

Стратегия инвестирования 2П2026

Сезон охоты на ставку



28 июля 2026 года

Оглавление

Введение.....	3
Ключевые выводы.....	4
Экономика США	5
ВВП США: разовая подушка OBBVA потрачена	5
Рынок труда: безработный рост экономики подтвердился	6
Инфляция: шумный headline, спокойный core	7
Потребитель: богатые – богаче, бедные - беднее	8
Малый бизнес: легкий пессимизм при высоких ставках	9
ФРС при Уорше: пауза будет долгой	10
Казначейские облигации США	11
Короткий сегмент кривой доходности: прокси ключевой ставки	11
Средний сегмент кривой доходности: ожидания и политика	11
Длинный сегмент кривой доходности: инфляция и бюджет	12
Форма кривой: увеличение наклона	13
Кредитные рынки: ИИ эмиссия и частный долг задают тренд	14
Акции США	15
S&P 500: платим за прибыль, а не за рост мультипликаторов.....	15
Рост прибыли: высокая цена ошибки.....	16
ИИ-цикл: бенефициар сместился к «узкому горлышку»	17
Стили и капитализации: младшие бегут, средние догоняют	18
Кредитное плечо: растущая волатильность рынка	19
IPO: рекордные размещения	20
Сектора США	21
Сектора за 30 секунд.....	21
Финансы: сектор живет на комиссионных	21
Технологии и софт: железо выиграло, софт заплатил	22
Материалы: сектор вытянули промышленные материалы	23
Промышленность: тихий лидер полугодия	23
Энергетика: премия приходит и уходит — профицит остается	24
Коммунальные услуги: топливо для дата центров.....	24
Казахстан	25
Тенге: крепкий орешек.....	25
Ставка и облигации: июньский разворот открыл цикл	26
Акции (KASE): нефть и дивиденды сделали полугодие	27
Глоссарий.....	28

Введение

Уважаемые клиенты,

Полгода назад мы сравнили мировую экономику с Вайли Койотом: движение продолжается, но насколько прочна опора под ним — предстояло проверить. Проверка дала неожиданный итог: падение не началось. Экономика США растёт темпом около 2%, корпоративная прибыль ставит рекорды, а весенний геополитический шок рынок отыграл за один квартал. Изменилась не скорость движения, а его источник: экономику теперь тянет не потребитель, а инвестиции компаний в искусственный интеллект — и не снижение ставки, которого ждали все, а сам факт того, что ставку не трогают.

Тему второго полугодия мы назвали «сезоном охоты на ставку». Рынок и ФРС полгода спорят, куда пойдёт ставка: в январе все ждали двух снижений, к лету — двух повышений, сейчас — снова паузы. Ожидания разворачивались трижды, а ставка не сдвинулась ни разу. Наш подход в этом споре другой: не угадывать следующий разворот, а зарабатывать на ожиданиях. Доходности казначейских и корпоративных облигаций — у многолетних максимумов, тенговые ставки высоки и только начинают снижаться, дивидендные истории платят здесь и сейчас.

Наш базовый сценарий на второе полугодие: ФРС держит ставку без изменений, рост экономики США замедляется, но продолжается, общая инфляция снижается вслед за нефтью при спокойной базовой. Для рынков акций это означает небольшой запас роста индексов — заработок сейчас строится из выбора конкретных бумаг и секторов, а не ставки на рынок в целом. Три главных события полугодия: сентябрьское заседание ФРС, октябрьский план заимствований Минфина США и выборы в Конгресс 3 ноября.

Документ построен на принципе, который позволит вам узнать, что произошло и чего мы ждем: каждый раздел начинается со сверки — что было в начале года и какие факторы повлияли на изменения в течение полугодия. Дальше в каждом блоке — что будет двигать рынком во втором полугодии, какие есть риски и какой из этого следует практический вывод. Впервые в документ вошла глава по Казахстану, а также глоссарий — короткие объяснения терминов.

С уважением,

Савченко Игорь, CFA
Директор Департамента торговых идей

Ключевые выводы

Экономика США: рост без найма, ФРС без движения

Экономика растёт темпом около 2% на инвестициях в ИИ, а не на потребителе: подушка сбережений исчерпана, и расходы домохозяйств теперь следуют за наймом. Занятость создаётся почти исключительно в медицине и госсекторе — циклические секторы стоят на месте. Инфляция раздвоилась: общая инфляция ходит за нефтью, а базовая — у цели регулятора. ФРС при Уорше держит паузу и не сдвинется без явного охлаждения занятости и роста инфляции; базовый сценарий — ставка 3,50–3,75% до конца года, главная развилка — сентябрьское заседание комитета.

Облигации США: время платит держателю

Впервые за цикл купоны перекрывают потенциальный рост ключевой ставки: короткие бумаги дают премию к ставке ФРС, середина кривой платит больше денежного рынка, длинный конец продолжает испытывать давление инфляции и бюджетных расходов. Кривая доходности восстанавливает наклон «снизу» по мере вымывания заложенных повышений. В кредите премия за риск у минимумов и источником дохода быть перестала, а непрозрачная природа частного долга оставляет больше вопросов инвесторам, чем ответов.

Акции США: отбор бумаг делает доходность

Весь рост индекса обеспечила прибыль, мультипликатор не расширился — и запас до консенсусных целей измеряется единицами процентов. В таком режиме доходность приносит выбор бумаг, а не ставка на индекс; промах по отчётности наказывается кратно сильнее, чем вознаграждается попадание. Фаворит — средняя капитализация; техническая хрупкость индекса, включая его рекордное плечо, делает дешёвые страховочные пути обязательной частью портфеля, особенно в сезонно слабом окне августа–октября перед выборами 3 ноября.

Сектора США: ИИ задает темп

Узкое место ИИ мигрирует по цепочке — от памяти через оборудование и подложки к электроэнергии, — и на каждом звене возникает ценовая власть: технологии и промышленность — позитивно, независимые производители энергии под контракты дата-центров — приоритет в коммунальном секторе. Финансы понижены до нейтрального: чистая процентная маржа ждёт наклона кривой, сектор живёт на комиссиях. Золото — дождаемся пика реальных ставок; долгосрочные идеи в секторе материалов — медь и уран.

Казахстан: тенге, цикл снижения ставки и дивиденды

Три силы полугодия — дорогая нефть, ставка 18% и пауза ФРС — укрепили тенге и разогнали KASE; во втором полугодии баланс жёстче: ориентир 500–520 за доллар при инфляции 10,5–11,5% на конец года. Валютное предложение сжимается сразу по трём линиям — трансферты урезаны до T2,77 трлн против T5,25 трлн, обязательная продажа выручки квазигоссектором отменена, приток нерезидентов в ГЦБ сокращается; частично это компенсирует зеркалирование золота. Привлекательность сильных дивидендных бумаг на KASE сохраняется.

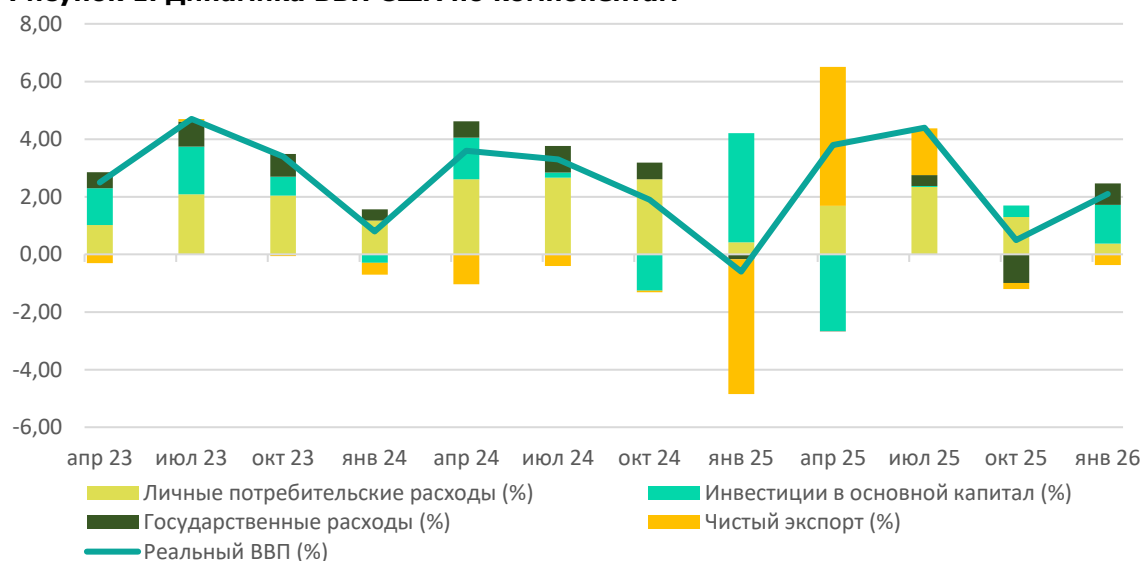
Экономика США

ВВП США: разовая подушка ОВВВА потрачена

Первое полугодие в двух точках. Реальные потребительские расходы: около 0,5% в годовом выражении в первом квартале → примерно 2% во втором; реальный ВВП за первый квартал — 2,1%. Наш ориентир на разовый характер потребительского всплеска подтвердился; сюрпризом стало то, кто заменил потребителя в роли мотора экономики.

Что двигало. Налоговые возвраты пришли в феврале–апреле — и совпали с худшим из возможных фонов: весенний конфликт с Ираном разогнал бензин, и прибавка к доходам во многом ушла на заправку автомобилей. Реальные расходы первого квартала прибавили лишь около половины процента, и только после перемирия и отката нефти темп восстановился к двум. Главным мотором ВВП стал не потребитель, а корпоративные инвестиции в ИИ; нового фискального пакета, как мы и предполагали, не появилось.

Рисунок 1. Динамика ВВП США по компонентам



Источник: FRED; расчёты Halyk Finance

Что будет двигать во втором полугодии. Потребитель переходит с разовой подушки ОВВВА на текущую зарплату: возвраты потрачены, сбережения у минимумов, реальный рост оплаты труда около нуля — расходы будут почти дословно повторять динамику найма. Небольшой встречный подарок — дешевеющий бензин: каждые десять процентов снижения цен на топливо работают как маленькое повышение зарплат для нижней половины домохозяйств.

Корпоративные инвестиции в ИИ — главный компенсатор замедления: планы дата-центров на 2027 год пересматриваются вверх, а ускоренное налоговое списание оборудования продолжает снижать эффективную стоимость этих инвестиций. Контрольная точка — advance-оценка ВВП за второй квартал 30 июля.

Бюджетная политика до выборов 3 ноября заморожена: расколотый Конгресс не пропустит новый пакет. Единственный скрытый стимул — возвраты импортёрам порядка \$165–175 млрд после решения суда по тарифам, растянутые по времени.

Главные риски. Разочарование в отдаче от ИИ: во втором полугодии капзатраты крупнейших операторов превысят их операционный поток — без монетизации в отчётах единственный крупный компенсатор замедления начнёт сжиматься.

Срыв перемирия с Ираном: дорогой бензин снова становится налогом на потребителя; в связке с охлаждением найма при пустой подушке это ускоряет замедление сверх графика.

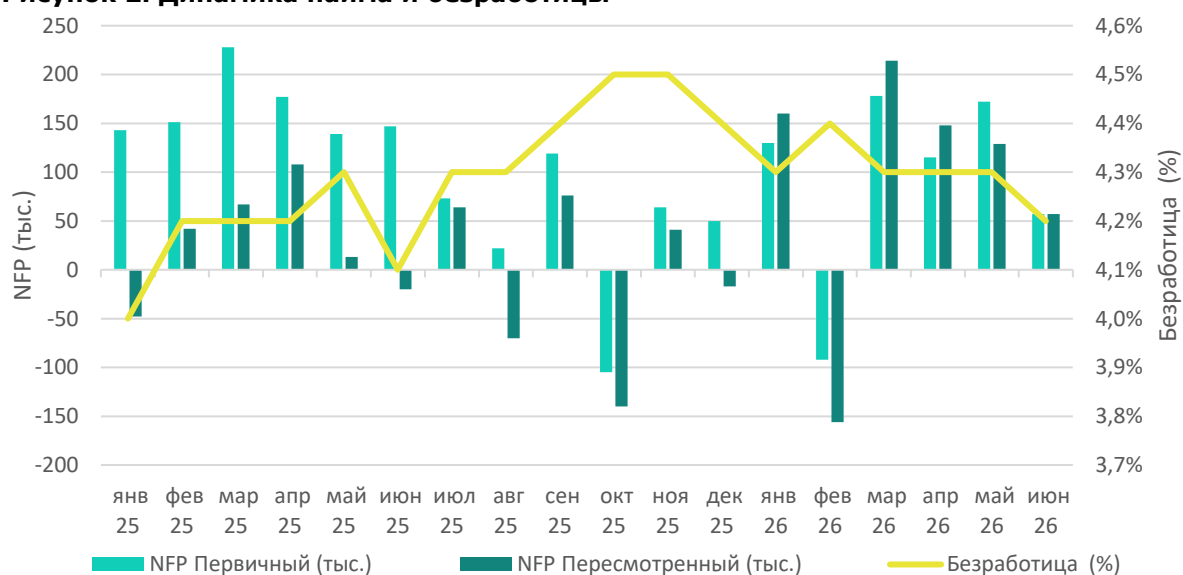
Ориентир на конец года. Реальные потребительские расходы во втором полугодии — 1,0–1,5% в годовом выражении; рост ВВП за 2026 год — около 2%. Слом ИИ-инвестиций или энергошок сдвигают диапазон примерно на 0,5 пп вниз; устойчиво дешёвая нефть — на 0,2–0,3 пп вверх.

