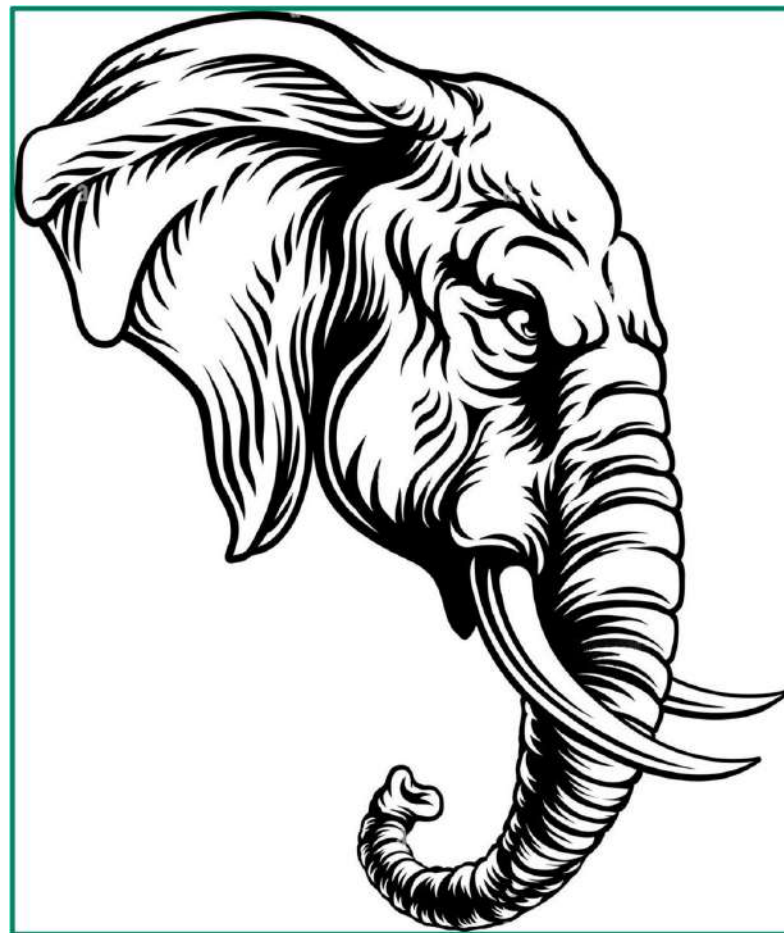


Стратегия инвестирования 2025

Тенденции, тренды и перспективы



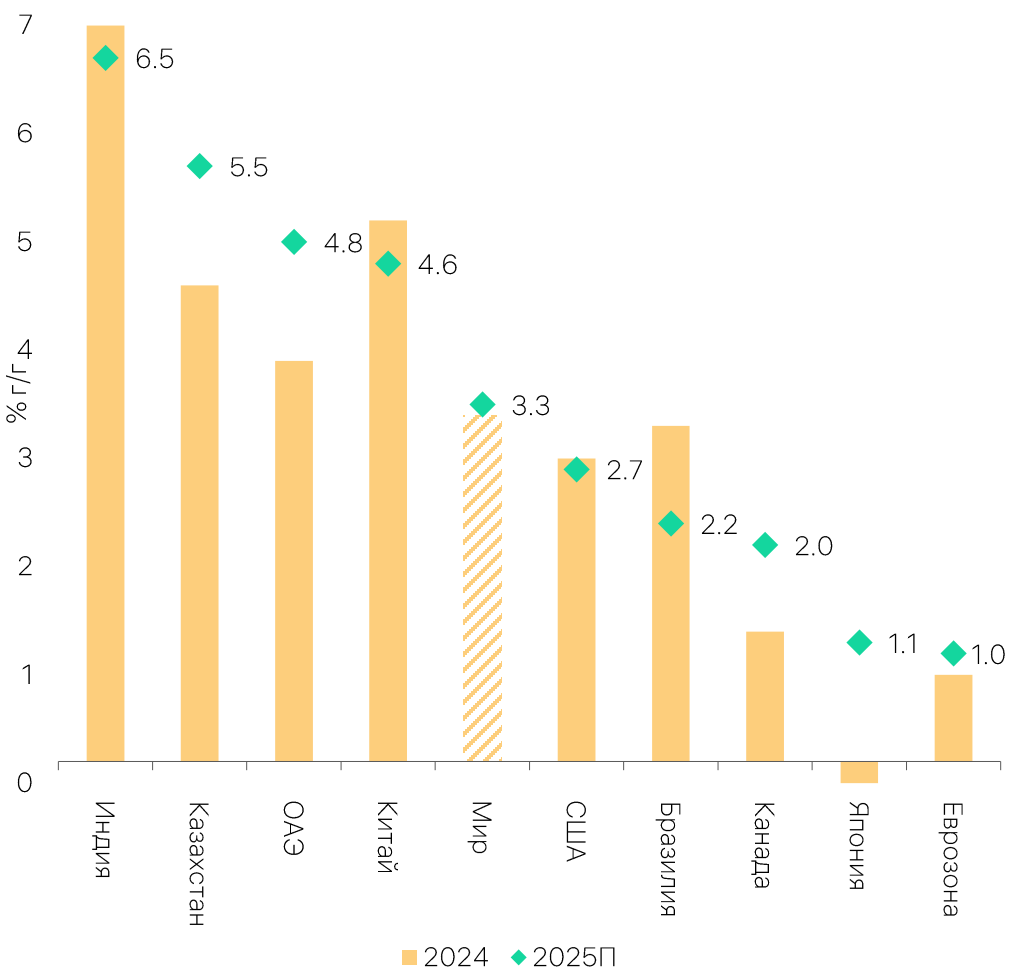
Взгляд на глобальные рынки

Перспективы экономик и рынков

Перспективы развитых экономик мира

Страна	Экономика	Драйверы	Риски	Взгляд на рынки
Еврозона	Умеренное ускорение темпов экономического роста до 1%.	Продолжение политики смягчения денежных условий. Замедление инфляции до таргета в 2%.	Эскалация торговой войны. Бюджетные дисбалансы. Внутриполитические проблемы. Миграционный кризис.	Рынок акций взгляд умеренно позитивный. Рынок облигаций – умеренно позитивный, фокус на HY и IG облигации.
Австралия	Ускорение роста ВВП до 2.1%.	Бюджетные стимулы и смягчение денежных условий.	Волатильность цен на сырьевые товары. Косвенный эффект эскалации торговой войны в регионе.	Рынок акций взгляд умеренно позитивный. Рынок облигаций – нейтрально.
Канада	Подъем экономики до 2%.	Инфляция находится ниже таргета, позволяя проводить мягкую ДКП. Умеренное ослабление курса позитивно экспортерам.	Торговые пошлины США могут ухудшить положение бизнеса.	Рынок акций взгляд позитивный, предпочтение компаниям Mid и Large Cap. Рынок облигаций – фокус на HY и IG облигации.
Япония	После замедления экономика нацелена на экспансию (+1.1%).	Рост зарплат и приток туристов стимулирует внутренний спрос. Дезинфляция создает условия для смягчения ДКП.	Ввод тарифов США ухудшит состояние компаний, зависящих от экспорта.	Рынок акций взгляд позитивный, предпочтение компаниям Mid и Large Cap. Рынок облигаций – нейтрально.

