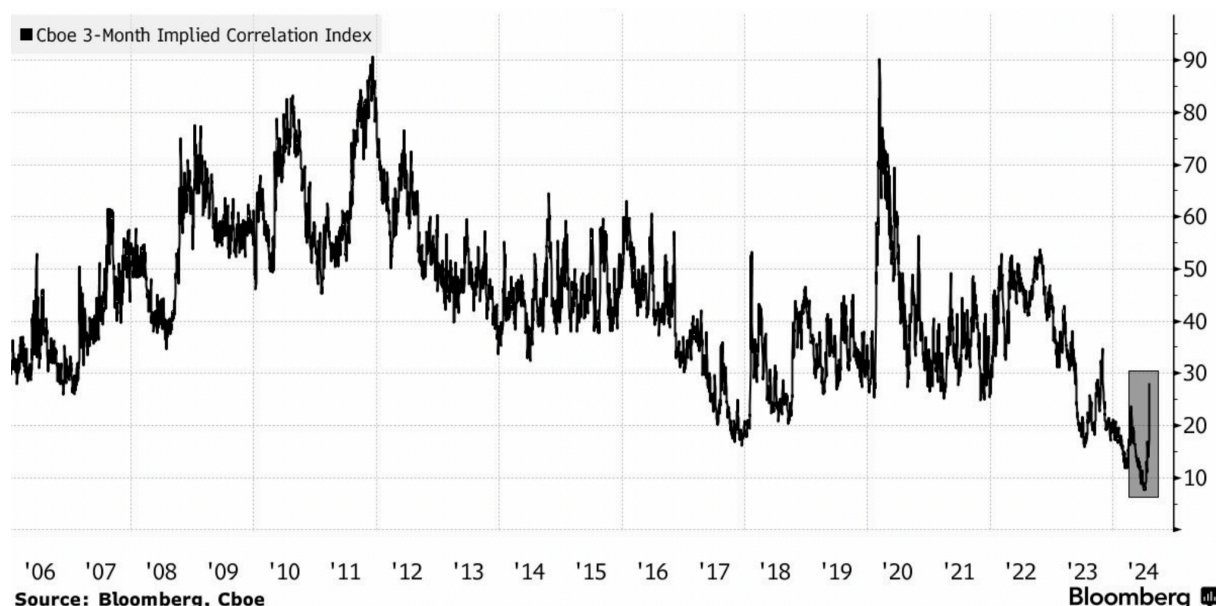
На рынках есть множество и других стратегий, которые могли усугубить ситуацию. Например, так называемые стратегии риск-премии, отмечает Дэвис. Они предполагают торговлю опционами с целью использования разницы в ценах в результате неэффективности рынка. Или так называемые [дисперсионные трейды](#). Мы тоже рассказывали о них: ставка в этом случае делается на разницу в волатильности между индексами и отдельными акциями благодаря нескольким «слоям» опционов. Инвесторы получают доход, если

волатильность акции превосходит рыночную. Популярность этого трейда в последние месяцы росла в том числе потому, что технологические акции двигались сильнее, чем индекс.

При этом негативное влияние нескольких инструментов исходит не только от самих стратегий, но и от хеджирования, осуществляемого дилерами, которые занимают противоположную сторону в этих сделках. Когда гамма-экспозиция дилеров к стоимости опционов становится отрицательной, что происходит ниже определенных уровней цен на акции, им приходится продавать активы на падающем рынке.

Данных, которые позволили бы оценить, действительно ли различные стратегии, зависящие от волатильности, повлияли на падение рынков в понедельник, нет. Объем всех ставок против роста волатильности неизвестен: многие транзакции происходят напрямую между трейдинг-десками — и данные по ним недоступны. Но некоторые аналитики [считают](#), что дело именно в них.

По [оценкам](#) Citigroup, активы в дисперсионной стратегии могли утроиться за последние три года. На прошлой неделе индекс предполагаемой в ближайшие три месяца корреляции активов в индексе S&P 500 на Чикагской бирже опционов (CBOE) вырос на 9 пунктов — это максимальный рост с 2022 года. При этом в июле он был на минимуме с 2006 года. Рост корреляции мог ударить по дисперсионному трейду.