Рынок труда: безработный рост экономики подтвердился

Первое полугодие в двух точках. Среднемесячный прирост занятости: около 10 тыс. в среднем за 2025 год → около 90 тыс. за первое полугодие 2026-го (после ревизий; июнь — лишь +57 тыс. с пересмотром апреля–мая на –74 тыс.); безработица — 4,2% против пика цикла 4,54% в ноябре. Тезис о росте экономики без роста занятости подтвердился почти дословно — но верхнеуровневые цифры полугодия были обманчиво сильными.

Что двигало. Полугодие выглядело сильнее, чем оказалось: весенние отчёты — до +172 тыс. в мае, частично на найме под чемпионат мира по футболу, — рисовали ускорение, но июнь всё расставил по местам. Безработица снизилась по неправильной причине — рабочая сила за месяц сжалась на 720 тыс. человек, а уровень участия в рабочей силе упал до минимума с весны 2021 года. Весь найм держали медицина, соцпомощь и профуслуги, тогда как технологический сектор объявил о 139 тыс. сокращений, что почти вдвое больше прошлогоднего уровня. ИИ четыре месяца подряд был причиной номер один увольнений. Массовых увольнений при этом не случилось — режим «не нанимаем, но и не увольняем» пережил полугодие, продолжая действовать.

Рисунок 2. Динамика найма и безработицы



Источник: Bloomberg; расчёты Halyk Finance; *безработица окт. 2025 оценочная в связи с шатдауном

Что будет двигать во втором полугодии. Структура найма важнее заголовка: почти весь прирост дают медицина, соцсектор и образование — сегменты на демографии и госфинансировании, а циклические сектора экономики показывают около нуля. Скорректированная цифра занятости может скрывать уже начавшееся охлаждение частного спроса на труд.

ИИ-дисциплина издержек расползается за пределы технологий: компании не столько увольняют, сколько не заменяют уходящих — второй год подряд выручка растёт при стагнирующей численности в банках, медиа и профуслугах.

Перелом произойдет не по безработице, ее искажает рост числа выходящих на пенсию, а по повторным заявкам на пособие и темпу найма в обзоре вакансий — исторически самым ранним сигналам перехода от заморозки найма к сокращениям.

Главные риски. Статистический туман: крупные ревизии данных и волатильное участие в рабочей силе повышают цену ошибки в обе стороны — от пропуска слома найма в циклических секторах до принятия падения участия за силу рынка, что может спровоцировать излишнюю жёсткость ФРС. Переход малого бизнеса от заморозки найма к сокращениям: исторически именно эта точка ломала цикл.

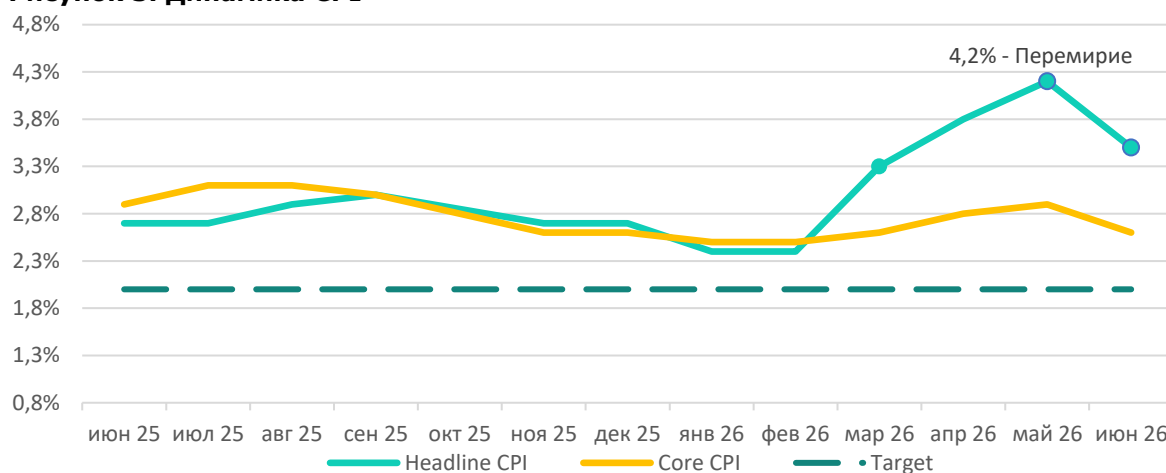
Ориентир на конец года. Среднемесячный прирост занятости во втором полугодии — 30–80 тыс.; безработица к декабрю — 4,2–4,6%. Три подряд месяца ниже 50 тыс. с ростом повторных заявок — открывают снижение ставок.

Инфляция: шумный headline, спокойный core

Первое полугодие в двух точках. Headline CPI (далее — общая): 2,4% г/г в январе → пик 4,2% в мае → 3,5% в июне; core (далее — базовая) — 2,5% в январе → 2,6% в июне. Направление «выше цели весь год» по общему индексу подтвердилось, но авторами оказались Верховный суд и нефть, а не тарифы.

Что двигало. Полугодие разломилось на два сюжета. Юридический: в феврале Верховный суд постановил, что закон ИЕЕРА не даёт президенту права вводить тарифы, и администрация заменила их временной десятипроцентной надбавкой по разделу 122 — «тарифный налог» сохранился в урезанном виде, но с законным сроком годности в 150 дней, истекавшим в июле. Нефтяной: весенний конфликт разогнал общий индекс с 2,4% до 4,2%, после чего перемирие обрушило бензин и дало сильнейшее месячное снижение цен с 2020 года. Базовая инфляция всё это время вела себя спокойно и завершила полугодие на 2,6%.

Рисунок 3. Динамика CPI



Источник: Bloomberg; расчёты Halyk Finance.

Что будет двигать во втором полугодии. Главная оптика — разделять headline и core: общий индекс ходит за нефтью, базовый — за внутренним спросом; услуги без энергии и жилья (supercore) — уже около цели. Пока это так, у ФРС нет содержательного повода ни повышать, ни снижать.

Тарифы: с 24 июля действует новый режим — раздел 301. Надбавка по разделу 122 истекла по закону в ночь на 24-е, и администрация перевела тарифы на раздел 301 с дифференциацией по странам: минимальные ставки для партнёров по USMCA, выше — для остальных. Для потребителя «тарифный налог» сохранился, но конструкция стала жёстче: у раздела 301 нет ни потолка ставки, ни срока действия. Теперь следим за ценниками — скорость переноса новых ставок в цены решит, останется ли базовый у цели; агрессивное применение добавит к нему до 0,3–0,4 пп с лагом в несколько месяцев.

Нефть — главный источник сюрпризов в обе стороны: перемирие хрупкое, Ормуз не вернулся к норме; при устойчивом мире именно энергетика обеспечит дезинфляцию общего индекса к концу года. Отдельная строка — электроэнергия (+5,8% г/г на спросе дата-центров) как медленный фактор, влияющий на базовый индекс.

Главные риски. Повторная эскалация на Ближнем Востоке: возврат нефти к весенним пикам поднимает общий индекс к 4,5%+ и снимает любое смягчение ФРС с повестки до конца года.

Рост инфляционных ожиданий: домохозяйства уже ждут около 3,5% на год вперёд — заметно выше цели. Пока это только опросы, но, если повышенную инфляцию начнут закладывать и рынки, ожидания станут самосбывающимися — компании смелее поднимают цены, работники требуют компенсации, — и у ФРС появится причина для жёсткости даже при спокойном базовом индексе.

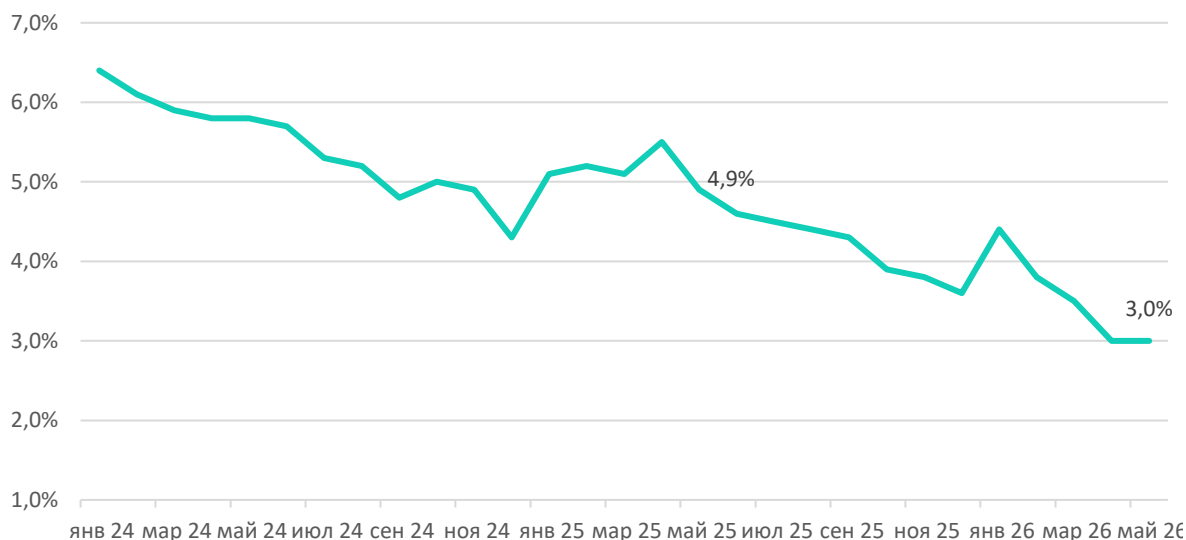
Ориентир на конец года. Общий CPI на декабрь — 2,9–3,4% при спокойной нефти; базовый — 2,4–2,9%. Нефть устойчиво выше \$90 добавляет к общему 0,5–1,0 пп; тарифы по разделу 301 — до 0,4 пп к базовому.

Потребитель: богатые — богаче, бедные — беднее

Первое полугодие в двух точках. Норма сбережений домохозяйств: 4,9% год назад → 3% в мае; просрочки по картам и автокредитам — на многолетних максимумах, но переходы в раннюю просрочку за квартал даже чуть снизились. Расслоение, которое мы описывали в январе, стало глубже, но катастрофы не случилось: нижняя половина бедствует, но платит.

Что двигало. Обеспеченная часть населения получила всё сразу — налоговые возвраты, рост рынков и рекордные цены активов — и именно она удержала совокупные расходы. Нижняя часть жила на исчерпанной подушке: сбережения у минимумов, растущая опора на кредит, спрос смещается к дискаунтерам и собственным маркам сетей продуктовых магазинов. Кредитные метрики при этом перестали ухудшаться: стресс внизу высокий, но статичный.

Рисунок 4. Динамика нормы сбережений



Источник: Bloomberg; расчёты Halyk Finance.

Что будет двигать во втором полугодии. Переход на дешёвые продовольственные товары станет видимым в августовской отчётности ритейлеров: следим за долей продажи марок собственной продукции в супермаркетах, средним чеком и разрывом дискаунтеров против магазинов среднего сегмента — смещение уже читается в структуре июньской розницы.

Зарплата вместо подушки: при сбережениях ниже трёх процентов расходы нижней половины почти один в один следуют за фондом оплаты труда — потребление второго полугодия напрямую зависит от найма.

Эффект богатства — склонность тратить на фоне подорожавших активов — остаётся опорой верхней половины, но опора асимметрична: коррекция рынка акций на десять процентов арифметически срезает порядка половины процентного пункта совокупных расходов.

Главные риски. Синхронный удар по обеим группам — коррекция рынков плюс охлаждение найма: единственный сценарий по-настоящему жёсткой посадки потребления.

Замедление выдачи кредитов малоимущим: списания проблемных займов выше уровней первого квартала заставят банки резать лимиты — для группы, живущей в кредит, это эквивалент падения дохода.

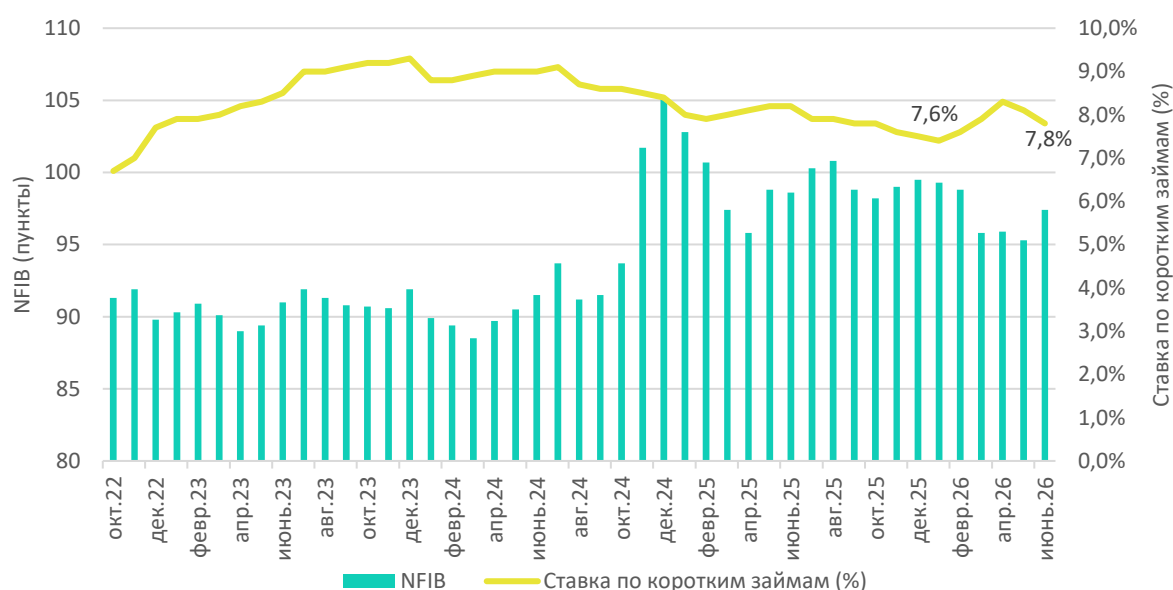
Ориентир на конец года. Реальные расходы во втором полугодии — 1,0–1,5%; норма сбережений — 2,5–3,5%. Коррекция акций на 10%+ сдвигает расходы примерно на 0,5 пп вниз.