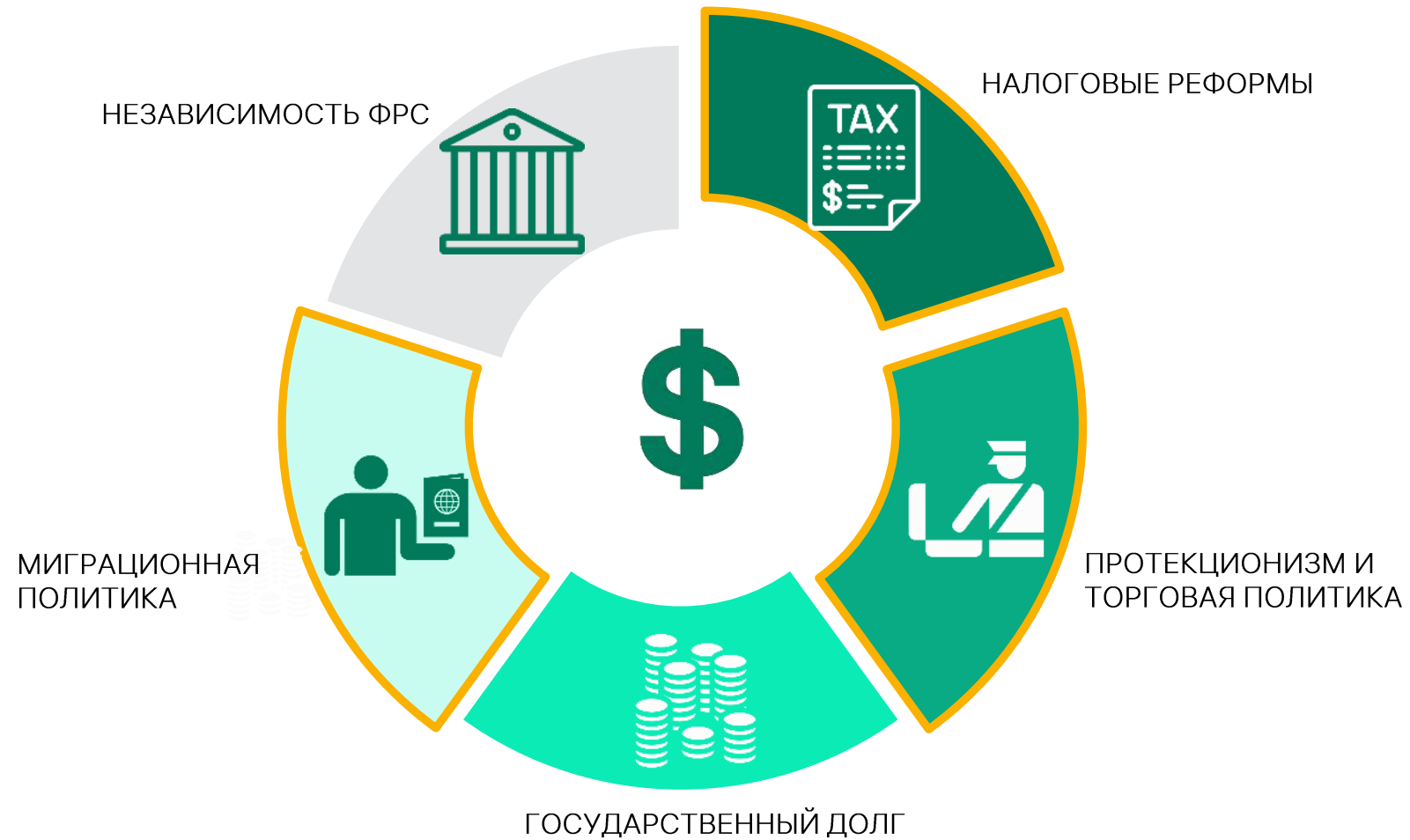
Динамика ВВП в 2024 г. и прогнозы по странам



Источник: Bloomberg

Взгляд на экономику и рынки США

Трамп 2.0: Анализ миграционной, налоговой и тарифной политики





Взгляд на экономику и рынки США

Трамп 2.0: Анализ миграционной политики

1.0



«Border Security Wall»

Проект не был завершён полностью, Трамп добился значительного увеличения длины забора и укрепления пограничной инфраструктуры.



«Zero tolerance policy»

В рамках этой политики усилились меры против незаконной миграции, включая разделение семей на границе, что вызвало критику правозащитных организаций из-за жестокости и гуманитарных последствий.



Ограничение миграции из мусульманских стран

Были подписаны указы ограничивающие въезд из мусульманских стран, которые частично были одобрены судами.



*

2.0



Массовые депортации и ужесточение миграционного контроля

Массовые депортации могут быть осуществлены через исполнительные приказы, усиливая депортацию нелегальных иммигрантов, контроль на границе и ускоренную депортацию. Это также включает расширение полномочий иммиграционных служб для массовых арестов и депортаций.



Полное или массовое переселение / Отмена права на гражданство по рождению

Изменение иммиграционной политики, включая массовые переселения, потребует одобрения Конгресса. Особенно сложным будет отменить или изменить временные статусы, так как это встретит сильное сопротивление. Отмена гражданства по рождению потребует изменения Конституции.

* Слоган «End Family Detention» (в переводе «Положить конец задержанию семей») относится к инициативам и движениям, направленным на прекращение практики задержания семей с детьми, особенно мигрантов, на американской границе. Это стало важной частью обсуждения миграционной политики в США, особенно во время президентства Дональда Трампа, когда были увеличены меры по задержанию и депортации мигрантов.



Взгляд на экономику и рынки США

Трамп 2.0: Анализ тарифной политики

1.0



Торговая война с Китаем и другими странами

Были введены тарифы на китайские товары на сумму \$250 млрд, что привело к торговой войне. Подписано соглашение с Китаем, но основные проблемы не решены. Тарифы также введены против Канады, Мексики и ЕС, что вызвало ответные меры.

Также осуществлялось давление на Пекин по вопросам интеллектуальной собственности.



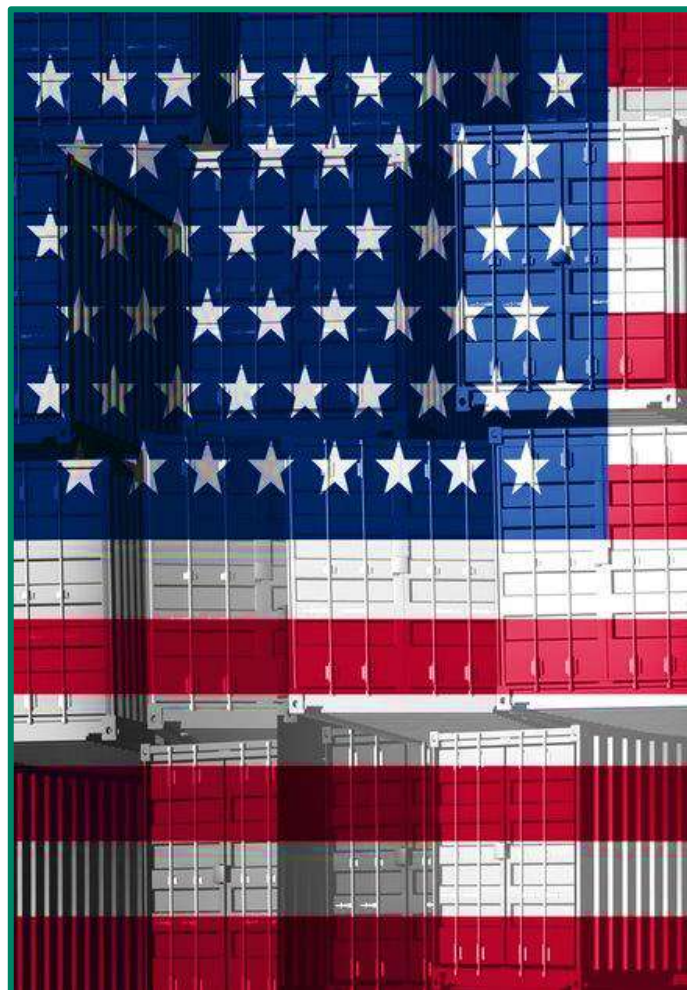
NAFTA → USMCA

Был инициирован пересмотр Североамериканского соглашения о свободной торговле на USMCA. Это соглашение поставило более жесткие условия для торговли в таких секторах, как автомобилестроение и сельское хозяйство, а также улучшило условия для американских рабочих.



Тарифы на сталь и алюминий 1.0

Были введены тарифы на сталь (25%) и алюминий (10%),



2.0



Новые тарифы на Китай и соседние страны

После переизбрания были предложены новые меры, которые включают 10% тарифы на китайские товары и 25% на импорт из Канады и Мексики начиная с 1 февраля. Это может быть реализовано через исполнительные акты.