То, что рост популярности опционов среди частных и институциональных инвесторов, сделал рынки более уязвимыми к таким падениям, отмечали многие. Стратегии шорта волатильности вызывают серьезные опасения в целом у 59% участников рынка, [показал](#) февральский опрос Bloomberg. В пандемию размер рынка опционов утроился.

За чем следить дальше

Аналитики дают разные прогнозы насчет того, что ждет рынки в ближайшие месяцы. Но эта неделя показала, что акции больше не являются «однозначной ставкой на повышение», [отмечает](#) JPMorgan. Теперь они стали предметом обсуждения, где появились аргументы, связанные с рисками снижения экономического роста, датами решений ФРС, слишком оптимистичным позиционированием на рынке, высокой оценкой, а также ростом неопределенности в связи с выборами и геополитическими событиями.

Консенсус более-менее следующий: какое-то время, вероятно, до сентябрьского заседания ФРС, на рынках сохранится повышенная волатильность. Насколько высокой она будет и спровоцирует ли она обвал наподобие того, что был в понедельник, точно сказать не может никто. То, что рынки сейчас быстро отошли от падения, еще ни о чем не говорит: неделю, когда в сентябре 2008 года рухнул Lehman Brothers, рынки завершили ростом.

События на этой неделе напоминают скорее не 2008-й, а 1998 год, [отмечает](#) редактор Bloomberg Джон Уотерс. После августовского дефолта России по облигациям в сентябре рухнул Long-Term Capital Management, огромный хедж-фонд с большим левериджем. Это потребовало спасения от банков-кредиторов с Уолл-стрит при посредничестве ФРС.

В какой-то момент ФРС неожиданно пришлось между плановыми заседаниями снижать ставки. Этот инцидент породил понятие «пута Феда» или «пута Гринспена» (Алан Гринспен — тогдашний глава ФРС). Тогда рынки были спасены, но [считается](#), что именно это ускорило раздувание пузыря доткомов из-за вливания ликвидности.

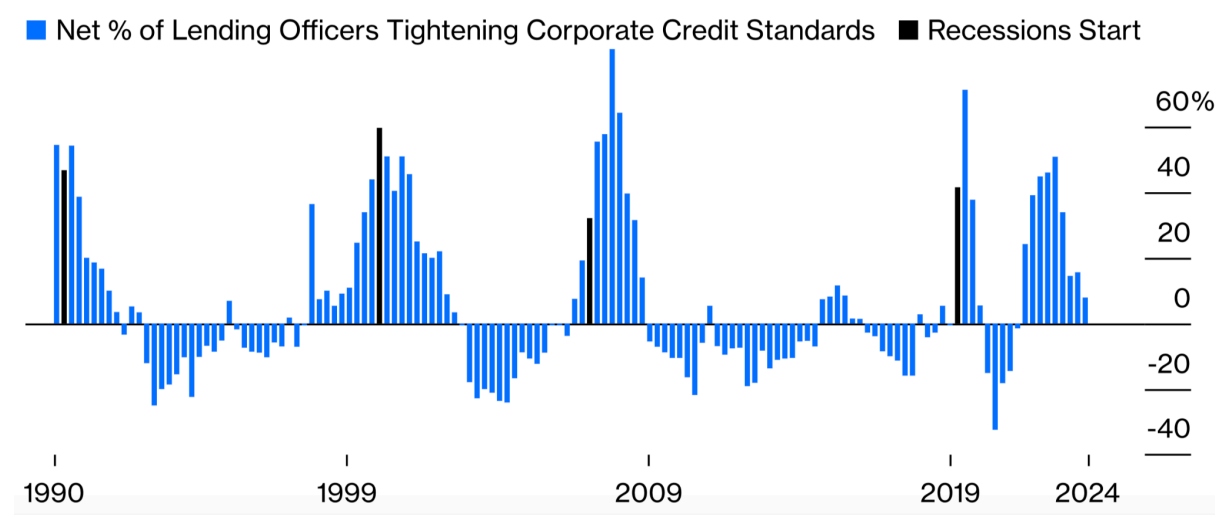
Как пишет Уотерс, сейчас перед рынками стоят два вопроса, за которыми, вероятно, придется следить инвесторам в будущем. Эти факторы могут серьезно повлиять на рынки или даже способствовать развитию финансового кризиса:

1. Столкнутся ли какие-либо финансовые институты с серьезными проблемами в результате этой распродажи. Очевидно, это будет связано с избыточным левериджем. Многие сейчас [указывают](#) на фининституты, которые были заняты операциями с керри-трейд, как потенциальный источник проблем для финансовой системы.
2. Какова вероятность того, что ФРС (и другие центральные банки) будут спасать участников рынка снижением ставок или другими мерами по предоставлению ликвидности. В разгар падения в понедельник участники рынка стали ждать, что ФРС внепланово соберется и снизит ставку. Сейчас же

большинство комментаторов говорят, что это было бы ошибкой. Члены FOMC сразу послали сигнал, что ЦБ снижать ставку до заседания в сентябре не будет.