Малый бизнес: легкий пессимизм при высоких ставках

Первое полугодие в двух точках. Средняя ставка по коротким займам малого бизнеса: 7,6% на входе в год → 7,8%; индекс оптимизма — около 97, компонент занятости четвертый месяц на месте.

Что двигало. Полугодие вытянули три компенсатора. В кредитные ставки с отставанием учли снижения конца 2025 года — банковское ценообразование для малого бизнеса запаздывает за ФРС на кварталы. Налоговые стимулы OBBVA разрешили списывать стоимость купленного оборудования в расходы сразу, а не за годы, — для инвестирующих компаний это работает как заметная скидка к стоимости денег. И сегмент сам сократил аппетит: регулярно занимают лишь около пятой части владельцев — бизнес прошёл полугодие, снижая долговое плечо. Заморозка найма при этом никуда не делась.

Рисунок 5. Динамика оптимизма малого бизнеса и ставки по коротким займам



Источник: TradingEconomics; расчёты Halyk Finance.

Что будет двигать во втором полугодии. Гонка рефинансирования со ставкой: пик погашений дешёвых кредитов 2021–2022 годов приходится на второе полугодие и 2027 год — каждый месяц паузы ФРС означает переоценку этого долга по ставкам вблизи восьми процентов, с накопительным эффектом в марже и наймах.

Налоговые льготы OBBVA — работает это только для тех, кто инвестирует: чтобы списать оборудование, его нужно сначала купить. Сегмент расслаивается на две группы — инвестирующие получают деньги фактически со скидкой за счёт налоговой экономии, а те, кто не инвестирует и просто обслуживает старые долги, платят полную, по-прежнему высокую ставку. Вторая группа сосредоточена в потребительских отраслях, и именно там давление сохранится.

Малый бизнес — опережающий индикатор занятости для всей экономики: ежемесячные планы найма NFIB — один из самых ранних сигналов для безработицы. Заметная часть долга сегмента ушла в частное кредитование, где свежей статистики нет, — это неопределённость сценария.

Главные риски. Повышение ставки ФРС: для сегмента с максимальной долей плавающего долга это немедленный удар по денежному потоку и триггер перехода от заморозки найма к сокращениям.

Кредитное событие в частном кредитовании: крупный дефолт или заморозка выдач ужесточит условия для всего сегмента разом. Ранний сигнал — рейтинговые изменения по финансовому сектору высокодоходного сегмента и потоки фондов частного кредитования.

Ориентир на конец года. Ставка NFIB — 7,5–8% при неизменной политике ФРС; оптимизм — 94–100. Повышение ФРС сдвигает стоимость займов к верхней границе и выше; первое снижение открывает путь к 7%.

ФРС при Уорше: пауза будет долгой

Первое полугодие в двух точках. Ставка: 3,50–3,75% в декабре → те же 3,50–3,75% в июне, четыре удержания подряд; медиана прогноза комитета на конец года: одно снижение в марте → одно повышение (3,8%) в июне. Вопрос полугодия сменился с «когда снижение» на «будет ли повышение».

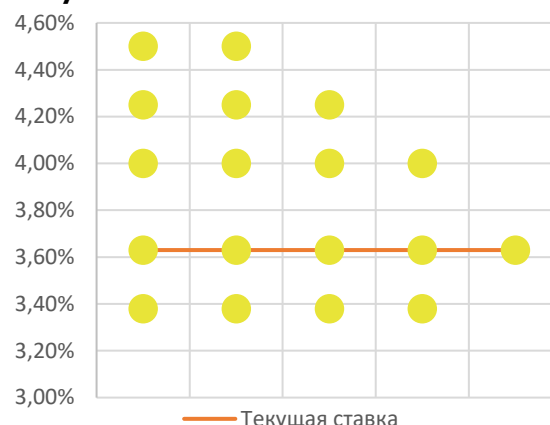
Что двигало. На сохранении ставки повлияла последовательность из трёх событий. Нефтяной шок поднял общую инфляцию к четырём с лишним процентам и сделал снижение невозможным, несмотря на спокойную базовую инфляцию. Сменилось руководство: Кевин Уорш провёл июньское заседание в своём стиле — единогласное удержание, укороченное заявление с отсутствующим сигналом смягчения, запуск рабочих групп по реформе работы комитета; в июле в Синтре он закрепил тон: цены всё ещё слишком высоки. И мигрировал сам комитет: девять участников из восемнадцати закладывают минимум одно повышение. Рынок на пике закладывал до двух повышений; после мягкого июньского отчёта по инфляции — едва одно.

Рисунок 6. Dot Plot FOMC - март



Источник: Federal reserve; * кружки - прогнозы членов ФРС по ключевой ставке

Рисунок 7. Dot Plot FOMC - июнь



Источник: Federal reserve; * кружки - прогнозы членов ФРС по ключевой ставке

Что будет двигать во втором полугодии. Расхождение рынка и комитета вернулось — и кто-то уступит: dot plot смотрит вверх, свопы после июньской дезинфляции снова заигрывают со снижением. Наша ставка: уступит рынок в части повышений, но не дожждётся и снижений — кривая ожиданий сплющится вокруг паузы.

Календарь как градусник: заседание ФРС 28–29 июля — вся информация в риторике спикера, решение о сохранении практики прогнозирования ставки на сентябрьском заседании; Джексон-Хоул в конце августа — первая программная речь Уорша на этой трибуне; заседание 15–16 сентября — первые результаты новой системы работы ФРС; декабрь — первое возможное окно движения ставки, но только при сломе занятости и устойчивом замедлении инфляции.

Политика и независимость ФРС: публичное давление администрации Трампа, а процентные расходы бюджета уже около 3,2% ВВП, что больше оборонного бюджета, с траекторией к 4,4% к 2030 году — постоянная подпитка премии за срок в длинных казначейских бумагах.

Главные риски. Вынужденное повышение: срыв перемирия возвращает общую инфляцию к 4%+. Настроенная на повышение половина комитета получает повод, что ударит каскадом по малому бизнесу и середине кривой доходности. Ранние индикаторы: базовый CPI 12 августа и середины сентября, тон Джексон-Хоула, выводы рабочих групп 16 сентября.

Запоздалая реакция на слом занятости: высокая планка для снижения означает, что при охлаждении рынка труда первое снижение придёт позже нужного — посадка выйдет жёстче, а последующее смягчение регулярнее; частные ревизии данных добавляют вероятность неверного решения.

Ориентир на конец года. Ставка 3,50–3,75% на конец 2026 года — базовый сценарий. Перенос энергошока в ядро сдвигает риск к +25 бп, вероятнее в четвёртом квартале; три подряд месяца занятости ниже 50 тыс. с ростом повторных заявок открывают путь к снижению на 25 бп.

Казначейские облигации США

Короткий сегмент кривой доходности: прокси ключевой ставки

Первое полугодие в двух точках. 2Y: 3,47% → 4,14%, с коридором года 3,38–4,24%.

Что двигало. Главная история полугодия случилась именно здесь — смена руководства ФРС. С приходом Кевина Уорша комитет единогласно держит ставку, из заявлений исчезли намёки на снижение, из прогноза — сами снижения на этот год (половина участников допускает повышение), а в Синтре Уорш закрепил приоритет: вернуть инфляцию к 2%. Двухлетние бумаги — чистый барометр этих ожиданий — за четыре месяца прошли путь от «в ценах два снижения» до «в ценах два повышения».

Что будет двигать во втором полугодии. Реакция Уорша означает долгую паузу, а для двухлетки пауза с текущих уровней — это дрейф вниз: каждая слабая точка по занятости и каждый мягкий отчёт по инфляции снимают заложенные повышения по кусочку. Масштаб эффекта виден по июню: один мягкий инфляционный отчёт снял 14 бп за день.

Реакция Уорша, как мы её читаем: не двигаться навстречу рынку до явного охлаждения занятости — и не повышать при слабеющем найме. Планка высока в обе стороны; на практике это самая долгая пауза цикла, в которой каждое заседание без действий — тоже решение.

Экономика риска и доходности изменилась в пользу покупателя: двухлетка платит премию к ставке ФРС порядка 40 бп, которой в январе не было, а удлинение с одного года до двух добавляет ещё более 40 бп. Чтобы держатель получил убыток за год, доходность должна вырасти примерно в полтора раза.

Главные риски. Инфляция не остывает — разговор о повышении становится делом, 2Y возвращается в 4,20–4,50%; ястребиный сюрприз Джексон-Хоула способен добавить +15–20 бп за сессию.

Ориентир на конец года. 2Y: 3,9–4,1%, с дрейфом к нижней половине по мере того, как рынок будет убирать из цен заложенные повышения. Фактическое повышение осенью возвращает диапазон к 4,20–4,40%.

Средний сегмент кривой доходности: ожидания и политика

Первое полугодие в двух точках. 5Y: 3,74% → 4,19%. 7Y: 3,95% → 4,30%.

Что двигало. Середина кривой — чувствительный участок к ожиданиям по ставке, и она приняла удар разворота ожиданий: когда рынок перешёл от «двух снижений» к «возможному повышению», пятилетка прошла больший путь, чем десятилетка. При этом сохранившаяся стоимость энергоносителей после начала конфликта в Ормузском проливе добавляет премию за высокие инфляционные ожидания инвесторов.

Что будет двигать во втором полугодии. В текущих ценах не осталось ни одного снижения ставки. Для дальнейшего роста доходностей нужны уже не разговоры о повышении, а фактическое повышение — по нашему мнению, маловероятный сценарий. Таким образом асимметрия развернулась в пользу держателя бумаг.

Сегмент впервые за долгое время платит больше, чем деньги: доходность 4,2–4,4% превышает ставки денежного рынка, и рекордные объёмы средств в фондах денежного рынка ищут, куда удлиниться при первой уверенности в паузе ФРС. Судьбу сегмента решат два осенних события в связке: заседание ФРС 15–16 сентября — короткий конец кривой; октябрьский план заимствований Минфина покажет, сколько длинных бумаг будет выпущено, — длинный конец.

Главные риски. Фактическое повышение ставки осенью сдвигает коридор примерно на 25 бп вверх; ястребиный сюрприз в сентябрьском прогнозе ударит по середине сильнее, чем по краям кривой — ровно как весной.

Ориентир на конец года. 5Y 4,10–4,35%, 7Y 4,25–4,50% — у текущих уровней. Повышение ставки сдвигает коридор примерно на 25 бп вверх; ускоренная дезинфляция открывает ценовой рост с ориентиром 3,90–4,10% по 5Y.

Длинный сегмент кривой доходности: инфляция и бюджет

Первое полугодие в двух точках. 10Y: 4,19% в начале года → 4,44% на конец июня. 30Y: 4,86% → 4,91%.

Что двигало. Полугодие уложилось в три фазы. Февраль: доходности упали к минимумам года (10Y — 4,04%) — рынок закладывал агрессивное снижение ставки, которого данные не подтверждали. Весна: конфликт вокруг Ирана поднял нефть и инфляционные ожидания, 10Y дошла до 4,67%. Лето: перемирие и первое за годы месячное снижение цен вернули доходность к 4,55%. Сквозной драйвер всех трёх фаз — смена курса ФРС: с приходом Уорша из прогнозов исчезли снижения, и рынок переставил ожидания от «двух снижений» к «возможному повышению» — рост доходностей был следствием этой переоценки, а не паники. Чего не произошло: надбавки за бюджетные риски в длинных бумагах по-прежнему нет — Казначейство не наращивает выпуск длинных облигаций, и пока предложение заморожено, тема госдолга в ценах отсутствует. Это главный спящий фактор второго полугодия.

Рисунок 8. Динамика 2-ей и 10-ей доходности казначейских облигаций США



Источник: U.S. Department of the Treasury, Daily Treasury Par Yield Curve Rates; расчёты Halyk Finance.

Что будет двигать во втором полугодии. Государственный долг выходит на первый план: процентные расходы бюджета превысили \$1,1 трлн в год — больше оборонного бюджета, — а дефицит держится на рецессионных уровнях. Пока Казначейство не увеличивает выпуск длинных бумаг, навес не давит на цены; каждый квартальный план заимствований — точка, где заморозка может закончиться. Эффект сигнала о росте аукционов: +10–20 бп к доходности 30-летних.

Выборы в Конгресс 3 ноября — второй бюджетный фактор: обещания обеих партий стоят денег, и в сентябре–октябре премия за срок может добавить длинным доходностям 10–20 бп ещё до голосования. Разделённый Конгресс исторически означает паралич новых расходов — и снимает эту премию обратно.

Инфляционные ожидания работают на удержание доходностей: рыночная оценка будущей инфляции сжалась к нижнему краю послековидного диапазона — сдвинуть длинные доходности выше 5% способен только новый шок, вроде срыва иранских договорённостей или волна тарифов, а не текущая инфляция.