Тарифы на сталь и алюминий 2.0

Были введены тарифы на сталь (25%) и алюминий (25%),



Взгляд на экономику и рынки США

Трамп 2.0: Анализ фискальной политики

1.0



«Tax Cuts and Jobs Act» (TCJA)

Крупнейшая налоговая реформа, подписанная Трампом в декабре 2017 года. Она включала значительные сокращения налоговых ставок для корпораций и физических лиц, а также изменения в налогообложении международных доходов и репатриации капитала.



Снижение налога на репатриацию капитала

В рамках налоговой реформы была введена льготная ставка налога для американских компаний, которые возвращают свою прибыль, находящуюся за рубежом. Это стимулировало крупные корпорации возвращать прибыли в США, что привело к значительному притоку капитала и инвестиций в страну.



«The Opportunity Zone Program»

Проект был частью TCJA и направлен на создание стимулов для инвестиций в экономически депрессивные районы США.



2.0



Продолжение налоговых реформ

Будет продолжена линия на снижение налогов, с возможными дополнительными инициативами по стимулированию корпоративных инвестиций и снижению налогового бремени для бизнеса:

- Произойдет истечение действия ключевых положений Закона о налоговых сокращениях и рабочих местах (Tax Cuts and Jobs Act, TCJA) в 2026 году и его продление будет главной повесткой ближайшего времени.
- Ожидается, что налоговые реформы будут продолжены, а ставка налога на корпорации, скорее всего, останется на уровне 21% или может быть даже снижена до 15% для определённых производителей.
- Вряд ли будут изменены налоги на физических лиц в значительной степени, хотя возможны дополнительные льготы для малого бизнеса.

* Слон является символом Республиканской партии в США. Он был принят в качестве эмблемы в 19 веке, после того как в 1874 году политический карикатурист Томас Наст изображал слона как символ силы и стабильности. Слон часто ассоциируется с такими чертами, как консерватизм, традиционные ценности и сильная экономика, что отражает идеологию Республиканской партии.

Взгляд на экономику и рынки США

Трамп 2.0: Кумулятивное отклонение от тренда для реального ВВП и индекса цен на потребительские расходы (CPI)

Прогноз по ставке и экономике на 2025 год

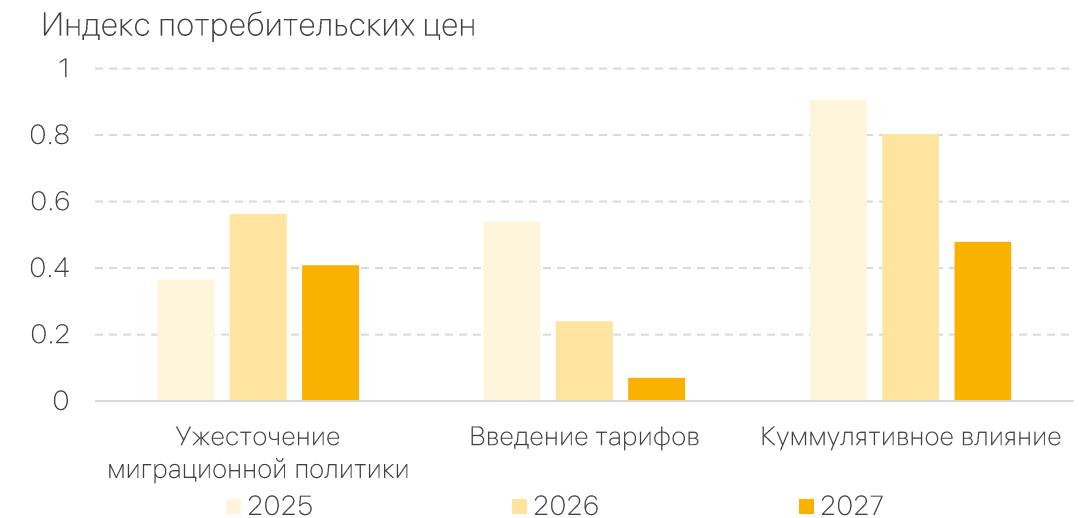
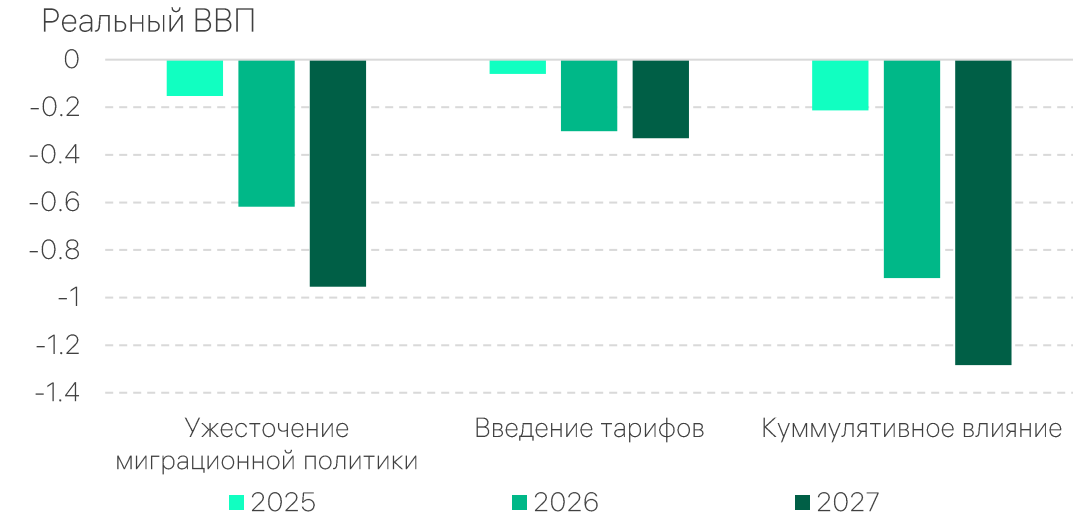
- Мы полагаем, что регулятор в 2025 году осуществит 1-2 снижения ставки во II пг (25-50 бп).
- Наш базовый сценарий предполагает замедление темпов экономического роста около долгосрочного тренда (~2.1%) с возможным ускорением во II пг.
- Текущая инфляция все еще является «липкой» («sticky»), даже не смотря на меры по ее сдерживанию и высокую вероятность ее замедления в первые два месяца 2025 года.

Наши ожидания по влиянию политики Трампа на экономику США

 **Миграционная политика.** Ожидаются депортации и ограничения на въезд, что приведет к дефициту рабочей силы в сельском хозяйстве и строительстве, но создаст возможности для автоматизации.

 **Торговая политика.** Тарифы на импорт из Китая и других стран повысит цены, что негативно скажется на розничной торговле и автомобилестроении, в то время как локализованные производства получат выгоду.

 **Фискальная политика.** Продление налоговых льгот и стимулирующих мер поддержит корпоративные прибыли и инвестиции, в первую очередь в капиталоемких секторах.