Проблема в том, что сейчас левиридж в основном приходится на рынки частного капитала (private equity), где его очень сложно отследить. Хорошая новость: банковский сектор в США выглядит более устойчивым, чем в 1998 году или даже чем прошлой весной, когда рост доходности облигаций привел к [краху](#) Silicon Valley Bank.

Так, вышедший в понедельник выпуск ежеквартального [исследования](#) ФРС «Мнение старших кредитных специалистов» (SLOOS) показал, что банки почти не ужесточают стандарты предоставления кредитов для бизнеса. Такое поведение не характерно ни для проблемных учреждений, ни для находящейся в особенно тяжелом положении экономики. Этот опрос также показал восстановление спроса на кредиты со стороны потребителей, что резко также противоречит сценарию.



Плохая новость в том, что риск события, которое может всерьез повлиять на рынки или даже привести к кризису, сейчас значительно выше, чем обычно. Из 15 эпизодов распродаж на рынках с 1978 года, в ходе которых начальная волна продаж [привела](#) к падению индекса как минимум на 10% (что произошло в ходе торгов в понедельник), в 13 случаях после отскока рынки возвращались к минимумам первой волны. Двумя исключениями были апрель 2012 года и октябрь 1997 года.

То же показывает и история VIX: при таких крупных скачках, как сейчас, следующее дно достигалось в течение следующих 4–6 недель — при условии отсутствия особого катализатора (в виде крупного экономического или финансового события). Иными словами, падения могут спровоцировать новые.

Что учесть инвестору прямо сейчас

Главный урок событий этой недели — панические продажи, скорее всего, принесут только убытки. Управляющие активами и инвесткомпанияи на этой неделе актуализируют и заново публикуют на своих сайтах тексты, напоминающие о том, что маркет-тайминг редко бывает успешен ([1](#), [2](#)).

Мы тоже часто пишем, что основная сложность попытки угадать идеальное время для покупки и продажи акций — верное предсказание макроэкономических данных. Текущая неделя это подтвердила. Инвестор, который строит свою стратегию исходя из макроожиданий, должен сформулировать для себя, в чем заключается его конкурентное преимущество по сравнению с рынками и профессиональными экономистами.

Если его нет, то в качестве альтернативы подходу «сверху-вниз» (top-down), то есть покупке активов исходя из ожиданий того, куда пойдет рынок, стоит рассмотреть подход «снизу-вверх» (bottom-up). Тот же Баффетт вместе со своим уже покойным соратником Чарли Мангером во время мирового финансового кризиса использовал огромные свободные средства, чтобы купить акции Goldman Sachs, General Electric и Dow Chemical.

Едва ли Баффетт заранее знал, что рынок упадет — после 2005-го доля наличных в его портфеле снижалась. Но это и не нужно: подход «снизу-вверх» подразумевает покупку недооцененных акций и продажу тех, что достигли своей справедливой стоимости. Просто, когда рынки переоценены, недооцененные акции найти все сложнее. Падение в понедельник, когда около 80% акций из S&P 500 были в красной зоне, дало инвесторам возможность купить отдельные подешевевшие бумаги.

Но для стратегии выбора отдельных акций нужно иметь представление о бизнесе и его справедливой стоимости. Хорошая новость в том, что прогнозировать динамику прибылей можно с гораздо большей точностью, чем экономические данные. А при выборе акций компании малой капитализации, о которых мы часто рассказываем, инвесторы могут получить больше конкурентных преимуществ по сравнению с другими, более эффективными и густонаселенными рынками, например теми же бигтехами.

Еще одна хорошая новость: если верить истории, у инвесторов в ближайшие недели появится еще одна возможность купить подешевевшие акции. Плохая: в той же логике вероятность финансового кризиса стала после этой недели выше.