Купон стал реальной защитой: при доходности 4,5–4,7% купонные выплаты за год перекрывают падение цены даже при росте доходности ещё примерно на полпроцента. Время впервые за долгий период работает на покупателя длинных бумаг.

Главные риски. Нефть: срыв договорённостей с Ираном разворачивает инфляционные ожидания — 10Y идёт к 5,0%.

Бюджет: предвыборный пакет расходов или разморозка аукционов раньше ожиданий — 30Y выше 5,20%, покупку длинных бумаг придётся отложить.

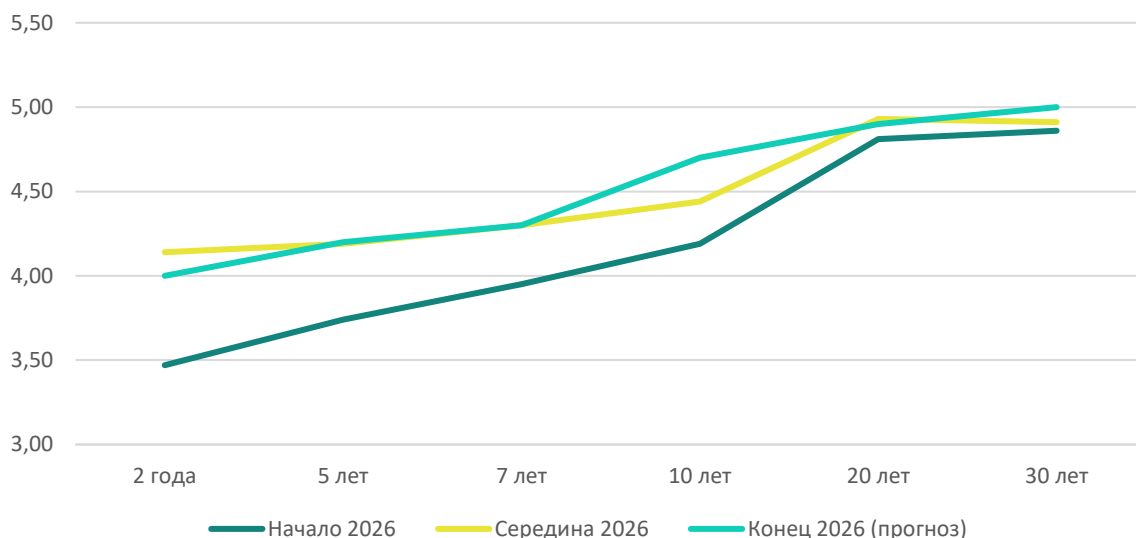
Ориентир на конец года. 10Y 4,70–4,90%, 30Y 4,90–5,20%; зона покупки — от 4,70% и выше, под купонный доход. Быстрая дезинфляция сдвигает коридор примерно на 20 бп вниз, фактическое повышение ставки — вверх.

Форма кривой: увеличение наклона

Первое полугодие в двух точках. Спред 2Y–10Y (разница доходностей десяти- и двухлетних бумаг — базовая мера наклона кривой): +72 бп → +30 бп. Мы ждали расширения наклона — получили уплощение более чем вдвое.

Что двигало. Ждали расширения снизу — через падение короткого конца на снижениях ставки, — а получили зеркальную картину: снижения не пришли, короткий конец вырос сильнее всех участков, а длинный стоял на якоре паузы, замороженных аукционов и остывших инфляционных ожиданий. Обнадёживает июльское движение: частичное восстановление наклона прошло уже по нашей будущей механике — двухлетка упала на мягкой инфляции при неподвижном длинном конце. Механизм работает; вопрос был только во времени запуска.

Рисунок 9. Кривая доходности казначейских облигаций США по периодам



Источник: U.S. Department of the Treasury, Daily Treasury Par Yield Curve Rates; расчёты Halyk Finance.

Что будет двигать во втором полугодии. Базовый путь — восстановление наклона снизу: слабеющая занятость и мягкая инфляция вымывают из цен заложенные повышения, двухлетка снижается, длинный конец стоит на якоре — спред расширяется без единого движения ФРС. Ключевые точки — данные августа, Джексон-Хоул, сентябрьское заседание комитета.

Запасной путь — расширение сверху, завязанное на бюджет: почти половина ИИ-долга размещается в сверхдлинных сроках, октябрьский план заимствований может разморозить аукционы, а предвыборная риторика — вернуть премию за срок в тридцатилетку. Для инвестора пути принципиально различны: снизу — рост цен коротких бумаг, сверху — падение цен длинных.

Главные риски. Фактическое повышение ставки ломает обе механики — кривая снова уплощается и остаётся плоской до конца года; ястребиный ФРС плюс фискальная премия одновременно — оба конца растут, и держатели любых бумаг несут потери.

Ориентир на конец года. Спред 2Y–10Y: 20–40 бп в третьем квартале, восстановление к 40–70 бп к концу года.

Кредитные рынки: ИИ эмиссия и частный долг задают тренд

Первое полугодие в двух точках. Спреды трёх публичных сегментов: инвестиционная категория (IG) 79 → 76 бп, высокодоходный сегмент (HY) 281 → ~270 бп, долларовый долг развивающихся рынков — лучшая полная доходность кредитного спектра (+3,3% против +0,2% у IG и +1,6% у HY).

Что двигало. Кредитный рынок раньше следовал за ставками — теперь у него собственная роль: именно через выпуск облигаций компании финансируют строительство ИИ-инфраструктуры. За полугодие эмитенты инвестиционного уровня разместили рекордные ~\$1,085 трлн нового долга — и премия за кредитный риск не выросла: покупателя сегодня интересует итоговая доходность бумаги, находящаяся у многолетних максимумов, а не размер надбавки за риск внутри неё, и этот спрос поглощает любые объёмы выпуска. Обратная сторона: при премиях у исторических минимумов сжиматься им дальше практически некуда — весь ожидаемый доход класса складывается из купона и движения базовых ставок, а кредитная составляющая из источника дохода превратилась в чистый риск.

Параллельно вызывает вопросы непрозрачный сегмент — частное кредитование, где появились первые трещины: оттоки из неторгуемых BDC, дисконт публичных BDC около 17% к стоимости чистых активов — минимум с 2022 года — и доля процентов, капитализируемых вместо выплаты деньгами (PIK), выше 7%.

Что будет двигать во втором полугодии. Инвестиционная категория (IG): ждать расширения премии за риск от больших объёмов выпуска не стоит — рынок доказал, что переваривает их. Сдвинуть премию способно только одно: сомнения в самой ИИ-истории, под которую занимают деньги. Ранний сигнал — облигации отдельных ИИ-компаний: их премии уже колебались заметно сильнее спокойного рынка в целом. Пока эти бумаги ведут себя тихо, стратегия по классу — получать купон при премии в коридоре 75–95 бп и не ждать большего.

Высокодоходный сегмент (HY): в 2028 году компаниям предстоит погасить долги на \$417 млрд, и занимать на это они начинают заранее, не дожидаясь срока. Дополнительное предложение бумаг умеренно надавит на цены — эффект технический, а не кредитный. Фундамент при этом прочный: дефолты идут в рамках прогноза, а купон около 7% при короткой дюреции (~2,8 года) даёт запас — даже рост базовых ставок ещё на процентный пункт не приводит держателя к убытку за год. Настоящие проблемы с рефинансированием, если и наступят, — не раньше 2027 года.

Долг развивающихся рынков — риск мигрировал из кредита в дюрецию: при 10Y UST выше 4,75% ценовая переоценка (дюреция индекса 5,7) съедает керри ~6,9%. Пока ФРС в паузе и доллар без тренда, класс остаётся лучшим в кредитном спектре.

Частное кредитование — следим по косвенным сигналам: канал перетока стресса в публичные рынки — рейтинговый, а не дефолтный. Ранние индикаторы, доступные без раскрытия самих портфелей: рейтинговые изменения по финансовому сектору HY, дисконты и потоки в публичные BDC.

Главные риски. Удар по ИИ-нарративу: осенняя отчётность без прогресса монетизации инвестиций переоценивает весь ИИ-долг — инвестиционная категория к 100 бп, высокодоходная выше 340 бп.

Кредитное событие в частном кредитовании: крупный дефолт или заморозка выдач ужесточают условия для нижнего эшелона HY и малого бизнеса разом.

Ориентир на конец года. IG 75–95 бп (стресс-сценарий — 100–120), HY 270–330 бп (выше 340 — пересборка взгляда, ниже 260 при неизменной ставке — фиксация позиции), EM 230–280 бп. Общая рамка: доход второго полугодия в кредите — купонный; изменение кредитного спреда как источник дохода выключен до первой настоящей трещины.

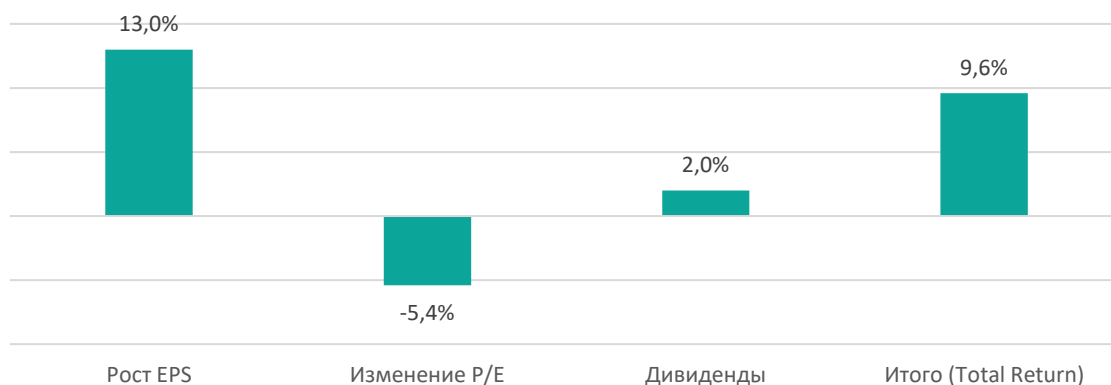
Акции США

S&P 500: платим за прибыль, а не за рост мультипликаторов

Первое полугодие в двух точках. S&P 500: около 6 800 на конец 2025 года → примерно 7 450 на 30 июня (+9,6%); форвардный P/E — цена индекса к прибыли ближайших двенадцати месяцев — сжался с 21,4х до 20–20,5х. Медиана актуальных таргетов стратегов — примерно 7 950 (разброс 7 800–8 300), подразумеваемый апсайд около +6–7%. Точечный таргет мы, как и в январе, сознательно не даём — только рамку с условиями.

Что двигало. Весь рост индекса обеспечила прибыль, а не расширение мультипликатора — ровно как мы описывали в январе. Весенняя просадка вокруг конфликта США–Иран была выкуплена за один квартал: второй квартал стал лучшим с 2020 года, и индекс обновил максимумы. Премия за риск при этом осталась у исторических минимумов — запас прочности к разочарованию в прибыли по-прежнему тонкий, и это ключевая уязвимость входа во второе полугодие. Прогнозируемый апсайд до консенсусных таргетов измеряется теперь единицами процентов — а значит, доходность второго полугодия делает выбор бумаг и сегментов, а не индексная бета. Это центральный аргумент в пользу активного отбора — и прямая связка с нашим продуктом торговых идей.

Рисунок 10. Вклад компонентов в рост S&P500



Источник: FactSet; расчёты Halyk Finance.

Что будет двигать во втором полугодии. Связка «оценка — доходность»: при паузе ФРС и повышенных длинных доходностях рост мультипликатора ограничен — топливом рынка остаётся только прибыль. База сценария: мультипликатор стоит на месте, всю доходность делает рост прибыли.

Ширина рынка: равновзвешенный индекс к началу июля обгонял капвзвешенный — рост перестает держаться на горстке имён. Устойчивое расширение участия — здоровый сигнал; схлопывание обратно в мега-капы вернёт рынок в хрупкий режим концентрации.

Сезонность промежуточных выборов (3 ноября): год midterm — исторически слабейший в четырёхлетнем цикле (средняя доходность около +7,5% против +12,4% вне таких лет, средняя внутригодичная просадка до 17%), с давлением именно в окне август–октябрь.

Разворот после ноября: снятие политической неопределённости исторически запускает ралли — в среднем +12–16% за 12 месяцев после промежуточных выборов, один из самых устойчивых сезонных паттернов. Развилка контроля Конгресса для индекса второстепенна: разделённый Конгресс исторически ассоциируется с ограничением новых расходов.

Главные риски. Разворот доходностей вверх: при околонулевой премии за риск сжатие форвардного P/E на один пункт означает около –5% по индексу даже без пересмотра прибыли.

Провал ширины: слабость мега-капов в отчётах конца июля утягивает индекс, а расширение участия не успевает подхватить из-за недостаточного веса.