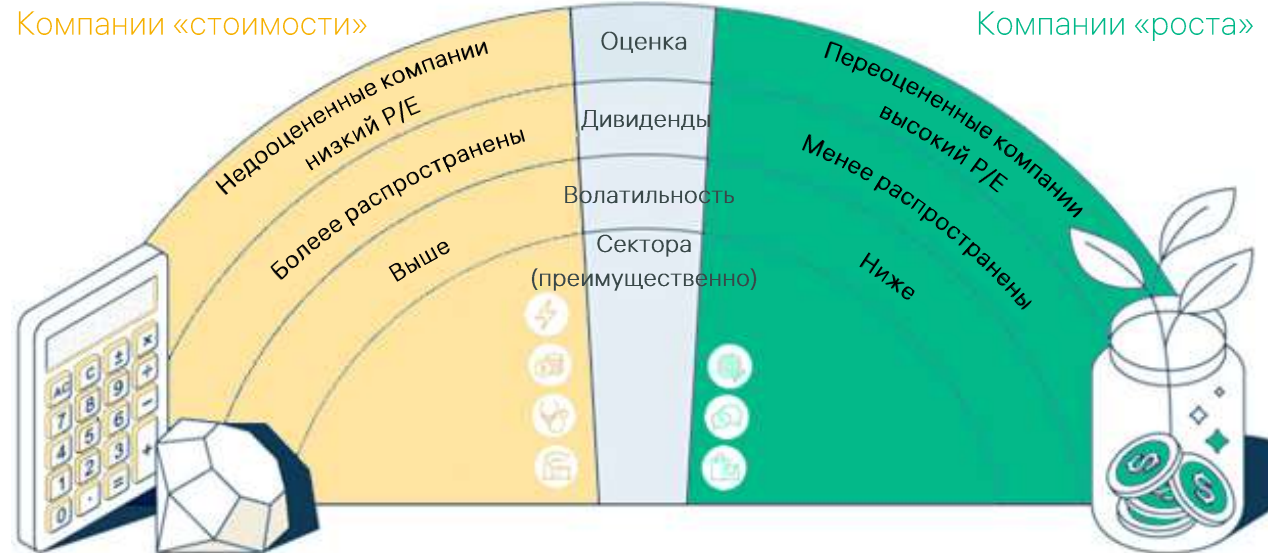


Наш взгляд: акции США

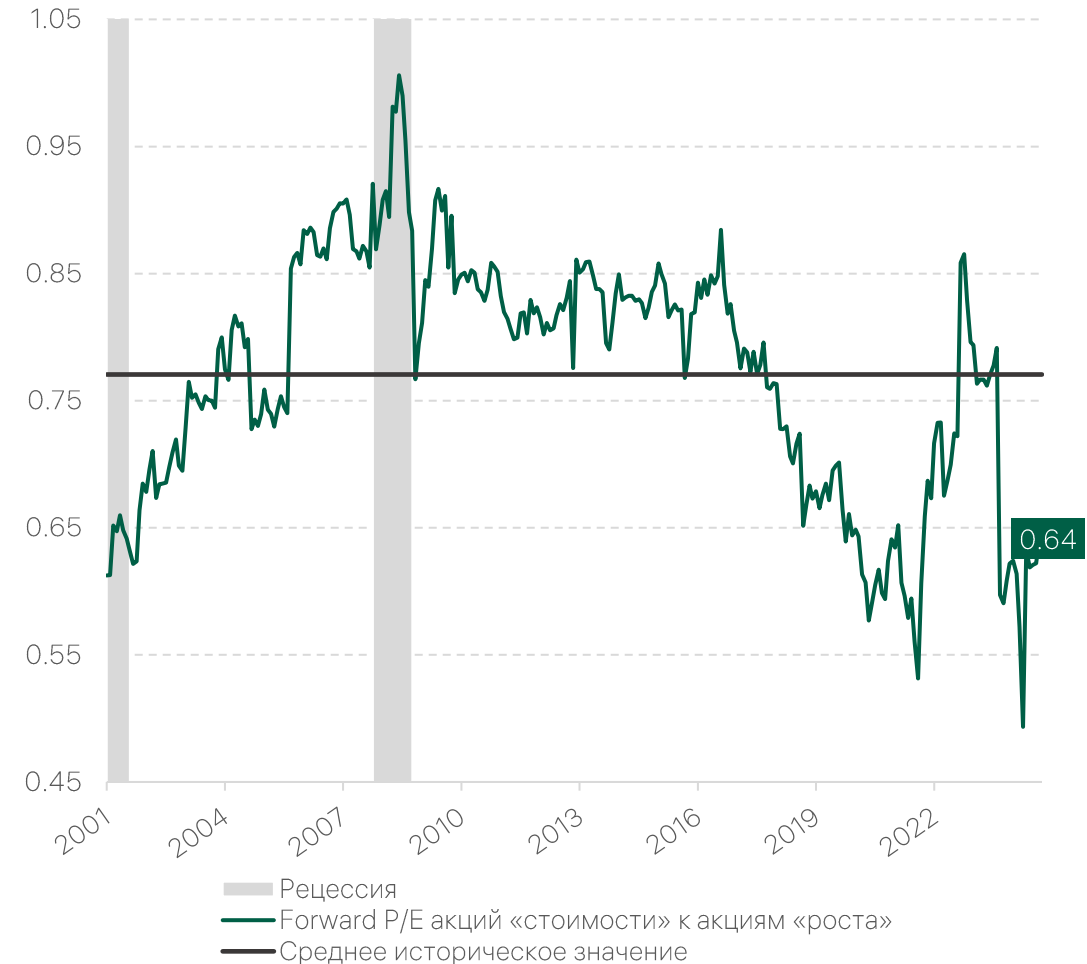
Стратегическая аллокация: Компании «стоимости» против компаний «роста»

В текущих макроэкономических условиях рекомендуем сбалансированный подход с небольшим перевесом в акциях стоимости.

- Акции «роста» показали опережающую динамику, поддерживаемую ИИ и ростом прибыли крупных технологий.
- Отношение Forward P/E акций «стоимости» к акциям «роста» составляет 0.64х, что значительно ниже среднего уровня за последние 24 года, указывая на недооцененность акций «стоимости» относительно акций «роста».
- Мы ожидаем, что интерес к искусственному интеллекту сохранится, однако в текущих макроэкономических условиях рекомендуем сбалансированный подход с небольшим преобладанием акций «стоимости» в портфеле.



Forward P/E акций стоимости к акциям «роста»



Наш взгляд: акции США

Стратегическая аллокация: Компании средней и крупной капитализации в фокусе

Мы продолжаем отдавать предпочтение компаниям средней и крупной капитализации, которые показывают высокие финансовые результаты и способны адаптироваться к макроэкономическим изменениям.

- Компании средней и крупной капитализации значительно опережают компании малой капитализации по прибыльности. Компании малой капитализации наиболее уязвимы.
- Исторический анализ показывает, что компании малой капитализации демонстрируют наибольшую уязвимость в периоды волатильности.
- С 2021 года наблюдается снижение ERP до 0%, что указывает на минимальную или отрицательную доходность по сравнению с безрисковыми активами. Компании средней капитализации выгодно отличаются по данному показателю.

Малая капитализация



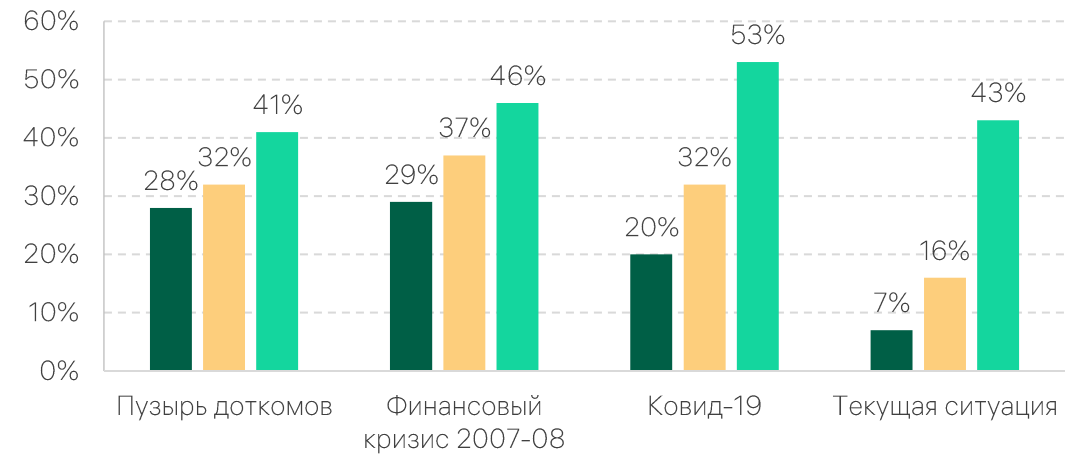
Средняя капитализация



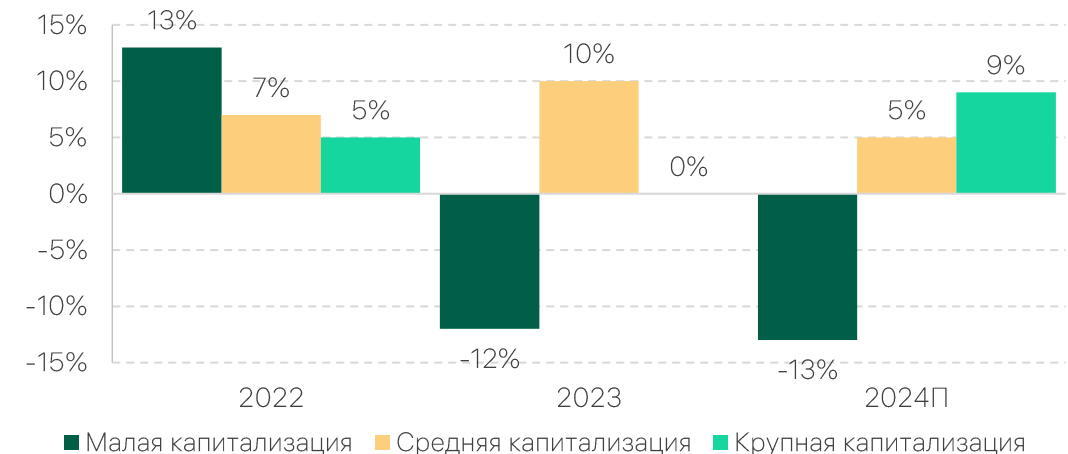
Крупная капитализация



Процент неприбыльных компаний



Pro-forma EPS (г/г)



