

Записка для инвесторов:

Рыночные и экономические риски потенциального шатдауна правительства США



Данил Бондарец
Старший Аналитик Департамента Торговых Идей

30 сентября 2025 года

- **Срок действия текущего финансирования федерального правительства США истекает 30 сентября**, и начало нового фискального года 1 октября страна встречает в условиях острой политической неопределённости. Риск шатдауна — приостановки работы части федеральных учреждений — в 2025 году является очень высоким и является не просто политическим эпизодом, а фактором, способным напрямую повлиять на публикацию макроэкономических данных, ход денежно-кредитной политики ФРС и динамику ключевых финансовых активов;
- **На наш взгляд, главным риском шатдауна является отсутствие макроэкономических данных:** наступление «информационного штиля» временно лишит рынок и ФРС ориентиров, а последующий массированный выход статистики способен вызвать резкие колебания;
- **В краткосрочном горизонте защитным инструментом остаются казначейские облигации США**, прежде всего на коротком и среднем участке кривой, где вероятно снижение доходностей; вместе с тем длинный конец остаётся уязвим к росту премии за срок при затяжном кризисе. В конечном счёте, последствия шатдауна будут определяться его продолжительностью: чем он короче, тем ограниченнее эффект, но чем дольше он затянется, тем выше вероятность превращения временного политического тупика в более глубокий фискальный риск для инвесторов.

1. Анатомия Шатдауна

Шатдаун наступает, когда Конгресс США не успевает принять ни один из двенадцати ежегодных законопроектов о годовом финансировании (Appropriations) до начала нового финансового года (1 октября) или не одобряет временную резолюцию (Continuing Resolution, CR). По сути, это «бюджетный разрыв» — неспособность законодательной ветви власти предоставить полномочия на расходование средств.

Шатдаун означает, что федеральные агентства, деятельность которых не относится к «жизненно важным» или не имеет постоянных источников финансирования, обязаны приостановить работу. В результате около 40% федеральных служащих — порядка 900 тыс. человек — отправляются в неоплачиваемый отпуск (furlough), тогда как сотрудники, продолжающие выполнять критические функции, остаются на рабочих местах, но их зарплаты также выплачиваются только после восстановления финансирования.

На утро 30 сентября 2025 года (за считанные часы до дедлайна финансирования) риск полномасштабного шатдауна оценивается аналитиками как «выше вероятного». Тупик в Конгрессе обусловлен не просто разногласиями по общим суммам расходов, а глубоким политическим конфликтом, который использует процесс финансирования как рычаг давления.

Новый финансовый год начинается 1 октября. Так как Конгресс не принял ни одного из 12 годовых законов об ассигнованиях, правительство полностью зависит от принятия Временной Резолюции (Continuing Resolution, CR). Именно вокруг этой меры разворачивается текущая борьба. Поскольку Республиканцы контролируют обе палаты, но не имеют 60 голосов в Сенате для преодоления флибустьера, принятие CR требует поддержки со стороны Демократов. Однако, две конкурирующие резолюции — Республиканская (предлагающая продление финансирования до ноября) и Демократическая (включающая политические положения) — были отклонены в Сенате. Недавняя встреча Президента Дональда Трампа с лидерами Конгресса не принесла прорыва, при этом ещё на предыдущей неделе он публично обвинял Демократов в «несерьёзности».

В центре конфликта стоят не столько бюджетные цифры, сколько требования Демократов о включении в CR социальных положений, которые Республиканцы считают неприемлемыми. Демократы требуют постоянного продления субсидий на медицинское страхование в рамках Закона о доступном медицинском обслуживании (ACA), которые делают страховку доступной для миллионов американцев. Они также настаивают на аннулировании значительных сокращений программы Medicaid (медицинская помощь для малоимущих), которые были частью крупного законопроекта Администрации, принятого этим летом, а также ограничением полномочий президента по отзыву средств без одобрения Конгресса.

Лидеры Республиканцев, включая Спикера Палаты Майка Джонсона и Президента Дональда Трампа, настаивают на принятии CR с сохранением финансирования на текущем уровне, чтобы отложить эти спорные вопросы на потом. Демократы же, во главе с Чаком Шумером и Хакимом Джеффрисом, используют угрозу шатдауна как инструмент для возвращения этих социальных программ, которые они считают критически важными.