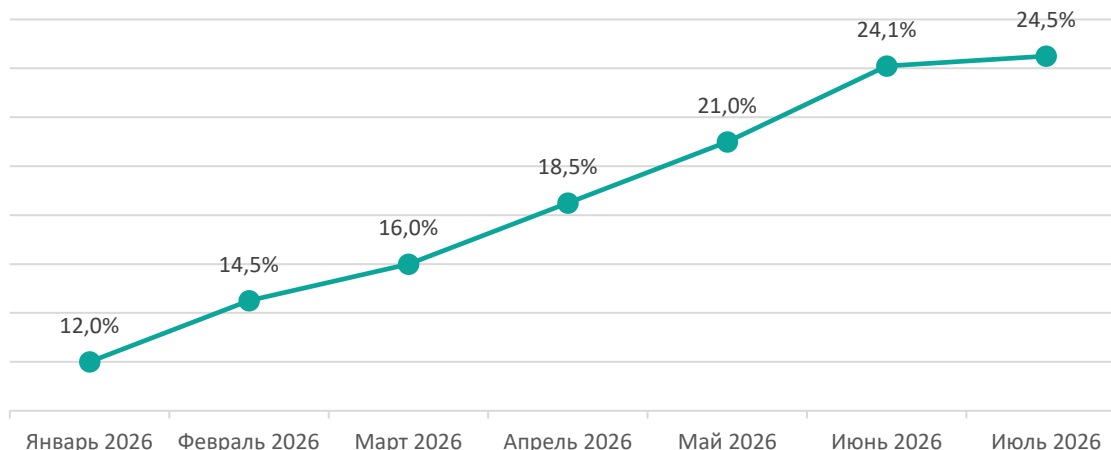
Ориентир на конец года. Доходность привязана к росту прибыли; мультипликатор в базе не выше текущего. Вероятность коррекции на 5%+ повышена в сезонном окне августа–октября. Доходность второго полугодия смещена в пользу выбора бумаг.

Рост прибыли: высокая цена ошибки

Первое полугодие в двух точках. Консенсус роста прибыли на акцию S&P 500 на 2026 год: +12% в январе → около +24–25% к середине июля; первый квартал отчитан ростом около +19% — один из сильнейших за десятилетие.

Что двигало. Прибыль удивляла вверх весь период и по широкому фронту: консенсус планомерно повышался, ревизии оставались положительными почти во всех секторах. Ядром роста были ИИ-бенефициары, но подтягивалась и медианная компания. Наш тезис о том, что рынок в режиме «платим за прибыль» жёстче наказывает за промахи, подтвердился: планка ожиданий поднялась, и цена ошибки в отчёте выросла.

Рисунок 11. Консенсус-прогноз роста EPS S&P 500 на 2026 год



Источник: FactSet; расчёты Halyk Finance.

Что будет двигать во втором полугодии. Сезон отчётности за второй квартал — момент истины: Microsoft и Meta 29 июля, Apple и Amazon 30 июля, Nvidia 26 августа; второй пик — начало ноября. На эти отчёты приходится около половины отчитывающейся капитализации.

Концентрация роста прибыли: ИИ-корзина (около сорока компаний, ~45% капитализации) дала порядка 70% всего прироста прибыли; великолепная семёрка растёт примерно на +30% против +14–16% у остальных — разочарование в одной-двух отчётностях бьёт по всему индексу через вес.

Квартальная прибыль на акцию S&P 500 выросла с \$63,1 в первом квартале 2025 года до \$75,0 в первом квартале 2026-го; консенсус на второй квартал — \$81,7, то есть темп 8,8% квартал к кварталу против исторической медианы 5,4%. Ожидания распределены неравномерно: от полупроводников консенсус ждёт роста выручки около 54% и прибыли более 120% с расширением маржи примерно на 13 пп, от гиперскейлеров — около 24% и 37% соответственно.

К качеству этого роста есть три оговорки: консенсус на 2026–2027 годы повышен примерно на 10% с начала года, то есть часть прироста отражает пересмотр ожиданий, а не результаты бизнеса; обратный выкуп акций работает против показателя прибыли на акцию — объёмы у корпоративных клиентов ниже прошлогодних на 20–30%; переход тарифов на раздел 301 создаст точечное давление на маржу импортозависимых секторов. Следствие для второго полугодия: в режиме, где доходность рынка определяется прибылью, невыполнение ожиданий наказывается значительно сильнее, чем вознаграждается их выполнение, — преимущество у компаний с консервативными прогнозами и предсказуемой структурой прибыли.

Главные риски. Уход роста прибыли в отрицательные ревизии — единственное, что подрывает несущую; слабый гайденс мега-капа утянет рынок даже при нейтральном отчёте.

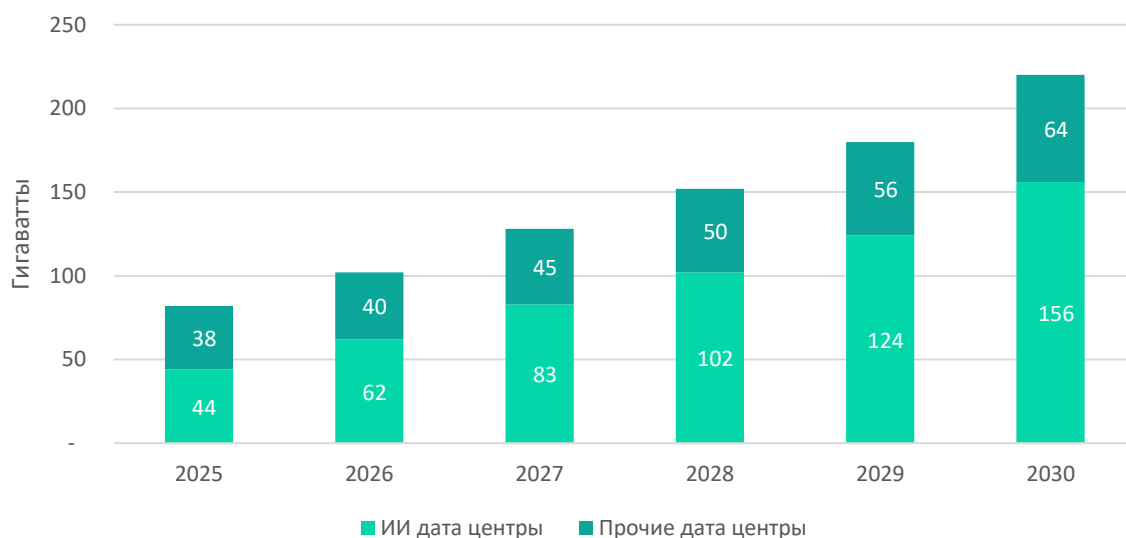
Ориентир на конец года. Ожидаемый рост прибыли на акцию S&P 500 за 2026 год — 24–25%; это несущая опора текущих оценок рынка: индекс оплачен вперёд именно под такие темпы. Ближайшая проверка — сезон отчётности за второй квартал с планкой консенсуса около +20% год к году. Результаты выше планки поддержат индекс; промах крупнейших компаний сдвинет ожидания по году к нижней границе диапазона — а вместе с ними и рынок.

ИИ-цикл: бенефициар сместился к «узкому горлышку»

Первое полугодие в двух точках. Планы капзатрат гиперскейлеров на 2026 год: около \$557 млрд в начале года → порядка \$725–775 млрд к середине июля. Внутри темы уверенно лидировала инфраструктура — поставщики оборудования и энергии, а не пользователи софта.

Что двигало. Гонка капзатрат не остыла, а ускорилась, и стройка всё больше финансируется долгом. Рынок начал платить не разработчикам и не пользователям софта, а поставщикам физических компонентов — электрооборудования, охлаждения, памяти, а также производителям электроэнергии. Гиперскейлеры при этом остались парадоксально стойкими за счёт диверсифицированной выручки — пока способности финансировать стройку из собственного потока хватает.

Рисунок 12. Динамика глобального спроса на дата центры



Источник: McKinsey; расчёты Halyk Finance.

Что будет двигать во втором полугодии. Осенние отчёты как тест конверсии: во втором полугодии капзатраты у ряда имён впервые превысят операционный поток, а совокупный свободный поток группы уходит в минус — отсутствие прогресса облачной выручки станет триггером переоценки всей ИИ-корзины.

Амортизация и обесценение: два пути коррекции одной и той же прибыли. Если сервер устаревает за три-четыре года, а списывается за шесть, часть сегодняшней прибыли перенесена из будущих отчётов. У этого допущения есть два пути коррекции. Медленный — пересмотр сроков компаниями. Быстрый — разовое списание или обесценение, которое бьёт по прибыли не растянуто, а одним отчётом — именно так заканчивались прошлые циклы избыточных инвестиций в инфраструктуру. Масштаб вопроса задают сами капзатраты.

Энергия и оборудование дата-центров — новый бенефициар: узкое место сместилось со спроса на вычисления к их питанию (ИИ-стойка потребляет в 15–25 раз больше обычной) — акцент смещается к продавцам оборудования.

Долговое финансирование делает ИИ-истории чувствительными к доходностям: эмиссия под ИИ идёт к \$300 млрд за год.

Главные риски.

«Кризис веры»: капзатраты растут, а выручка и поток отстают на осенних отчётах — переоценка всей тяжёлой ИИ-корзины через её вес в индексе; сбой в азиатской цепочке поставок (июльская встряска корейского KOSPI — прецедент) импортирует волатильность на рынок США в тот же день.

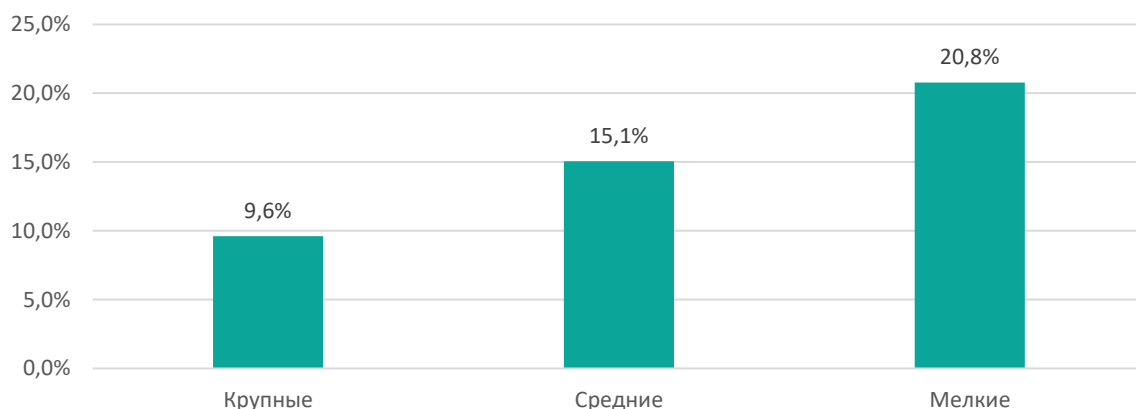
Ориентир на конец года. Внутри ИИ-темы — предпочтение «узкому горлышку» (энергия и оборудование) против чистых капзатратчиков; баланс риска смещается от «сколько строит» к «сколько зарабатывают со стройки».

Стили и капитализации: младшие бегут, средние догоняют

Первое полугодие в двух точках. Перформанс за полугодие: крупная капитализация (S&P 500) около +9%, средняя (S&P 400) +15%, малая (S&P 600) +21%. Лучшее полугодие малой капитализации с 1991 года.

Что двигало. Малая капитализация и стоимость стали лидерами рынка — причём внутри малой капитализации обгоняли прибыльные, менее закредитованные компании. Причина не в фундаментальном улучшении, а в том, что рынок сыграл ожидания смягчения ФРС раньше фактов. Показательнее всего было устройство рынка изнутри: индексы двигались спокойно, но отдельные акции расходились в результатах сильнее обычного — и водораздел проходил не между дешёвыми (value) и растущими (growth), а между сильными и слабыми компаниями. Прочный баланс, устойчивая маржа и реальный денежный поток выигрывали при любом стиле. Ставка на стиль больше не работает — работает отбор бумаг.

Рисунок 13. Динамика индексов по капитализации



Источник: Bloomberg; расчёты Halyk Finance.

Что будет двигать во втором полугодии. Капитализации: средняя — костяк, малая — выборочно. Важно, за счёт чего вырос каждый в первом полугодии. Средние компании росли на прибыли: маржа устойчива, долг умеренный, оценка ниже, чем у крупных, — такому росту не нужна помощь ФРС. Малые компании росли в основном на переоценке: их акции подорожали, хотя прибыль самого бизнеса не улучшилась — цена ушла вперёд результатов. Стоят малые компании по-прежнему заметно дешевле крупных, но эта скидка во многом заслуженна: значительная часть сегмента убыточна, а долг взят под плавающую ставку — каждый месяц дорогих денег бьёт по таким компаниям напрямую. Поэтому по-настоящему развернуть сегмент могут только фактические снижения ставки, а не разговоры о них. Наш базовый сценарий — пауза, и значит выросшее на ожиданиях ралли уязвимо к откату: гнаться за ростом не будем, но и ставить против тренда не станем.

Value и growth: стили уступили качеству бумаг. Классическое деление на дешёвые и растущие компании объясняет в этом цикле всё меньше: в первом полугодии value формально был среди лидеров, но разброс результатов внутри каждого стиля оказался больше, чем разница между стилями. Причина в том, что технологический сдвиг проходит поперёк ярлыков: среди дешёвых компаний есть бизнесы, чья низкая цена отражает реальное устаревание модели, а среди дорогих — компании, чья премия полностью оплачена растущей прибылью. Рабочий фильтр вместо ярлыков — качество прибыли: прочный баланс, устойчивая маржа, превращение выручки в денежный поток; в таком режиме отбор конкретных имён приносит больше, чем ставка на стиль или направление.

Главные риски. Фальстарт по малой капитализации при затянувшейся паузе; ненадежный отскок низкорентабельных имён временно бьёт по качественному фильтру — исторически недолговечен.