Наш взгляд: акции США

Стратегическая аллокация: Выбор секторов для инвестирования

Историческая доходность соответствующих индексов в зависимости от макроэкономического режима

	Техноло- гический	Коммунальных служб	Энергетики	Здравоохра- нения	Финансов	Товаров вторичного спроса	Промышлен- ности	Телеком- муникаций	Товаров первой необходимости	Недвижимости	Материалов
ВВП↑ Инфляция↓	6.5%	3.1%	3.1%	5.1%	4.1%	4.8%	5.1%	2.1%	4.1%	3.1%	4.4%
ВВП ↑ Инфляция↑	5.8%	0.3%	4.5%	1.8%	1.0%	3.1%	3.5%	0.2%	1.8%	4.2%	2.6%
ВВП ↓ Инфляция↑	4.0%	-1.0%	4.4%	2.1%	1.4%	2.6%	1.4%	1.4%	0.9%	-0.5%	0.5%
ВВП ↓ Инфляция↓	-1.8%	1.5%	-4.0%	0.3%	1.2%	0.2%	-1.0%	-0.2%	0.9%	0.3%	1.8%

Наш взгляд: акции США

Стратегическая аллокация: Выбор секторов для инвестирования

Историческая доходность соответствующих индексов в зависимости от макроэкономического режима

	Техноло- гический	Коммунальных служб	Энергетики	Здравоохра- нения	Финансов	Товаров вторичного спроса	Промышлен- ности	Телеком- муникаций	Товаров первой необходимости	Недвижимости	Материалов
ВВП↑ Инфляция↓	6.5%	3.1%	3.1%	5.1%	4.1%	4.8%	5.1%	2.1%	4.1%	3.1%	4.4%
ВВП ↑ Инфляция↑	5.8%	0.3%	4.5%	1.8%	1.0%	3.1%	3.5%	0.2%	1.8%	4.2%	2.6%
ВВП ↓ Инфляция↑	4.0%	-1.0%	4.4%	2.1%	1.4%	2.6%	1.4%	1.4%	0.9%	-0.5%	0.5%
ВВП ↓ Инфляция↓	-1.8%	1.5%	-4.0%	0.3%	1.2%	0.2%	-1.0%	-0.2%	0.9%	0.3%	1.8%

Наш взгляд: облигации

Рынок облигаций: Основные тренды в 2024 году

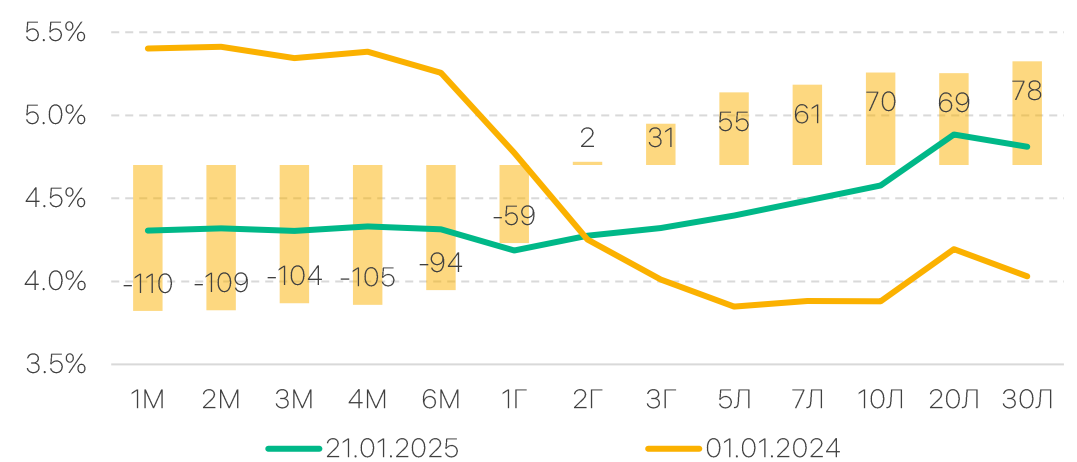
Казначейские облигации США (UST)

- **ФРС начала долгожданный цикл снижения ставок:** на фоне слабых данных по рынку труда в середине лета ФРС снизили процентную ставку на 100 бп на последних трёх заседаниях года.
- **Нормализация кривой доходностей:** впервые за два года спред между 10-летними и 2-летними облигациями стал положительным (+30 бп), что указывает на ослабление рецессионных рисков.
- **Рост доходности на долгосрочном участке кривой доходности:** продолжение экономического роста, проинфляционные риски торговой и миграционной политики, и увеличение государственного долга в фокусе внимания инвесторов.

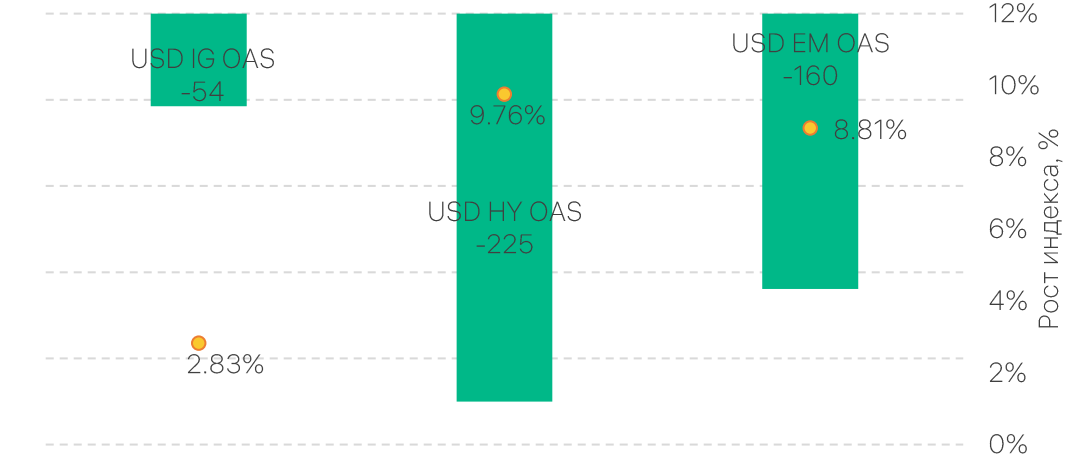
Корпоративные и суверенные облигации в USD

- **Гонка за доходностью:** высокодоходные (HY) и облигации развивающихся рынков (EM) показали лучший результат, чем высококачественные IG, благодаря сужению спредов (HY: -225 бп, EM: -160 бп).
- **Риск оправдан:** фундаментальные показатели эмитентов остаются стабильными, несмотря на прошедший цикл повышения ставок.
- **Минимальные спреды:** спреды HY и EM облигаций находятся на исторических минимумах (0-й и 7-й перцентиль), что подчёркивает высокий аппетит к риску среди инвесторов.