Ситуация 2025 года осложняется беспрецедентной угрозой со стороны Белого дома. В прошлые шатдауны (когда работники отправлялись в неоплачиваемый отпуск), им, как правило, выплачивалась отложенная зарплата после возобновления работы правительства. Сейчас, по указанию Управления по менеджменту и бюджету (OMB), федеральные агентства готовятся к «сокращению штатов» (Reduction in Force, RIF). RIF означает потенциальные увольнения сотрудников неосновных программ, которые, по мнению Администрации, не соответствуют ее приоритетам. Эта тактика, направленная на «урезание» федерального правительства и регуляторных функций, используется как дополнительный инструмент давления на Конгресс и может привести к беспрецедентному оттоку федеральных кадров.

В отличие от многих прошлых кризисов, шатдаун полностью отделен от проблемы потолка государственного долга (Debt Ceiling), поскольку вопрос суверенного дефолта уже был урегулирован. Отсутствие угрозы дефолта снижает «температуру» кризиса для рынков, но одновременно уменьшает стимул для политиков искать компромисс в последнюю минуту. Это повышает вероятность того, что шатдаун, если он начнется 1 октября, может оказаться более продолжительным, чем традиционные краткосрочные эпизоды.

Ближайшей датой, способной вынудить Конгресс к действию, считается 15 октября — первый срок выплаты заработной платы военнослужащим, которые, как и другие федеральные служащие, могут работать без оплаты.

Однако шатдаун — это не остановка государства и не дефолт, а отдельные функции правительства продолжают работать в прежнем режиме. А именно это:

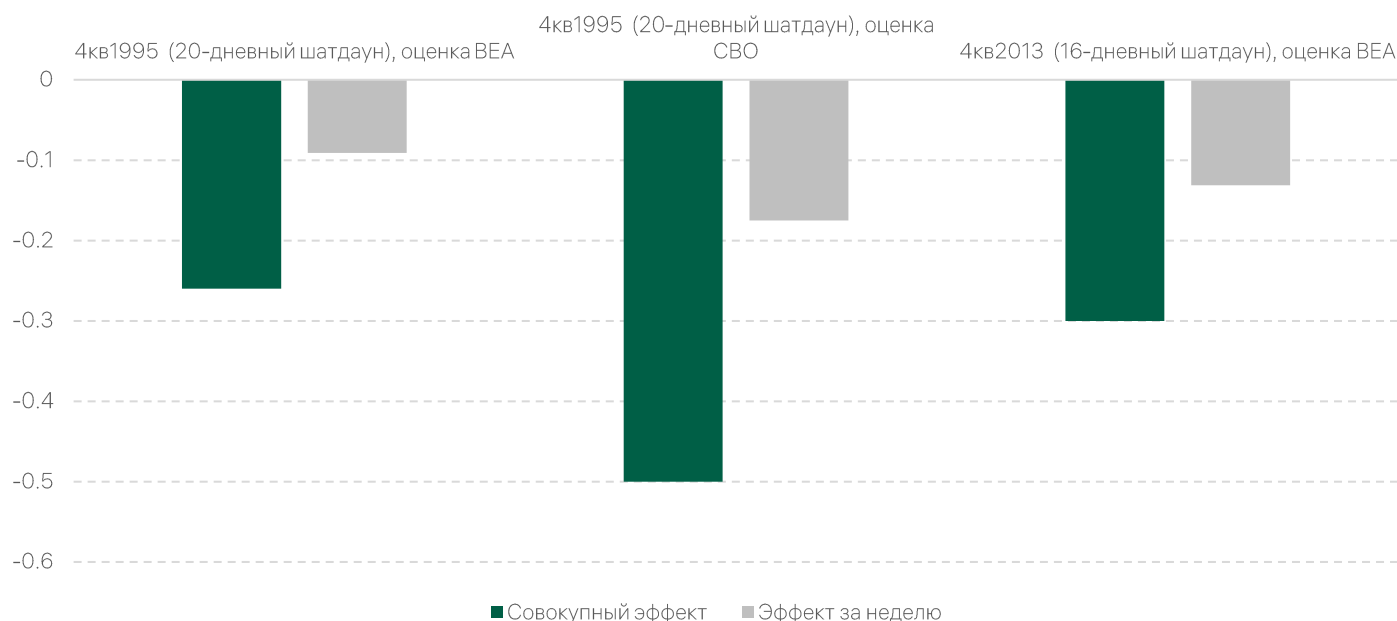
- **Обслуживание долга:** Министерство финансов продолжает проводить аукционы UST, выплачивать купоны и погашать основной долг.
- **Обязательные выплаты (Entitlements):** Выплаты по социальным программам, таким как Social Security и Medicare, продолжаются.
- **Сбор доходов:** Налоговая служба (IRS) продолжает собирать налоги и сборы.
- **Ключевые службы:** Вооруженные силы (хотя их зарплата может быть отложена), службы безопасности, воздушный контроль и пограничный контроль продолжают работу.

2. Экономический удар: влияние на рост и рынок труда

Хотя шатдаун несет в себе высокий политический риск, его прямое экономическое влияние исторически было умеренным, хотя и усиливающимся с продолжительностью.

Прямой эффект шатдауна на экономический рост обусловлен двумя основными факторами: сокращением государственных расходов и снижением зарплат федеральных служащих. Анализ прошлых эпизодов инвестиционными банками Nomura и Goldman Sachs показывает, что шатдаун вызывает умеренное замедление роста ВВП США в годовом исчислении в квартале, на который он приходится (в данном случае, IV квартал). Оценка этого эффекта составляет примерно 10-20 бп за каждую неделю его продолжительности, то есть шатдаун продолжительностью в четыре недели может потенциально снизить годовой темп роста ВВП на 40–80 бп. Удар по ВВП происходит из-за прекращения дискреционных расходов правительства и снижения потребления со стороны работников в неоплачиваемом отпуске, которые временно лишаются зарплат. Хотя после открытия правительства они получают отложенную зарплату, временный шок потребления все же имеет место.

Рисунок 1. Влияние шатдаунов на темпы роста ВВП в 4 квартале



Источник: BEA, CBO, Nomura

В свою очередь, воздействие на рынок труда проявляется в двух аспектах:

1. **Работники в неоплачиваемом отпуске:** около 900 000 человек временно прекращают работу. В отчете Бюро трудовой статистики (BLS) за октябрь эти работники могут быть учтены как временно уволенные, что, по оценкам Goldman Sachs, может привести к временному росту уровня безработицы на 0.1–0.2 пп, если шатдаун не завершится к 18 октября (конец отчетной недели для опроса домохозяйств). Однако, такой эффект является временным и обратимым.
2. **Задержка выплат:** Задержка выплаты заработной платы всем федеральным служащим оказывает локальный, но заметный негативный эффект на настроения и потребление, особенно в регионах с высокой концентрацией госслужащих (например, Вашингтон, округ Колумбия).

В целом, пока шатдаун остается относительно коротким (до 2 недель), рынок склонен его игнорировать. Однако, затяжные эпизоды (как, например, 35-дневный шатдаун 2018–2019 годов) могут усилить неопределенность и ослабить бизнес-настроения, что может иметь более широкий, хотя и трудноизмеримый, эффект на инвестиции и найм.

3. Рынки без компаса данных

Самым острым и непосредственным риском шатдауна для финансовых рынков является наступление «информационного штиля» — прекращения выпуска ключевых макроэкономических данных.

Во время шатдауна многие федеральные агентства, включая Бюро трудовой статистики (BLS), Бюро экономического анализа (BEA) и Бюро переписи (Census Bureau), прекращают или сильно ограничивают свою работу. Это означает, что ключевые ежемесячные отчеты не будут опубликованы в срок:

- Отчет о занятости (NFP) (3 октября)
- Индекс потребительских цен (CPI) (15 октября)
- Индекс цен производителей (PPI) (16 октября)
- Торговый баланс (17 октября)
- JOLTS (4 ноября)

В сценарии шатдауна с 1 октября, под угрозой окажутся отчеты, которые должны были выйти в начале октября (например, сентябрьский NFP) и, возможно, даже в ноябре (октябрьский CPI), если приостановка затянется. В 2013

году, например, сентябрьский NFP был задержан на 18 дней. При этом, вряд ли наступит полный информационный вакуум. Ряд публикаций продолжит выходить: данные по недельным обращениям за пособием по безработице, которые формируются на основе статистики штатов и традиционно не прерывались даже во время прошлых шатдаунов; ежедневный отчёт Казначейства о движении средств (Daily Treasury Statement), отражающий состояние ликвидности федерального бюджета; а также все релизы ФРС, которая финансируется независимо от Конгресса и не зависит от бюджетного процесса.

Наступление «информационного штиля» создает уникальный вызов для Федеральной резервной системы. Если шатдаун продлится достаточно долго, может сложиться ситуация, когда между сентябрьским и октябрьским заседаниями ФРС (или последующими) не будет опубликовано ни одного ключевого макроэкономического отчета. В условиях отсутствия свежих данных о занятости и инфляции, как считают аналитики Nomura, любое резкое отклонение ФРС от её текущего курса (отраженного, например, в сентябрьском «dot plot») становится менее вероятным. ФРС будет вынуждена полагаться на старые данные и косвенные индикаторы, что ограничивает ее способность принимать резкие решения.

4. Динамика финансовых активов в периоды шатдаунов

Историческая реакция финансовых активов показывает, что рынки в целом устойчивы к краткосрочным шатдаунам, рассматривая их скорее как политический шум, чем как системный риск. Однако реакция различных классов активов имеет свои особенности. Казначейские облигации США (UST) обычно служат защитным инструментом: их доходности снижаются на коротком конце в преддверии и во время шатдауна, отражая рост неопределённости и осторожность ФРС; но при затяжном кризисе возможен рост доходностей длинных бумаг из-за премии за срок. Фондовый рынок чаще всего игнорирует непродолжительные шатдауны: динамику акций определяют корпоративные прибыли, а не временные бюджетные сбои. Однако при удлинении кризиса в условиях замедляющегося роста усиливается риск коррекции, прежде всего в секторах, зависящих от госфинансирования. Доллар США, согласно оценкам Goldman Sachs, в отличие от UST чаще демонстрирует ослабление: инвесторы воспринимают шатдаун как сигнал фискальной дисфункции, и это снижает привлекательность доллара относительно других валют.

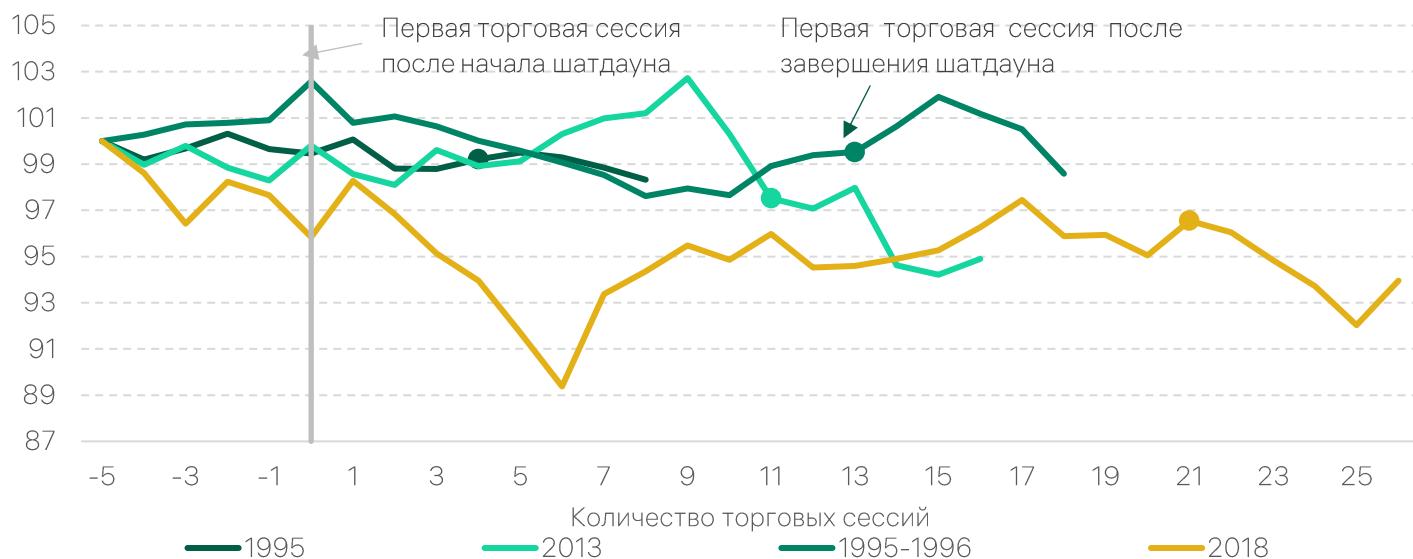
5. Ключевые инвестиционные выводы

Риск шатдауна в октябре 2025 года — это не просто политический фон, а реальный фактор, требующий внимания инвесторов. Он отличается от прошлых эпизодов тем, что происходит в условиях отсутствия утверждённых годовых законов о финансировании федеральных агентств, ослабевающего рынка труда и перед критическим периодом принятия решений ФРС.

1. **Главный риск — не данные, а их отсутствие:** наибольший источник волатильности — это «информационный штиль», который временно ослепит рынок и ФРС, но неизбежно приведет к массовой публикации данных, способной вызвать резкие движения.
2. **Защита в UST:** на краткосрочном горизонте UST остаются лучшим хеджированием против политической неопределенности, что предполагает снижение доходностей на коротком и среднем конце. Инвесторам, однако, следует быть осторожными с длинным концом, где фискальные риски могут вызвать рост премий.

В конечном итоге, рыночные последствия шатдауна будут определяться его продолжительностью. Чем он короче, тем менее значителен его экономический и рыночный эффект. Чем дольше он длится, тем выше вероятность, что временный политический кризис перерастет в более глубокий фискальный риск и неопределенность для инвесторов.

Рисунок 2. Динамика 10-летнего UST в периоды шатдауна



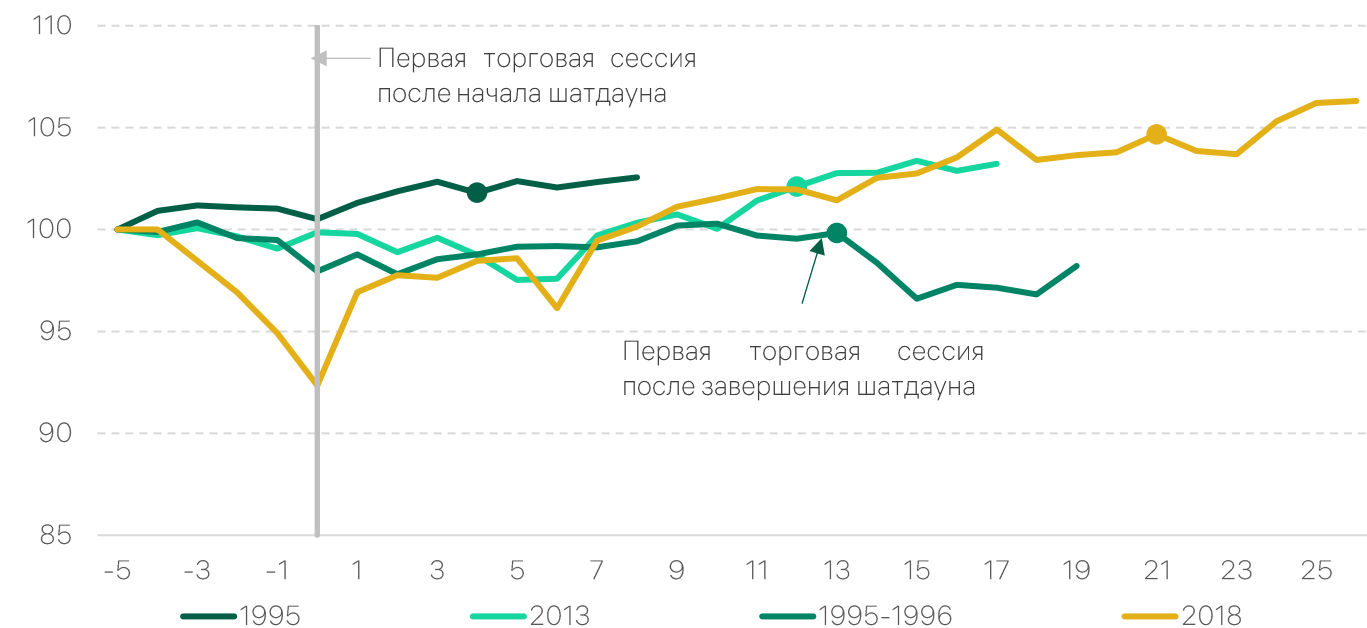
Источник: Bloomberg

Рисунок 3. Динамика DXY в периоды шатдауна



Источник: Bloomberg

Рисунок 4. Динамика S&P 500 в периоды шатдауна



Источник: Bloomberg

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
А05А1В4, 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