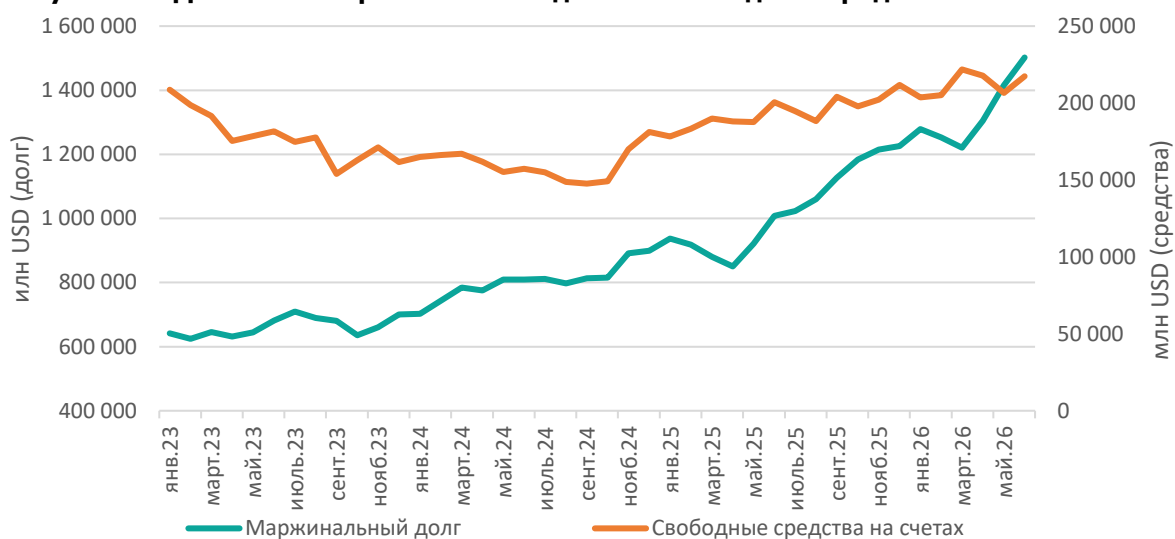
Ориентир на конец года. Крупная капитализация — нейтрально; средняя — положительно; малая — нейтрально: убыточная доля компаний в индексе малой капитализации сдерживает от перевеса. Стили value/growth — нейтрально, с отбором внутри обоих по фильтру качества прибыли.

Кредитное плечо: растущая волатильность рынка

Первое полугодие в двух точках. В январской стратегии этого блока не было — добавляем, потому что техническое состояние рынка стало самостоятельным фактором риска. Валовое плечо хедж-фондов достигло пятилетнего максимума в июне, чистое — четырёхлетнего, после чего к середине июля началась разгрузка; потоки шли из мега-капов в равновзвешенные и малую капитализацию.

Что двигало. Рынок рос спокойно, но внутри накапливались усилители будущего движения. Кредитное плечо фондов — у многолетних максимумов: позиции держатся на заёмные деньги, и при падении их придётся вынужденно продавать. Активы ETF со встроенным плечом — рекордные: такие фонды механически продают при снижении рынка, ускоряя его. Около трети объёма торгов приходится на опционы со сроком жизни в один день — инструмент, многократно усиливающий внутридневные движения.

Рисунок 14. Динамика маржинального долга и свободных средств на счетах



Источник: Finra; расчёты Halyk Finance.

Что будет двигать во втором полугодии. Плечо как усилитель: при плече у максимумов первичная просадка запускает маржин-коллы и каскадные продажи — механизм самоусиливающийся. Календарь обратного выкупа добавляет уязвимости: окна тишины перед отчётами, когда компании не выкупают собственные акции, убирают крупнейшего системного покупателя ровно в сезон отчётности.

Корреляции и плечо как усилители движения. Сейчас индекс спокоен, но отдельные бумаги волатильны: корреляция между ними низкая, а разброс доходностей за последние месяцы побывал и на историческом максимуме, и на минимуме. Эта конструкция ненадёжна: в момент стресса все бумаги начинают падать вместе, и спокойствие индекса исчезает за считанные дни — без каких-либо изменений в экономике или прибыли компаний. Около трети объёма приходится на однодневные опционы, а кредитное плечо фондов у многолетних максимумов, поэтому первая же просадка заставляет участников закрывать позиции и продавать, ускоряя падение.

Стоимость хеджей при низкой волатильности: защита дешёвая именно тогда, когда кажется ненужной, — асимметрия выплаты по защитным опционам исторически привлекательна. Практический вывод: держать хедж, а не наращивать плечо в лидерство.

Главные риски. Каскадная распродажа в перегруженном лидерстве при рекордном плече и трети объёма в однодневных опционах. Ранний индикатор — недельные данные прайм-брокеров по плечу и структура волатильности.

Ориентир на конец года. Техническое состояние — фактор риска, а не направления. Рост индекса волатильности и продолжение разгрузки плеча — сигнал усилить защиту, а не покупать просадку с плечом.

IPO: рекордные размещения

Первое полугодие в двух точках. Первый квартал: 34–35 размещений на \$9,9 млрд — рынок ещё спал. Второй квартал: 48 размещений на \$104,8 млрд — квартальный рекорд, с якорной сделкой SpaceX (\$75 млрд, июнь) — крупнейшим IPO в истории.

Что двигало. Первичный рынок разморозился после двух слабых лет, и причина — сочетание спроса и одной знаковой сделки. Розничные покупки акций идут с рекордным темпом, институциональный спрос на новые имена восстановился, а успех размещения SpaceX открыл окно для остальных: за ним пошли сделки, ждавшие своей очереди с 2024 года.

Что будет двигать во втором полугодии. Пайплайн главных имён. Кульминацией цикла на биржу» станет выход на биржу лидеров ИИ — в обсуждении прежде всего OpenAI и Anthropic; официальных анонсов на дату документа нет, статус отслеживаем по факту. Логика для рынка двойная: такие размещения втянут десятки миллиардов долларов спроса и станут крупнейшим тестом январского маркера — исторически выход самых ожидаемых имён на публичный рынок происходил ближе к вершине цикла, когда частные инвесторы фиксируют оценку.

Баланс предложения акций разворачивается. Размещения растут, а обратный выкуп падает, поэтому чистое предложение акций — новые размещения минус выкуп — идёт к положительному значению порядка \$200 млрд за год: впервые за долгие годы рынок должен переварить больше бумаг, чем с него забирают. Основная волна придёт на сентябрь: октябрьское окно сжато близостью выборов, и плотный календарь размещений совпадёт с сезонно слабым периодом.

Качество приёма — через фильтр индексов. Важное изменение среды: в индексы семейства Nasdaq начали входить недавно разместившиеся компании без прибыли. Механика последствий простая: индексные фонды покупают состав индекса автоматически, по весу и без анализа, — поэтому убыточная компания, попав в индекс, получает постоянный поток пассивных денег, а качество самого индекса незаметно снижается. Для нас это два практических вывода: следим за долей убыточных среди новых включений как за маркером стадии цикла, а покупку всего индекса перестаём считать нейтральным решением — фильтр качества прибыли становится нужен даже пассивному инвестору.

Главные риски. Захлебнувшееся окно: серия слабых дебютов или отмен размещений бьёт не только по первичному рынку, но и по аппетиту к риску в целом — и по комиссионному мотору банков.

Навес предложения в слабом сезоне: положительное чистое предложение акций при сниженном выкупе усиливает любую коррекцию в окне августа–октября — продавцов на рынке структурно больше, чем год назад.

Ориентир на конец года. При открытом окне активность второго полугодия превысит первое; ключевые индикаторы — чистое предложение акций и качество дебютов. Массовый выход концептуальных компаний без выручки сдвинет наш взгляд на рынок акций в осторожную сторону независимо от уровня индекса.

Сектора США

Сектора за 30 секунд

Сектор	Результат за 1П	Взгляд 1П → 2П	Ключевой драйвер 2П	Главный риск
Промышленность	+20,2%	нейтральный → позитивный	Электрооборудование и стройка под дата-центры; оборонный заказ; решоринг	Тарифы на импортные комплектующие
Технологии	+19,8%	позитивный → позитивный	дефицит памяти и цепочка поставок; в софте — кибербез и избирательность по именам	«Кризис веры» в конверсию капзатрат
Энергетика	+19,7%	нейтральный → нейтральный	Хрупкое перемирие: премия за риск против профицита	Ормузский пролив
Материалы	+12,0%	нейтральный → нейтральный	Медь и электрификация; золото — при развороте реальных ставок	Коррекция золота при повышении ставок ФРС
Недвижимость (REITs)	+11,5%	негативный → нейтральный	Дата-центровые REIT на ИИ-спросе	Рост длинных доходностей
S&P 500	+9,6%	—	—	—
Товары первой необходимости	+8,0%	нейтральный → нейтральный	Защитный профиль при охлаждении рынка труда	Тарифная себестоимость
Коммунальные услуги	+7,7%	нейтрально-позитивный	Контракты генерации с дата-центрами, включая атомную	Тарифный: перенос затрат на население
Здравоохранение	+3,5%	нейтральный → нейтральный	Дешёвая оценка, защитный профиль, M&A	Регуляторное давление на цены
Коммуникации	+0,8%	нейтральный → нейтральный	рекламный цикл больших платформ;	антимонопольные процессы
Товары вторичного спроса	−0,8%	нейтральный → нейтральный	Рост расходов обеспеченных, улучшение условий нуждающихся	Слабый найм, падение фондовых индексов
Финансы	−1,2%	позитивный → нейтральный	Отложенная чистая процентная маржа; комиссии и сделки	Уплотнение кривой; кредитный цикл

Источник: Bloomberg

Финансы: сектор живет на комиссионных

Первое полугодие в двух точках. Худший сектор полугодия: −1,2% против +10,2% у рынка; внутри — банки прибавили около +7%, вниз тянули небанковские сервисы.

Что двигало. Январский механизм строился на нормализации кривой, а кривая уплощалась (спред 2Y–10Y с ~72 до ~30 бп): канал расширения процентной маржи не включился. Сектор жил вторым мотором — комиссиями рынков капитала: оживление M&A, возврат IPO и рекордная волна долгового финансирования ИИ-инфраструктуры, которую организуют банки. Этого хватило банкам, но не сектору целиком.

Что будет двигать во втором полугодии. Отложенный рост чистой процентной маржинальности: базовый сценарий облигаций — восстановление наклона снизу в четвёртом квартале, и каждый шаг в эту сторону возвращает январский механизм; ключевая точка — заседание ФРС 15–16 сентября.

Цикл сделок как действующий мотор: комиссии от M&A, размещений и организации ИИ-долга; малый бизнес переживает высокие ставки в режиме медленного ухудшения, но не краха, поэтому банкам не приходится наращивать резервы под потери и прибыль не съедается. Эта опора держится ровно до тех пор, пока затянувшаяся пауза ФРС не доведёт слабых заёмщиков до реальных дефолтов.

Главные риски. Новое уплощение кривой при повышении ставки; переток стресса из частного кредитования — удар одновременно по качеству активов и сделочному циклу. Ранний сигнал — рейтинговые изменения по финансовому сектору категории HY.

Взгляд на 2П. От позитивного к нейтральному: тезис жив за счёт комиссий и отложенного роста чистой процентной маржинальности. Пересмотр вверх — при bull steepener со спредом выше ~55–60 бп и продолжения долговых эмиссий и выходом на IPO разработчиков больших языковых моделей (OpenAI, Anthropic) на IPO.

Технологии и софт: железо выиграло, софт заплатил

Первое полугодие в двух точках. Верхний кластер рынка (~+20% по секторному индексу), полупроводники — сильнейшая индустрия. Внутри при этом — самый глубокий раскол среди всех секторов: корзина прикладного софта потеряла около 35% и стала главным аутсайдером всей ИИ-темы.

Что двигало. Один и тот же ИИ-цикл развёл две половины сектора в противоположные стороны. Железо выиграло на дефиците: контракт OpenAI на ~30% выпуска памяти 2026 года поднял цены, память дошла почти до половины стоимости смартфона — заработали и покупатели с длинными контрактами, и производители. Софт за тот же цикл заплатил, и давление шло по трём каналам: страх замещения с помощью *vibe coding*, экономика внедрения: продавать ИИ-функции проще, чем зарабатывать на них — вычислительная себестоимость давит на привычную для софта маржу, а также заморозка расширений подписок до ясности клиентов с собственными ИИ-планами. Рынок при этом наказывал не отчёты, а бизнес-модель: дисперсия внутри сектора выросла, июльский обвал IBM на слабом отчёте тому пример.

Что будет двигать во втором полугодии. Контрактные цены памяти: ввод мощностей HBM решит, продлится ли дефицит; консенсус пока ждёт дальнейшего роста цен — дефицит пролонгируется.

Дефицит спускается по цепочке поставок. Производители оборудования получают двойную поддержку — заказы под новые мощности памяти плюс общий рост капзатрат отрасли: маржа сегмента 49–61%, а планы расширения производителей памяти конвертируются в его выручку с опережением; отдельное положение у ASML — единственного поставщика EUV-литографии для передовых чипов. Второе узкое место — передовая упаковка (*advanced packaging*): технология, при которой процессор и память высокой пропускной способности собираются в единый модуль на общем основании. Именно она превращает чипы в ИИ-ускоритель, и именно её мощности сегодня ограничивают выпуск сильнее, чем производство самих чипов. Самый жёсткий дефицит внутри упаковки — подложки (*substrates*): основания для таких модулей нужны в разы больше стандартных, выпускать их умеют единицы производителей, а расширение мощностей занимает годы. Третье звено — само производство: практически все передовые ускорители выпускает TSMC, и её упаковочные мощности распроданы настолько, что часть операций передаётся внешним подрядчикам. Конечная точка миграции — электроэнергия. У каждого звена цепочки — своя ценовая власть; ASML и TSMC — точки, где цепочка сходится без альтернативных поставщиков.