Изменение спредов и доходность индексов корпоративных облигаций



Изменение спредов и доходность индексов корпоративных облигаций



Наш взгляд: облигации

Казначейские Облигации США: Наши прогнозы и стратегия на 2025 год

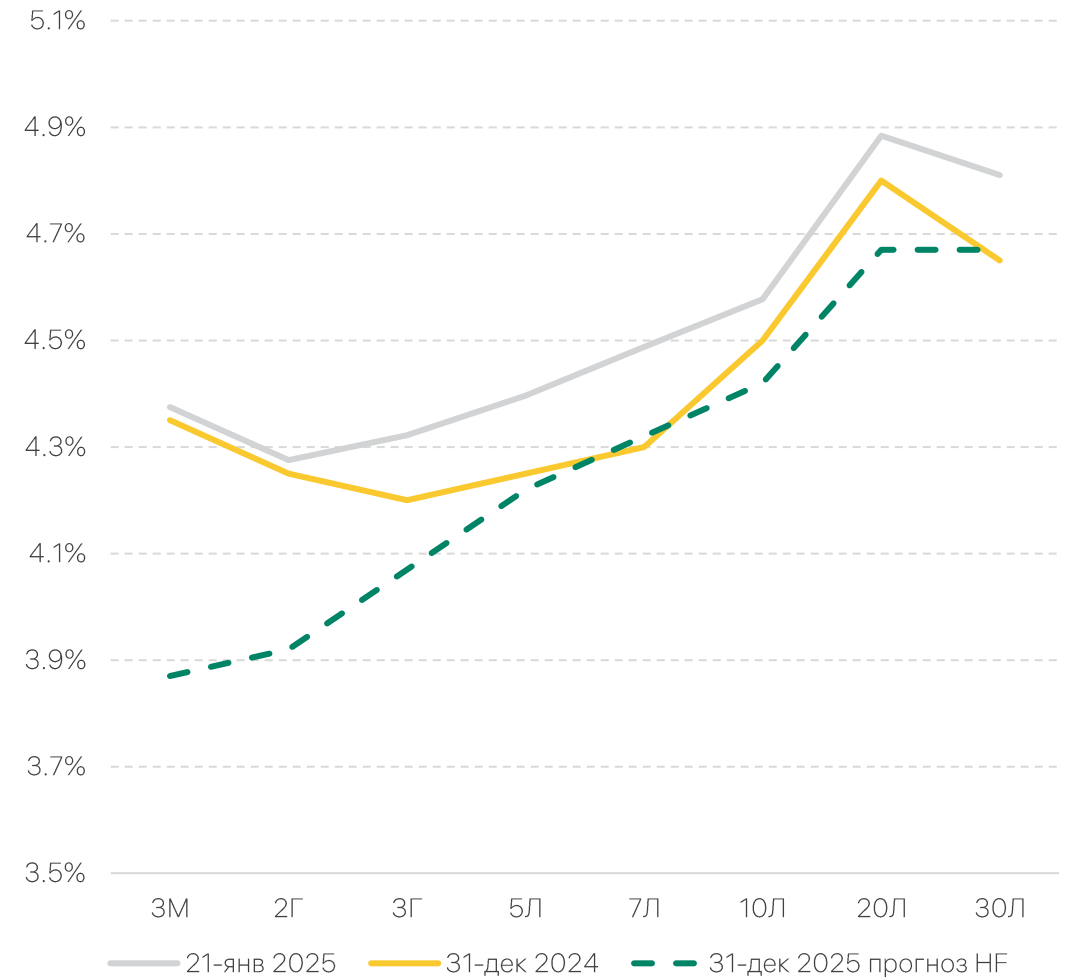
Прогнозы по изменению кривой доходности в 2025 году

- **«Bull steepening кривой доходности»:** Ближний конец, являющийся производной от процентной ставки, скорректируется вслед за ней на 45-50 бп; средний конец кривой также снизится на 30-40 бп; дальний конец продолжит торговаться вблизи текущих уровней на протяжении года.
- **Целевой уровень доходности 10-летних нот – 4.4%-4.5%:** мы ожидаем, что к концу 2025 года спред между 2-летними и 10-летними облигациями расширится до 50 бп, а доходности 2-летних нот продолжат торговаться вблизи к ставке ФРС.

Взгляд на дюрацию

- **Дальний сегмент (8+ лет):** нейтральный взгляд на тактическое увеличение дюрации на горизонте 6-12 месяцев из-за про-инфляционных рисков; положительный взгляд на стратегическое наращивание дюрации на текущих уровнях.
- **Средний сегмент (3–7 лет):** позитивный взгляд – привлекательная доходность, хороший баланс риска и доходности, пониженная чувствительность к «резко-медвежьим настроениям».
- **Ближний сегмент (2 года и меньше):** нейтральный взгляд – сохранение привлекательной доходности на фоне более медленных темпов снижения ставки ФРС и низкий риск, но потенциал роста ограничен по сравнению со средним сегментом.

Прогноз кривой доходности на 2025 год



Наш взгляд: облигации

Корпоративные и суверенные облигации в USD: Наши прогнозы и стратегия на 2025 год

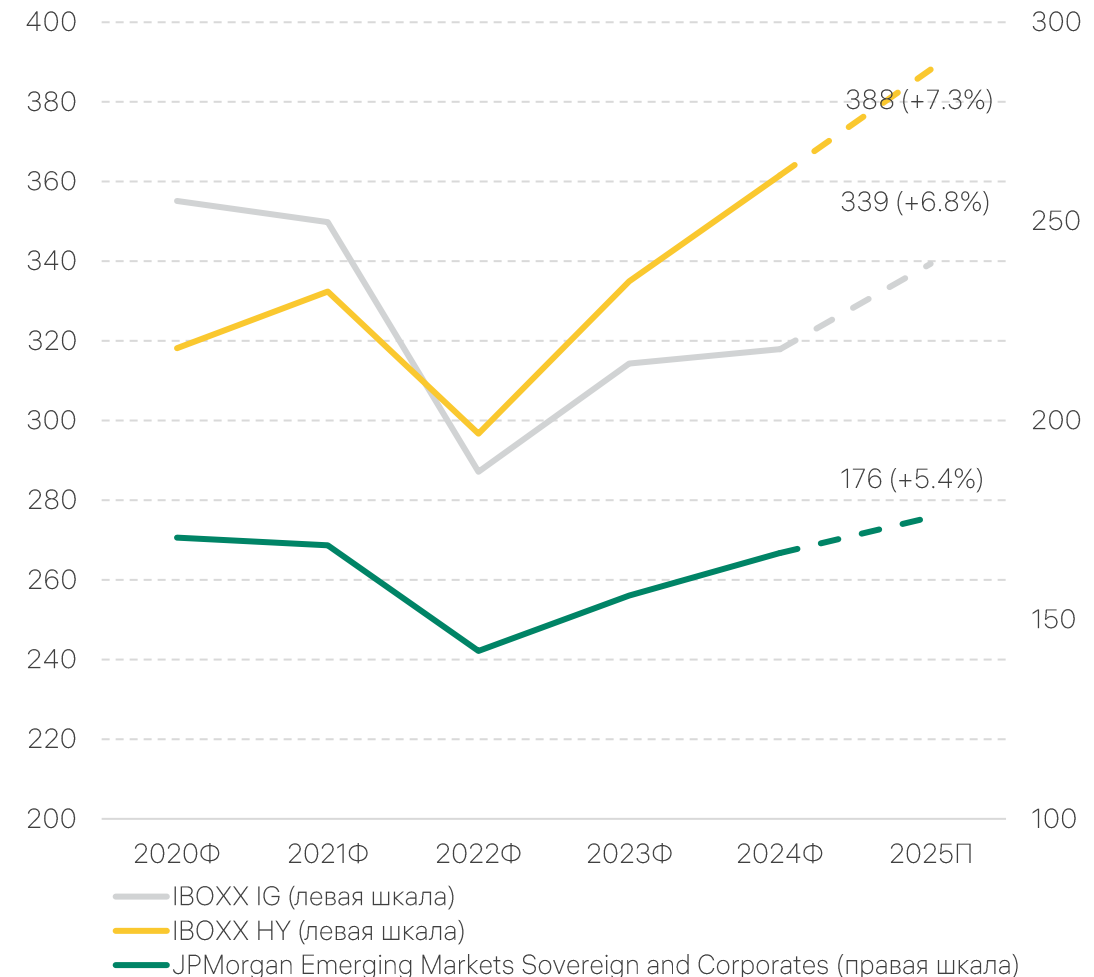
Основные тренды, влияющие на кредитные рынки в 2025 году

- **Тарифы на импорт в США:** угрозы повышения тарифов и политика протекционизма могут замедлить экономический рост развивающихся стран и негативно повлиять на платёжеспособность эмитентов.
- **Сильный доллар:** укрепление доллара США оказывает давление на платёжеспособность иностранных эмитентов и может привести к перераспределению денежных средств в пользу американских активов.
- **Рост объёмов сделок M&A:** повышенная активность может негативно сказаться на кредитном качестве, если сделки будут финансироваться за счёт нового долга.

Взгляд на кредитный риск

- **USD IG:** положительный с ожидаемой совокупной доходностью в 6.5%-7.5%. Спреды имеют потенциал для сужения на 5-10 бп благодаря благоприятным макроэкономическим условиям и комфортным кредитным метрикам.
- **USD HY:** нейтральный. Мы видим вероятность расширения спредов на 30-40 бп из-за политических рисков и роста объёма сделок M&A. Таким образом, совокупная доходность HY индекса составит 6.5%-7.5%, что не предполагает достаточной премии за дополнительный риск в сравнении с IG бумагами.
- **USD EM:** нейтральный на фоне перспективы расширения спредов на 15-25 бп под влиянием тарифов и сильного доллара. Ожидаемая доходность 5.0%-6.0%.

Прогнозы по индексам на 2025 год



Наш взгляд: сырьевые товары

Золото и медь: Наши прогнозы и стратегия на 2025 год

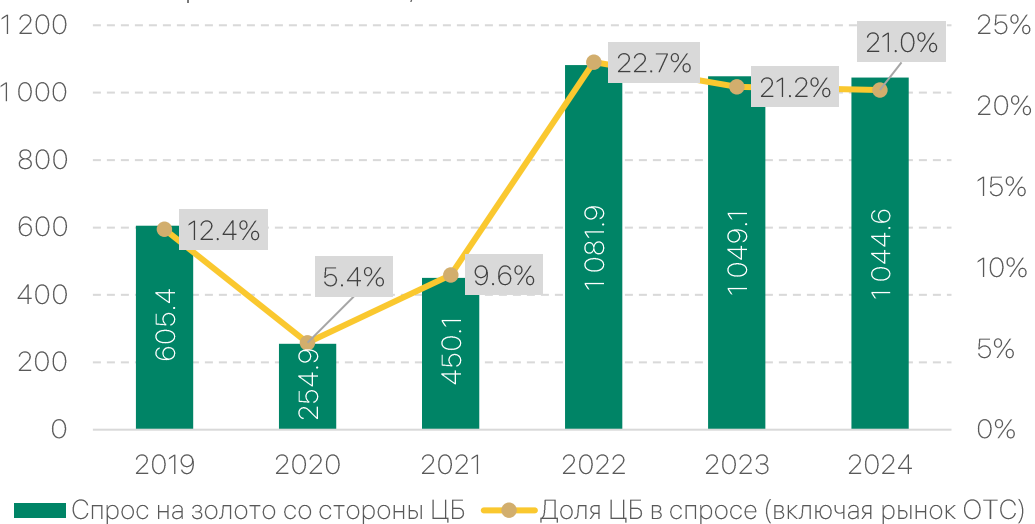
Основные тренды на рынке золота

- Активные покупки золота со стороны мировых ЦБ:** С 2022 года мировые центробанки продолжают активно скупать золото. В 2024 году мировые ЦБ приобрели 1 044.6 тонн золота, что впервые в истории стало третьим годом подряд, когда объёмы покупок металла превышали уровень 1 000 тонн.
- Переизбрание Дональда Трампа и рост покупок золота со стороны КНР.** Победа Трампа на президентских выборах в США увеличивает риски разворачивания полноценных торговых войн между странами. Инвесторы в поисках хеджа, как и в прошлый президентский срок главы Белого дома будут склонны искать убежище в золоте.

Основные тренды на рынке меди

- Дефицит меди:** По оценкам JPMorgan профицит меди на рынке сменится его дефицитом в 2025 году. В абсолютном значении дефицит металла в будущем году составит 23 тыс. тонн и расширится до 121 тыс. тонн в 2026 году.
- Рост потребления меди в Китае и в целом в Азии:** В настоящее время Китай формирует 57% мирового спроса на медь, а доля Азии в потреблении составляет 72.6%, и в следующие годы будет занимать более 70% от общемирового спроса на медь. В абсолютном выражении объёмы потребления металла в Азии, по оценкам инвестиционного банка JP Morgan, увеличатся до 19 304 тыс. тонн (+2.6%) в следующем году и до 19 842 тыс. тонн (+2.8%) в 2026 году.

Разбивка спроса на золото, тонн



Доля золота в резервах мировых ЦБ

Страна	Тонны	Доля в резервах
США	8 133.5	75%
Германия	3 351.5	74%
Италия	2 451.8	71%
Франция	2 437.0	72%
Россия	2 335.9	32%
Китай	2 279.6	6%
Швейцария	1 039.9	9%
Индия	876.2	11%

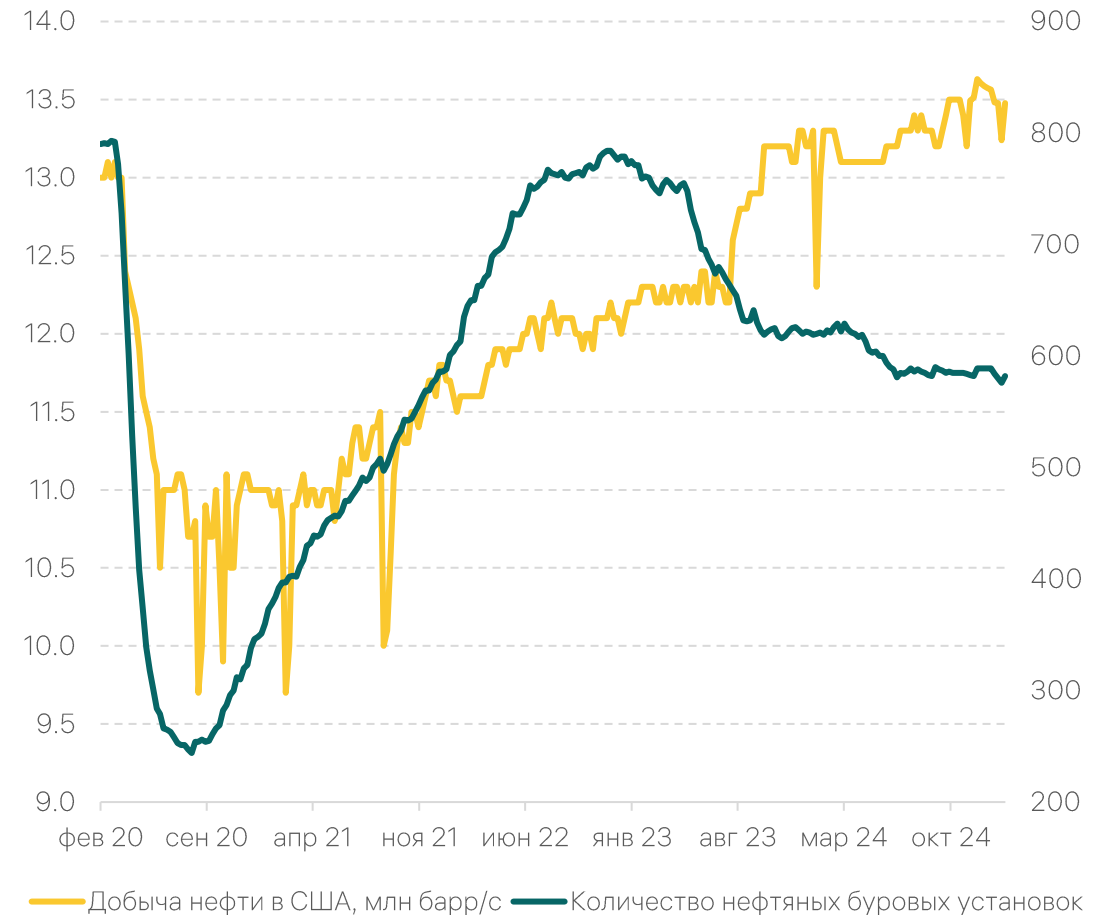
Наш взгляд: сырьевые товары

Нефть: Наши прогнозы и стратегия на 2025 год

Основные тренды на рынке нефти

- **Перспективы роста нефтедобычи в США:** До победы на президентских выборах в США Дональд Трамп, с целью ослабления инфляционного давления пообещал увеличить нефтедобычу в стране. На сегодняшний день США являются крупнейшим производителем нефти и опережают Саудовскую Аравию и Россию по уровню добычи нефти. По прогнозам Управления энергетической информации (EIA), средний уровень добычи в США в 2024 году увеличится на 0.3 млн барр/с до 13.23 млн барр/с и возрастет до 13.53 млн барр/с в 2025 году.
- **Дефицит нефти на рынке сменится профицитом:** Согласно ноябрьскому отчету Управления энергетической информации США (EIA), дефицит нефти на рынке сменится профитом сырья, который в 2025 году составит 0.31 млн барр/с по сравнению с дефицитом в 0.13 млн барр/с в 2022 году и 0.95 млн барр/с в 2023 году.
- **Резкий рост нефтедобычи в мире в 2025 году.** Глобальное предложение нефти по оценкам EIA увеличится в 2025 году сразу на 2.48 млн барр/с до 104.66 млн барр/с. Основной вклад в увеличение уровня нефтедобычи в мире возьмут на себя развитые страны.
- **Геополитика и санкционные риски могут оказать поддержку ценам на нефть.** Динамика ценообразования в большей степени будет зависеть от других факторов, главным из которых выступит геополитика. Нестабильная обстановка на Ближнем Востоке, по нашему мнению, продолжит оказывать поддержку ценам на нефть.

Добыча нефти в США и численность нефтяных буровых установок



Наши контакты для консультации

Контактный телефон

+7 (701) 006 4181

+7 (707) 357 3170

+7 (727) 339 4388

E-mail

halykfinance@halykfinance.kz

Адрес

пр. Абая, 109 «В», 5 этаж, А05А1В9, Алматы,

Республика Казахстан



Приложение 1

Цели и прогнозы для фондового, долгового и товарного рынков на 2025 год

Цели и прогнозы для фондового рынка

	2020Ф	2021Ф	2022Ф	2023Ф	2024Ф	2025П	Ожидаемая доходность за 2025 год
S&P 500	3756	4766	3840	4770	5882	6500	10%
S&P 500 Growth	2577	3377	2361	3030	4089	4450	9%
S&P 500 Value	1267	1548	1435	1718	1886	2130	13%
S&P 400 Midcap	2307	2842	2430	2782	3121	3500	12%
S&P 600 Small cap	1119	1402	1158	1318	1408	1530	8%

Приложение 2

Цели и прогнозы для фондового, долгового и товарного рынков на 2025 год

Цели и прогнозы для рынка облигаций – индексы (USD)

	2020Ф	2021Ф	2022Ф	2023Ф	2024Ф	2025П	Ожидаемая доходность за 2025 год
Инвестиционный класс	355	350	287	314	318	339	6.8%
Высокодоходные	318	332	297	335	362	388	7.3%
Развивающиеся рынки	171	169	142	156	167	176	5.4%

Цели и прогнозы для рынка облигаций – спреды (OAS) (USD)

	2020Ф	2021Ф	2022Ф	2023Ф	2024Ф	2025П	Ожидаемое изменение за 2025 год, бп
Инвестиционный класс	95	112	159	134	120	113	-7
Высокодоходные	380	338	480	385	328	363	+35
Развивающиеся рынки	265	312	305	264	223	243	+20

Приложение 3

Цели и прогнозы для фондового, долгового и товарного рынков на 2025 год

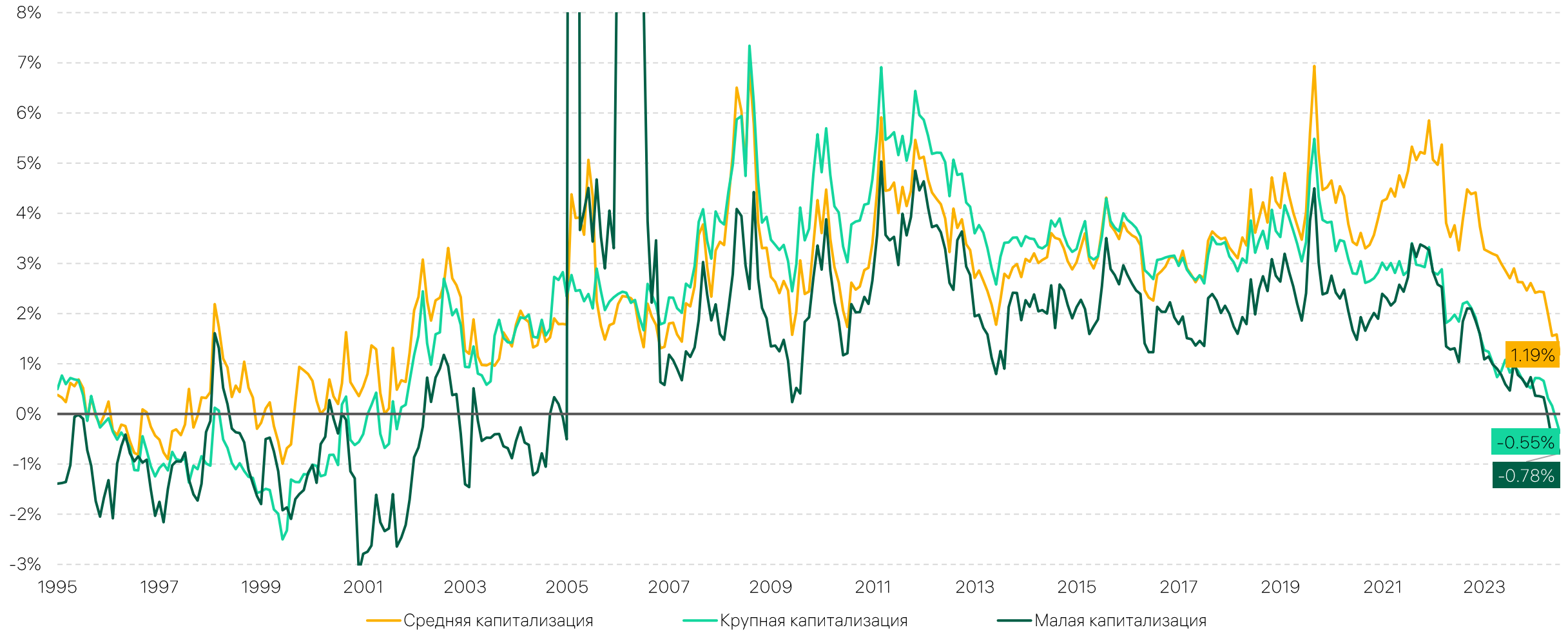
Цели и прогнозы для товарного рынка

	2020Ф	2021Ф	2022Ф	2023Ф	2024Ф	2025П	Ожидаемая доходность за 2025 год
Золото, \$/унцию	1898	1829	1824	2062	2624	2850	8.6%
Нефть Brent, \$/барр	52.80	77.78	85.91	77.04	74.64	78.0	4.5%
Нефть WTI, \$/барр	48.52	75.21	80.26	71.65	71.72	75.0	4.7%
Медь, \$/тонну	7766	9720	8372	8559	8768	10000	14.1%

Приложение 4

Стратегическая аллокация: Компании средней и крупной капитализации в фокусе

Премия за риск (Equity Risk Premium)*



Источник: Bloomberg, расчеты Halyk Finance

* Для расчетов мы использовали следующие индексы: крупная капитализация – S&P 500, средняя капитализация – S&P MidCap 400, малая капитализация – Russel 2000. Формула для расчета ERP: $ERP = BEY - YTM$, где BEY – Blended Earnings Yield (доходность, которую инвесторы ожидают получить от акций) или $1 / (Forward P/E)$, YTM – Yield to Maturity (доходность 30-летних казначейских облигаций).