Софт: триггер отложенного ралли — раскрытие ИИ-выручки в осенней отчётности; первые компании, убедительно показавшие деньги от ИИ в продукте, зададут переоценку группе. До этого — избирательность вместо ставки на отскок индустрии, водораздел по нескольким признакам: уникальность данных вендора (информация о клиентах и индустрии), юридическая защита клиента (ответственность за результат провайдера), встроенность в критические процессы клиентов (высокая цена переезда на другие платформы) и способ монетизации (плата за место против подписки и платы за запрос). Чем больше данных качеств у софта, тем сложнее его заменить собственными разработками ПО.

Кибербезопасность — структурный фаворит с двойным драйвером: злоумышленники уже используют ИИ, а каждое корпоративное внедрение ИИ создаёт новый класс уязвимостей в связи с доступом моделей к внутренним данным компании. Эти расходы наименее цикличны во всём софте: их не замораживают, потому что цена инцидента несопоставима с экономией. Дополнительная опора — рост общего объёма рынка за счёт необходимости в защите ИИ агентов.

Главные риски. «Кризис веры» в конверсию капзатрат — через вес мега-капов удар по всему сектору, причём при дефиците на каждом звене цепочки сбой одного поставщика останавливает выпуск конечного продукта; возврат нарратива «замещения» при новых релизах моделей — повторное давление на весь софт без разбора.

Взгляд на 2П. Позитивный, с акцентом на селективность и асимметрию внутри: физическая часть ИИ-цикла и успешные монетизаторы технологии — конструктивно; в софте — кибербезопасность и продукты с конкурентными преимуществами — конструктивно. Ралли софта — отложенное, а не отменённое. Пересмотр вниз — разворот контрактных цен на память и снижение капитальных затрат.

Материалы: сектор вытянули промышленные материалы

Первое полугодие в двух точках. Сектор: +12,0%, но драйвером выступили медь, сталь и химия. Золото: пик около \$5 420 в конце января → примерно \$4 000–4 050 к концу июня.

Что двигало. Золото встретило пик ровно в момент максимального оптимизма по снижению ставок — а дальше пауза ФРС и устойчивый доллар подняли реальную доходность, и спекулятивный спрос вышел. Структурная опора: центробанки покупают шестнадцатый год подряд — но против ставок её не хватило. Медь и материалы под стройку дата-центров, производства полупроводников и сетей передачи электроэнергии вытянули сектор.

Что будет двигать во втором полугодии. Золото: реальные ставки и доллар. При паузе ФРС потолок для отскока сохраняется; разворот возможен от первого убедительного сигнала смягчения. Спрос центробанков структурно поддерживает цену; притоки в ETF — маркер возврата частного спроса. Высокая стоимость топлива продолжит снижать маржу добытчиков.

Рынок меди в дефиците. Спрос дата-центров на медь в ближайшие годы примерно удвоится. Главный драйвер шире и устойчивее: электрификация сетей, транспорта и генерации, включая стройку под ИИ. Рост издержек добычи металлов при этом работает как ценовой пол: при дорогом топливе нерентабельные проекты не запускаются, и дефицит не закрывается.

Уран: структурный спрос на десятилетие. Курс на расширение атомной генерации подтверждён широким фронтом — 38 стран заявили цель утроения мощностей к 2050 году, а налоговые льготы OBBVA продлены на базовую генерацию, включая атом.

Главные риски. Повышение ставки ФРС — прямой негатив для золота. Для промышленной части — охлаждение ИИ-капзатрат или стройки: медь и материалы под дата-центры чувствительны к тем же решениям гиперскейлеров, что и технологический сектор.

Взгляд на 2П. Нейтральный по сектору в целом, но с разведением внутри. По золоту — конструктивно-осторожный. По промышленным металлам — конструктивный: дефицит меди, структурный спрос электрификации; уран — самая долгосрочная нить.

Промышленность: тихий лидер полугодия

Первое полугодие в двух точках. Лучший сектор полугодия: +20,2% против +10,2% у рынка, при этом без единой громкой истории — рост широкий, сегмент производственного оборудования прибавил порядка +25%.

Что двигало. Три источника заказов сложились одновременно. Первый — стройка ИИ-инфраструктуры: дата-центру помимо чипов нужны трансформаторы, распределительное оборудование, системы охлаждения, генераторы и сама коробка здания. Второй — решоринг: возврат производств в США, начатый тарифной эпохой, дошёл до стадиистроек и оснащения заводов. Третий — оборонный заказ: рост военных бюджетов в США и Европе загружает подрядчиков на годы вперёд, и этот спрос не зависит от экономического цикла.

Что будет двигать во втором полугодии. Портфель заказов как опора: у лидеров электрооборудования и оборонных подрядчиков он покрывает годы выпуска — выручка второго полугодия во многом уже законтрактована, что делает сектор менее чувствительным к замедлению экономики, чем его циклическая репутация.

Продолжение ИИ-стройки: каждый пересмотр капзатрат гиперскейлеров вверх — это заказы промышленности с лагом в один-два квартала; сектор — второй бенефициар той же волны, что и физическая часть технологий.

Ускоренное налоговое списание оборудования по OBBVA удешевляет инвестиции для покупателей промышленной продукции — поддержка спроса на оснащение за пределами ИИ.

Главные риски. Тарифы на импортные комплектующие: сектор сам зависит от импортной компонентной базы, и жёсткая конфигурация раздела 301 бьёт по марже производителей — тех самых, кто выигрывает от решоринга; охлаждение ИИ-капзатрат срезает самый быстрорастущий источник заказов.

Взгляд на 2П. Позитивный: три независимых источника спроса, законтрактованный портфель заказов и продолжение ИИ-стройки. Пересмотр вниз — сокращение капзатрат гиперскейлеров или тарифный удар по компонентной базе.

Энергетика: премия приходит и уходит — профицит остается

Первое полугодие в двух точках. В группе лидеров полугодия (+19,7%), но рост временный: пик в первом квартале и апреле, откат в мае–июне. Brent: около \$70 в январе → пик ~\$121 в конце апреля → ~\$76 к концу июня после перемирия.

Что двигало. Сектор подняли два сюжета подряд: венесуэльский фактор и ротация в отстающих ещё в январе, затем весенний конфликт добавил премию за риск поставок — а июньское перемирие её частично сняло. Фундаментальный якорь никуда не делся: EIA сохраняет прогноз расширения профицита (~3 млн барр/с в 2026 году), что структурно ограничивает цены при спокойной геополитике.

Что будет двигать во втором полугодии. Хрупкое перемирие — двусторонний фактор: премия за риск может вернуться за день; при устойчивом мире профицит и добыча ОПЕК+ тянут цены к нашему январскому ориентиру. Выборная развилка энергополитики (3 ноября) — секторные ставки на исход.

Переработка — отдельная экономика, и сейчас она лучше добычи. Бензин дороже прошлогоднего примерно на 60%, дистилляты — почти вдвое, маржа переработки у максимумов с 2022 года. Причина в том, что топливный рынок сжат сильнее нефтяного: закрытия НПЗ последних лет сократили мощности, и даже при профиците сырой нефти топлива не хватает. Следствие двоякое: перерабатывающий сегмент и интегрированные компании с крупной переработкой зарабатывают сверхмаржу и частично защищены от снижения цены нефти.

Главные риски. Продолжение ормузского кризиса — сохранение высоких цен; углубление профицита — ход ниже \$55–60 давит на потоки всего сектора, при этом переработку такой сценарий задевает меньше остальных — дефицит топлива никуда не девается.

Взгляд на 2П. Нейтральный по сектору, с повышенной двусторонней волатильностью; точечный интерес — качественные имена с устойчивым денежным потоком, и в первую очередь — с крупным перерабатывающим сегментом: при профиците нефти и дефиците топлива маржа переработки — самая защищённая часть сектора.

Коммунальные услуги: топливо для дата центров

Первое полугодие в двух точках. В январской стратегии этой секции не было — добавляем, потому что узкое место ИИ-цикла сместилось от чипов к электричеству (потребление ИИ-стоек в дата центрах кратно выше обычных). Сам сектор прошёл полугодие скромно: +7,7%, чуть слабее рынка.

Что двигало. Спрос на электроэнергию рос, и коммерческие продажи (куда входят дата-центры) — рос еще быстрее: очереди на подключение к региональным операторам, заказы турбин для строительства новых ТЭЦ, атомные контракты на расширение ядерных мощностей. Но сектор в целом двигали ставки и регуляторика сильнее, чем ИИ, — а внутри произошло расслоение: независимые производители с законтрактованным спросом против регулируемых сетей.

Что будет двигать во втором полугодии. Долгосрочные договоры покупки мощности (PPA), включая атомную генерацию, переводят спрос гиперскейлеров в законтрактованную на годы вперёд выручку независимых операторов. Попутный ветер — продлённые льготы ОВБВА для базовой генерации (атом, геотермия, накопители): налоговый кредит покрывает часть капитальных затрат, проекты окупаются быстрее — и больше новых станций и контрактов становится экономически осуществимыми. Это прямой канал, через который бумажная льгота превращается в мегаватты и выручку.

Капитальные программы сетей передачи электроэнергии — второй, более медленный канал монетизации: рост спроса требует новых линий и подстанций, и одобренные регуляторами инвестиции увеличивают базу, с которой сети зарабатывают разрешённую доходность.

Главные риски. Тарифный: перенос затрат на население политически токсичен перед 3 ноября — риск регуляторных решений против сектора именно в этом окне; охлаждение ИИ-капзатрат бьёт по всей цепочке.

Взгляд на 2П. Нейтрально-позитивный. Приоритет — независимые производители и генерация с законтрактованным спросом; регулируемые сети — нейтрально.

Казахстан

Тенге: крепкий орешек

Первое полугодие в двух точках. Годовая инфляция: 12,3% в декабре 2025 → 10,3% в июне; USD/KZT: 507,1 → 485,8, укрепление около 4%. Рост ВВП за 6М — 4,1% г/г (3,0% в 1кв) при обработке +9,8% и горнодобыче -4,0%.

Что двигало. Три силы, и все в одну сторону. Нефтяной шок вокруг Ирана и Ормузского пролива: среднемесячный Brent вырос с \$66,6/барр. в январе до \$117,3 в апреле и \$107,1 в мае — экспортная выручка по ценам, каких рынок не видел с 2022 года. Ставка 18% почти весь период при реальной доходности 6–7 п.п. Пауза ФРС, удержавшая доллар от более крупного ралли. Крепкий тенге дальше работал сам на себя: дешевеющий импорт тормозил цены, долларизация депозитов снизилась до 20,0% с 22,9% годом ранее.

Керри и нерезиденты. Ставка 18% удерживала не только внутренний спрос. Тенговая доходность 16–17% против 3,5–4% по долларовым инструментам давала премию около 13 п.п. годовых — керри-позиция выходит в ноль лишь при ослаблении тенге до 545–550 на горизонте года. Приток нерезидентов в ГЦБ — это прямое предложение валюты на бирже, и НБК называет его одним из ключевых факторов курса. Во 2кв приток уже сокращался, а сам цикл смягчения сужает премию.

Валютное предложение НБК. Чистое предложение валюты со стороны регулятора сократилось почти вдвое — с \$3,3 млрд в 1кв до \$1,8 млрд во 2кв. Продажи из Нацфонда снизились с \$1,2 млрд до \$1,0 млрд, а трансферты на 2026 год урезаны до Т2,77 трлн против Т5,25 трлн в 2025-м — минус эквивалент около \$5 млрд предложения за год; в июле продажи из НФ планируются лишь в \$200–300 млн. С июня действует новый механизм: трансферты выделяются под фактическую потребность бюджета, валюта продаётся равномерно в течение года (в июне выкуплено \$460 млн для постепенной реализации). Зеркалирование золота, наоборот, наращивается: в 3кв планируется продажа на Т1,1 трлн (~\$2,3 млрд), в том числе Т354 млрд в июле — то есть в 3кв это основной канал предложения, а Нацфонд вспомогательный. Обязательная продажа выручки квазигоссектором дала во 2кв дополнительные \$225 млн, но с июля норма отменена. На стороне спроса — импорт, сезонные дивиденды нерезидентам и покупки валюты для ЕНПФ (\$1,5 млрд во 2кв).

Важная оговорка: физический объём нефти падал. Добыча за 6М снизилась на 8,4% г/г (Тенгиз, ограничения КТК), профицит торгового баланса за 4М сжался почти на четверть г/г до \$3,1 млрд, а в апреле ушёл в минус. Тенге держала цена, а не объём.

Что будет двигать во втором полугодии. Нефть остаётся главным якорем, но арифметика другая: чтобы среднегодовой Brent сложился около \$85, вторая половина года должна пройти заметно ниже уровней апреля–мая. Базовый сценарий по курсу — не умеренный откат, а нормализация после аномалии. Валютное предложение сжимается по трём линиям сразу — урезанные трансферты, отменённая обязательная продажа выручки, сокращающийся приток нерезидентов; уравнивают их зеркалирование, равномерный график продаж и резервы: \$127,3 млрд консолидированно (+14% г/г), валютные активы Нацфонда \$65,1 млрд (+8,1% г/г). По порядку величин 3кв складывается примерно в баланс, риск смещён на 4кв.

Третий фактор, структурный: текущий счёт. При Brent \$85 он, по оценке аналитического центра Nalyk Finance, сложится с дефицитом около \$7 млрд (~2% ВВП) против -\$12,5 млрд в 2025-м, но дефицит сохраняется с 2023 года и остаётся встроенным источником давления на курс. НБК в базовом сценарии закладывает Brent \$90,1 и профицит \$0,4 млрд — расхождение прогнозов показывает, насколько всё упирается в нефть.

Главные риски. Резкий откат нефти ниже \$65 — двойной удар по курсу и бюджету, тем более при добыче ~95 млн тонн против 99,4 млн в 2025-м. Новый виток мировой инфляции — давление на все валюты ЕМ разом. Отдельный риск — совпадение сокращения трансфертов, отмены обязательной продажи выручки и оттока нерезидентов из ГЦБ в один квартал.

Ориентир на конец года. USD/KZT 500–520. Brent устойчиво выше ~\$80 — нижняя половина диапазона; возврат к \$65–70 при крепком долларе — верхняя половина или выше неё.

Ставка и облигации: июньский разворот открыл цикл

Первое полугодие в двух точках. Базовая ставка: 18% с октября 2025 года → 17% в июне (-100 бп) → 16,75% в июле (-25 бп); оба решения оказались для рынка неожиданностью — консенсус, включая нас, до июня ждал паузы. Доходности ГЦБ после июня пошли вниз вслед за политикой.

Что двигало. Жёсткая ставка прижимала инфляцию и удерживала спрос на тенговые инструменты. Трансмиссия отработала наглядно: корпоративное кредитование +2,5% с начала года против 4,1% годом ранее, розничное — 2,8% против 6,9%, автокредитование — 4,0% против 17,7%. Именно охлаждение кредита, а не курс, дало НБК основание начать цикл. Июньское снижение сопровождалось пересмотром прогноза инфляции НБК на 2026 год до 9–11% с 9,5–11,5%. Кривая ГЦБ начала закладывать продолжение цикла раньше, чем двигалась ставка: портфель ценных бумаг банков вырос на 9,0% с начала года до Т13,4 трлн (за 5М2025 он сокращался на 6,0%) — банки фиксировали доходность до снижения. Параллельно НБК сокращал стерилизацию: изъятая ликвидность снизилась до Т6,2 трлн, её доля в денежной массе — до 11,8% с 15,8% годом ранее.

Что будет двигать во втором полугодии. Траектория смягчения — главная идея в тенговом долге: покупая ГЦБ сегодня, инвестор фиксирует 16–17% на весь срок, тогда как депозиты и новые выпуски будут дешеветь вслед за НБК. Разрыв уже виден: средневзвешенная ставка по тенговым депозитам физлиц — 14,8%, юрлиц — 16,8%, то есть розничный вкладчик недобирает 1,5–2 п.п. относительно ГЦБ, и разрыв будет расширяться с каждым шагом вниз. Керри против девальвационных ожиданий: премия к долларovým инструментам порядка 13 п.п. в год, точка безубыточности — ослабление тенге до 545–550, заметно выше верхней границы нашего курсового ориентира (500–520). При базовом сценарии тенговые бумаги выигрывают с запасом, хотя сам запас сокращается с каждым снижением ставки.

Что сдерживает скорость цикла: месячная инфляция во 2кв застряла в диапазоне 0,7–0,8% — в годовом пересчёте около 9–10%, то есть замедление годового показателя во многом обеспечивается высокой базой, а не остыванием текущего импульса. Структура неоднородна: услуги замедлились до 9,0%, непроизводственная инфляция ускорилась до 11,7% с 11,3% в марте. Плюс немонетарные факторы: тарифы ЖКХ и цены на ГСМ после завершения в апреле моратория. Дополнительный элемент жёсткости, который останется и при снижении ставки, — расширение минимальных резервных требований (МРТ) и выпуск краткосрочных нот.

Главные риски. Разворот инфляции — пауза цикла и переоценка кривой вверх; отток нерезидентов из тенгового долга при глобальном risk-off — во 2кв приток уже сокращался, а это бьёт одновременно и по кривой, и по курсу.

Взгляд на 2П. Конструктивный по тенговому долгу; рабочая рамка по ставке — ещё одно-два снижения по 100 бп до конца года. Привязка к инфляции должна быть аккуратной: наш прогноз на конец 2026 года — 10,5–11,5%, прогноз НБК — 9–11%. Вход в однозначные значения возможен, но это верхняя граница оптимизма, а не базовый сценарий.

Акции (KASE): нефть и дивиденды сделали полугодие

Первое полугодие в двух точках. Индекс KASE: +9,7% за полугодие до 7 712,53 (пик — 21 апреля); в долларовом выражении с учётом крепкого тенге — около +14%.

Что двигало. Локомотивом было сырьевое ядро: КазМунайГаз +56,5% на дорогой нефти с выходом на исторические максимумы, Казатомпром +22,5% на уране и щедрых дивидендах за 2025 год, КазТрансОйл +19,4%. Сильно выглядели банки и дивидендные истории в целом; рынок расширялся и структурно — 14 новых листингов и растущее число брокерских счетов.

Банки при этом двигались в котировках на инерции рекордного 2025 года, тогда как отчётность уже развернулась. За 5М2026 прибыль сектора снизилась на 9,4% г/г до Т1 036 млрд, ROE опустился с 33,3% до 24,5%, ROA — с 4,4% до 3,5%; прибыль упала у 13 банков из 23. Структура результата стала слабее: чистый процентный доход +7,0% г/г, чистые комиссионные -28,8% г/г, а поддержку оказали доходы от восстановления провизий (+14,3% г/г до Т745 млрд) — статья разовая по своей природе. Доля NPL90+ выросла на 0,6 п.п. до 4,2%, рост бизнеса затормозил: корпоративный портфель +2,5% с начала года против +4,1%, розничный +2,8% против +6,9%, автокредиты +4,0% против +17,7%. Капитал продолжает накапливаться (+4,5% до Т11,1 трлн), что смягчает картину для дивидендной базы.

Что будет двигать во втором полугодии. Дивидендный сезон и промежуточные выплаты — главный магнит розницы; каждое снижение ставки понижает доходность безрисковой альтернативы и делает дивидендные акции относительно привлекательнее. Ставки по тенговым депозитам физлиц (14,8%) уже заметно ниже доходностей ГЦБ и дивидендных доходностей рынка, а розничные тенговые вклады выросли на 5,1% с начала года до Т22,6 трлн — сформировался пул сбережений, который при снижении депозитных ставок будет искать доходность выше. Новые IPO — источник дальнейшего расширения рынка.

Главные риски. Нефть вниз — удар одновременно по сырьевому ядру и тенге; уже реализованный рост первого полугодия ограничивает апсайд. Отдельный и недооценённый риск — нормализация банковской прибыли: ROE 33% был аномалией цикла высоких ставок, и его сползание к 24–25% на фоне замедления кредитования, роста NPL и опоры результата на восстановление провизий ставит вопрос об устойчивости выплат за 2026 год. То есть драйвер, на котором строится конструктивный взгляд на рынок, в банковском сегменте выглядит слабее, чем в сырьевом.

Взгляд на 2П. Конструктивно-нейтральный: фундамент (дивиденды, приток розницы, смягчение ставки) против уже реализованного роста. Предпочтительнее выглядят истории, где дивиденд опирается на денежный поток, а не на нормализацию резервов.

Глоссарий

- **Бп (базисный пункт)** — одна сотая процентного пункта: 25 бп = 0,25%.
- **Дюрация** — мера чувствительности цены облигации к ставкам: при дюрации 5 рост доходности на 1 п.п. снижает цену примерно на 5%.
- **Кривая доходности** — соотношение доходностей коротких и длинных бумаг; её наклон, например разница между 10- и 2-летними бумагами, показывает ожидания рынка по ставке и экономике.
- **Bull Steepener** — ставки на коротком конце кривой доходности снижаются быстрее ставок на дальнем конце кривой доходности.
- **Премия за срок** — дополнительная доходность, которую инвесторы требуют за владение длинными бумагами в условиях неопределённости.
- **Кредитный спред** — надбавка к доходности сверх государственных бумаг за риск конкретного заёмщика.
- **Реальная ставка** — ставка за вычетом инфляции; главный конкурент активов без собственного дохода, например золота.
- **Керри** — доход от разницы ставок: например, между тенговыми и долларовыми инструментами.
- **Инвестиционная категория (IG)** — облигации надёжных заёмщиков с относительно низкой доходностью.
- **Высокодоходный сегмент (HY)** — облигации заёмщиков с повышенным купоном за риск.
- **Рефинансирование** — замена старого долга новым.
- **Частное кредитование** — займы компаниям напрямую от фондов, минуя биржу и банки; без рыночных котировок и с ограниченной прозрачностью.
- **Business Development Company (BDC)** — биржевые фонды, выдающие займы частного кредитования; их котировки отражают настроение инвестора по данному сегменту.
- **Payment in Kind (PIK)** — начисление процентов в тело долга вместо выплаты деньгами; рост доли PIK — признак нехватки денег у заёмщиков.
- **Равновзвешенный индекс** — версия индекса, где все компании имеют одинаковый вес; его сравнение с обычным индексом показывает насколько равномерно распределяется рост.
- **Дисперсия** — разброс доходностей отдельных бумаг внутри индекса.
- **Волатильность** — размах колебаний цены; мера нервозности рынка.
- **Плечо** — торговля на заёмные деньги; усиливает и прибыль, и убыток.
- **Маржин-колл** — принудительное требование закрыть позиции, купленные с плечом, при их обесценении.
- **Обратный выкуп** — покупка компанией собственных акций с рынка; поддерживает цену и повышает прибыль на акцию.
- **Ротация** — переток капитала между секторами, странами или классами активов.
- **Dot plot** — квартальная диаграмма прогнозов членов ФРС по ставке.
- **OBVBA** — налоговый пакет США; для инвесторов — право списывать оборудование в расходы сразу.
- **Гиперскейлеры** — крупнейшие операторы облачной инфраструктуры.
- **Капзатраты** — инвестиции компании в оборудование и стройку.
- **PPA** — многолетний контракт на покупку электроэнергии; переводит спрос дата-центров в гарантированную выручку генераторов.
- **Headline CPI (общая)** — инфляция по полной корзине товаров и услуг, включая бензин и продукты.
- **Core CPI (базовая)** — общая инфляция, но без энергии и продовольствия. Очищена от самых скачущих компонентов.
- **IEEPA** — американский закон о чрезвычайных экономических полномочиях президента. Прежняя администрация вводила тарифы, опираясь на него, — но в феврале 2026 года Верховный суд постановил, что права вводить пошлины этот закон не даёт.
- **Раздел 122** — норма Торгового акта 1974 года, разрешающая президенту временную надбавку к импортным пошлинам до 15% на срок не более 150 дней; продление — только через Конгресс.
- **Раздел 301** — норма Торгового акта 1974 года, позволяющая вводить тарифы против конкретных стран за недобросовестные торговые практики. Ключевое отличие от раздела 122 — нет ни потолка ставки, ни срока действия.

- **DRAM** — стандартная оперативная память, ставится в компьютеры, смартфоны и серверы. Три производителя контролируют ~95% мирового выпуска, поэтому перекося спроса быстро превращается в дефицит и рост цен.
- **HBM** — память с высокой пропускной способностью для ИИ: чипы памяти собраны друг над другом прямо рядом с процессором.
- **Value (стоимость)** — акции, дешёвые относительно текущей прибыли и активов компании; ставка на то, что рынок недооценил устоявшийся бизнес.
- **Growth (рост)** — акции с высокой ценой относительно текущей прибыли, оплачивающей ожидания быстрого роста; ставка на будущее компании.
- **FOMC** — комитет ФРС, устанавливающий ставку; заседает восемь раз в год, четыре из них — с обновлением прогнозов.
- **Джексон-Хоул** — ежегодный августовский симпозиум центробанков; традиционная трибуна для программных заявлений главы ФРС.
- **QRA (квартальный план заимствований)** — публикуемый Минфином США план: сколько и каких облигаций выпустят в ближайший квартал. Для длинных бумаг — событие уровня заседания ФРС.
- **Однодневные опционы (ODTE)** — опционы, истекающие в день покупки; спекулятивный инструмент, усиливающий внутридневные движения.
- **Решоринг** — возврат производств в страну из-за рубежа; в США подстёгнут тарифами и субсидиями.
- **Подложка (substrate)** — плата-основание, на которой собирается чип и через которую он соединяется с остальной системой. Для ИИ-ускорителей нужны подложки в разы больше стандартных, а выпускать их умеют единицы производителей в мире — поэтому именно подложки стали одним из самых жёстких ограничений выпуска ускорителей.
- **Литография** — ключевой этап производства чипов: рисунок будущей микросхемы переносится на кремниевую пластину светом через специальную машину.
- **NFP (Nonfarm Payrolls, занятость вне сельского хозяйства)** — главный месячный показатель рынка труда США: сколько рабочих мест экономика создала или потеряла за месяц. Публикуется в первую пятницу каждого месяца и способен развернуть рынки за минуты; важная особенность — данные регулярно пересматриваются задним числом, поэтому смотреть нужно на цифры после ревизий, а не на первый заголовок.
- **CPI (Consumer Price Index, индекс потребительских цен)** — основная мера инфляции в США: насколько за месяц и за год подорожала корзина товаров и услуг типичного домохозяйства. Публикуется в середине каждого месяца; именно на устойчивое возвращение этого показателя к цели около 2% ориентируется ФРС при решениях по ставке.

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. 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 и (или) члены их семьи, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. АО «Halyk Finance» и (или) ее аффилированные лица осуществляют широкий спектр операций и предоставляют множество разных услуг на финансовых рынках, такие как услуги финансового консультирования, андеррайтинга, маркет-мейкера включая эмитентам, упомянутым в данном материале. Инвестиции в активы на финансовых рынках имеют высокую степень риска. При этом прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. 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 депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют. 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».

© 2026, 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. +7 727 339 43 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Thomson Reuters

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance