

GLOBAL MACRO

Экономический пульс: США

Основные макроэкономические тренды и прогнозы

Александр Шмыров
Заместитель директора департамента торговых идей
Взгляд на экономику и рынок акций

Анна Доре
Старший аналитик департамента торговых идей
Взгляд на рынок облигаций



Оглавление

Ключевые выводы.....	3
Экономика США: наш взгляд.....	3
Акции США: наш взгляд.....	3
Облигации США: наш взгляд.....	4
Наш взгляд на экономику США.....	5
ВВП: Тонкая грань между охлаждением и устойчивостью.....	5
Домохозяйства: равновесие под прикрытием «фискального зонта».....	6
Бизнес: от оптимизма — к выжиданию.....	8
Финансовая система: структурная устойчивость на фоне точечного стресса.....	9
Инфляция: сближение с целью при устойчивой инерции базовых компонентов.....	10
От макроэкономики к стратегии: наш взгляд на устойчивых лидеров.....	11
Наш взгляд на облигации.....	13
Казначейские облигации.....	13
USD облигации корпоративных и суверенных эмитентов.....	15
Приложение к отчету.....	17

Экономика США: наш взгляд

Хрупкая устойчивость: поверх стабильных агрегатов накапливается напряжение

- **Экономика:** темпы экономического роста замедляются быстрее ожиданий: в I квартале ВВП продемонстрировал незначительное снижение. Основной вклад в отрицательную динамику внес рост импорта, однако это влияние, по нашим оценкам, будет носить временный характер. При этом сохраняются отдельные вызовы со стороны запасов, фискальных ограничений и слабеющего кредитного канала. Базовый сценарий предполагает около 1% роста в 2025 году, хотя не исключены периоды близкой к нулю динамики в отдельные кварталы.
- **Потребительский сектор:** к середине 2025 года сохраняется устойчивая динамика на фоне внешних шоков, при этом всё большее значение приобретает государственная поддержка. Высокий уровень сбережений и смена потребительских привычек (front-loading¹, trade-down²) указывают на более взвешенный подход домохозяйств. Рынок труда постепенно теряет часть прежней динамики, что может привести к умеренному снижению темпов роста потребления до 2.5–2.8% г/г во втором полугодии.
- **Деловая активность:** в США фиксируется ослабление темпов, оба индекса ISM находятся у границы нейтральной зоны, а сектор услуг демонстрирует незначительное снижение. Малый бизнес сокращает найм и инвестиции, хотя в агрегированных данных сохраняется умеренный оптимизм. Увеличение числа ликвидационных банкротств отражает переориентацию бизнеса и завершение адаптационного периода.
- **Финансовая система:** сохраняет устойчивость и высокую ликвидность, о чём свидетельствуют низкие показатели системного стресса. При этом по мере нормализации условий фондирования отдельные сегменты требуют более пристального мониторинга, хотя на текущий момент риски остаются локализованными.

Снижение с оговорками: инфляция теряет импульс, но не инерцию

Траектория инфляции в целом остаётся дезинфляционной, однако ряд структурных факторов (аренда, услуги, торговые издержки) продолжает сдерживать темпы снижения цен. Достижение целевого уровня в 2% в 2025 году маловероятно, хотя пространство для смягчения политики сохраняется, пусть и в ограниченном объёме. Ожидаем, что базовая инфляция будет находиться преимущественно в диапазоне 2.5–2.9% г/г. При этом в IV квартале вполне вероятен всплеск инфляции транзитного характера на фоне исчерпания запасов.

Ограниченный маневр: смягчение откладывается до прояснения траектории

Мы актуализировали прогноз по ставке ФРС. С учётом сохраняющихся дезинфляционных процессов, неоднородности экономической динамики и высокой степени неопределённости, обновлённый базовый сценарий предусматривает единственное снижение ставки на 25 бп, вероятно в IV квартале 2025 года, с последующей паузой для оценки дальнейшей инфляционной траектории в 2026 году. Пространство для смягчения политики остаётся ограниченным и, по всей видимости, будет реализовано постепенно. Как ранее подчеркивал Джером Пауэлл: «Мы будем отслеживать поступающие данные» («We're going to be watching the data») — и рынок продолжит отслеживать каждый шаг регулятора. Немного иронично, но иначе и быть не может.

Более подробно вы можете ознакомиться с нашим мнением в соответствующих разделах.

Акции США: наш взгляд³

На текущий момент фондовый рынок растёт главным образом за счёт узкой группы технологических лидеров (прежде всего AI/полупроводников), тогда как большинство секторов демонстрирует умеренную динамику. Выигрывают компании с сильными балансами и стабильными денежными потоками. В сложившейся конъюнктуре мы считаем крайне важным прибегать к максимально широкой диверсификации как по регионам, так и по секторам и стилям инвестирования. Во втором полугодии 2025 года ключевым риском остаётся торговая и тарифная неопределённость, которая ограничивает CAPEX и требует от компаний адаптивности и фокуса на внутренние рынки.

Выигрывают сегменты с высокой устойчивостью к внешним шокам:

- **Финансовый сектор:** крупнейшие банки (JPMorgan, BofA, Wells Fargo) благодаря ликвидности, широкой диверсификации доходов и локальной клиентской базе.
- **Инфраструктура и промышленность:** подрядчики и производители (Caterpillar, Deere&Co) на фоне локализации производства и фискальных программ.

¹ Front-loading — это поведение потребителей, при котором они ускоряют покупки товаров или услуг, ожидая изменения условий в будущем (например, роста цен, изменения налогообложения, дефицита товара и т.п.).

² Trade-down (снижение потребительского уровня) — это изменение структуры потребления, при котором потребители отказываются от премиальных или привычных брендов и товаров в пользу более дешёвых аналогов, стремясь сократить расходы.

³ Указанные в данном отчете ценные бумаги приведены исключительно в информационных целях и не являются инвестиционной рекомендацией, предложением или побуждением к совершению каких-либо сделок с ними.

- **Технологии:** лидеры с глобальным спросом и гибкой логистикой (NVIDIA, Broadcom, Microsoft, Alphabet) выигрывают от цифровизации и ИИ.
- **Энергетика и газ:** midstream-операторы (Kinder Morgan, Williams Cos) и E&P-компании (EQT, Antero, Range) на фоне роста СПГ-экспорта и спроса от дата-центров.
- **Utilities и FMCG:** коммунальные компании (NextEra, Duke) и потребительский сектор (PepsiCo, Procter & Gamble) обеспечивают стабильный денежный поток даже при замедлении потребления.

Облигации США: наш взгляд⁴

Устойчивый уровень инфляции и сильные данные по рынку труда, несмотря на отдельные признаки замедления, сдерживают ожидания по снижению ставки ФРС. Однако, мы видим перспективу снижения доходностей по ближнему и среднему концу на 30-40 бп к концу года в условиях продолжающегося замедления роста. Вместе с тем, комбинация сложной фискальной ситуации и возросших стагфляционных рисков продолжает оказывать давление на премию за срок и ограничивают потенциал снижения доходностей на дальнем конце. С точки зрения дюрации мы продолжаем отдавать предпочтение среднему сегменту. Среди корпоративных облигаций, мы продолжаем отдавать предпочтение облигациям эмитентов инвестиционного уровня и сохраняем осторожность в высокодоходных облигациях и облигациях эмитентов с развивающихся рынков из-за политических и торговых рисков.

Взгляд на дюрацию

- **Длинные: Нейтральный.** Мы сохраняем нейтральный взгляд на дюрацию. Однако, при доходностях по 10-летним нотам на уровне выше 4.5%-4.6% мы имеем положительный взгляд на стратегическое наращивание дюрации.
- **Средние: Позитивный.** Мы считаем, что средний отрезок предлагает наиболее привлекательный баланс риска и доходности, в связи с чем мы имеем положительный взгляд на данный сегмент.
- **Короткие: Нейтральный.** На фоне нашего прогноза по сохранению ставки ФРС на текущем уровне до 4 квартала 2025 г., данный отрезок продолжает предлагать привлекательный уровень доходности, однако далее он будет нести в себе риски реинвестирования по более низким ставкам.

Взгляд на кредитный риск

- **USD IG: Положительный.** Несмотря на узкие спреды, сильные фундаментальные показатели и благоприятная макроэкономическая среда создают условия для сохранения текущих уровней спредов или небольшого сужения на 5-10 бп.
- **USD HY: Нейтральный.** Спреды на историческом минимуме с высоким риском расширения на 80-100 бп из-за стагфляционных рисков, что ограничивает потенциал роста индекса, несмотря на текущую привлекательную доходность.
- **USD EM: Нейтральный.** Несмотря на снижение рисков рецессии и определенную разрядку в торговой риторике, спреды на историческом минимуме и сохраняющиеся риски из-за протекционизма США могут привести к расширению спредов на 15-25 бп, снижая привлекательность класса.

⁴ Указанные в данном отчете ценные бумаги приведены исключительно в информационных целях и не являются инвестиционной рекомендацией, предложением или побуждением к совершению каких-либо сделок с ними.

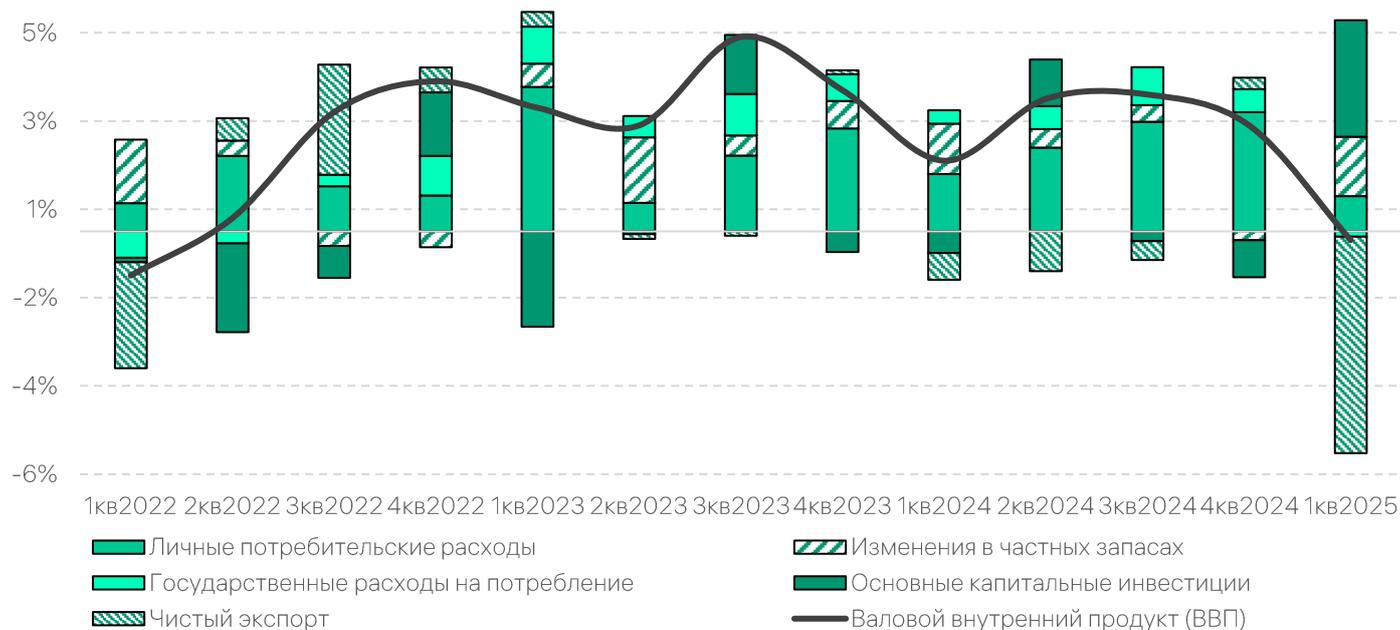
ВВП: Тонкая грань между охлаждением и устойчивостью

Наше мнение

К середине 2025 года экономика США демонстрирует признаки сбалансированного, но хрупкого замедления. Во II квартале темпы роста остаются слабыми после стагнации в I квартале (-0.2% кв/кв SAAR), вызванной всплеском импорта и снижением государственных расходов. Несмотря на устойчивость потребления и инвестиций, чрезмерные складские запасы и неопределённость бюджетной политики ограничивают потенциал восстановления. В базовом сценарии мы ожидаем годовой рост на уровне около 1%, с риском нулевой динамики в отдельных кварталах к концу года.

Согласно второй оценке ВЕА, реальный ВВП США в I квартале 2025 года снизился на -0.2% кв/кв (SAAR), что означает фактическую стагнацию экономики на старте года. Для сравнения: в IV квартале 2024 года рост составлял +2.4%. Пересмотр вверх относительно первоначальной оценки (-0.3%) не меняет сути: экономика неожиданно «заглохла». Основными причинами стали резкий рост импорта (+42.6%) и сокращение государственных расходов, что совместно дало отрицательный вклад в ВВП. Всплеск импорта, как и в 2018 году, отражает опережающие закупки в ожидании пошлин, а не оживление спроса. В то же время потребление, экспорт и бизнес-инвестиции остались в положительной зоне, сглаживая общее снижение.

Рис. 1. Темпы роста ВВП США (кв/кв) SAAR



Источник: Bloomberg

Мы по-прежнему придерживаемся базового сценария замедления роста до ~1% в 2025 году, как было до этого изложено в «Записке для инвесторов: новый виток эскалации в Торговой войне» от 7 апреля 2025 года (доступный по [ссылке](#)). Однако стоит признать, что темпы замедления оказались быстрее, чем предполагалось, и слабость проявилась уже в первом квартале, а не во второй половине года. Пока частный сектор сохраняет устойчивость, но экономика начинает ощущать давление от высоких ставок, истощения фискальных стимулов и избытка складских запасов. Мы не исключаем нулевых или незначительно отрицательных темпов в отдельных кварталах, однако глубокой рецессии наш сценарий не предполагает. Поддержку продолжают оказывать сильный рынок труда и накопленные сбережения, но пространство для роста сужается.

На текущий момент мы выделяем несколько ключевых трендов, которые, вероятно, будут формировать экономическую картину во втором полугодии 2025 года:

- **Снижение темпов всплеска импорта.** Мы полагаем, что форсированные закупки товаров, которые вызвали резкий рост импорта и временное снижение ВВП в 1 квартале, будут постепенно проходить, а уже во втором полугодии данная негативная составляющая может нивелироваться.
- **Фискальная политика как источник поддержки, так и риска.** С одной стороны, реализация масштабного бюджетного законопроекта (One Big Beautiful Bill Act⁵) обеспечит краткосрочный импульс потреблению и инвестиционной активности, смягчив эффект замедления. По оценкам различных инвестиционных домов, это добавит 0.3–0.5 пп к темпам роста ВВП во 2П 2025 – 2026 гг. С другой стороны, сохраняющийся фискальный тормоз — временное сокращение госрасходов и задержки бюджетного процесса — ограничивает масштаб восстановления. В итоге фискальный импульс будет носить временный и неоднородный характер, а его эффект — во многом зависеть от политической реализации.
- **Неопределенность с запасами.** Значительный рост инвестиций в запасы в 1кв 2025 года (они, к слову, были пересмотрены вверх с 0.3 пп до 2.6 пп, что в очередной раз усложняет ориентацию в макроэкономической среде), в условиях незапланированного накопления, может означать, что во втором квартале или позже компании будут сокращать производство для сокращения этих запасов. Это окажет негативное влияние на будущий рост ВВП.

Домохозяйства: равновесие под прикрытием «фискального зонта»

Наше мнение

К текущему моменту потребительский сектор США находится в состоянии хрупкого равновесия: внешне стабильные макроиндикаторы — рост реальных доходов, умеренная инфляция и высокий уровень потребительской уверенности — скрывают растущую зависимость от фискальной поддержки и признаки структурной уязвимости. Подъём спроса на товары длительного пользования находится под влиянием эффекта «front-loading»⁶, в то время как растущие сбережения и поведение «trade-down»⁷ даже среди обеспеченных домохозяйств указывают на настороженность потребителей. Одновременно рынок труда демонстрирует расхождение в данных, замедление найма и локальные признаки перегиба, что создаёт неоднозначный фон для устойчивости потребления во второй половине года. Мы ожидаем замедление потребления до 2.5–2.8% г/г во втором полугодии: «front-loading» выступает как временный фактор, а зависимость от фискальных и монетарных стимулов усилится.

К середине 2025 года потребительский сектор США демонстрирует не столько амбивалентность, сколько хрупкое равновесие — между внешне устойчивой динамикой и скрытой зависимостью от временных и экзогенных факторов. На макроуровне картина выглядит обнадеживающе: реальные доходы растут, инфляция остаётся умеренной, а индекс потребительской уверенности достиг локального максимума. Однако под поверхностью сохраняются структурные дисбалансы.

По данным Бюро экономического анализа (BEA), в апреле 2025 года реальный располагаемый доход увеличился на 2.9% г/г. Основной вклад в прирост обеспечили государственные трансферты, включая выплаты в рамках «Social Security Fairness Act»⁸. В условиях ужесточённой монетарной политики и нормализующегося рынка труда это делает текущую структуру доходов уязвимой к изменению бюджетной повестки. Уровень сбережений достиг 4.9% — максимум за год, что отражает осторожность потребителей и желание создать финансовый буфер.

⁵ Big Beautiful Act (официальное название: One Big Beautiful Bill Act, OBBBA) — крупный бюджетный законопроект, принятый Палатой представителей США в мае 2025 года, предусматривающий масштабные изменения в налоговой политике, сокращение социальных расходов (прежде всего на Medicaid и программы ACA), увеличение расходов на оборону и безопасность границ, а также сокращение климатических инициатив, что, по оценкам, приведёт к значительному росту бюджетного дефицита США в последующее десятилетие.

⁶ Front-loading — это поведение потребителей, при котором они ускоряют покупки товаров или услуг, ожидая изменения условий в будущем (например, роста цен, изменения налогообложения, дефицита товара и т.п.).

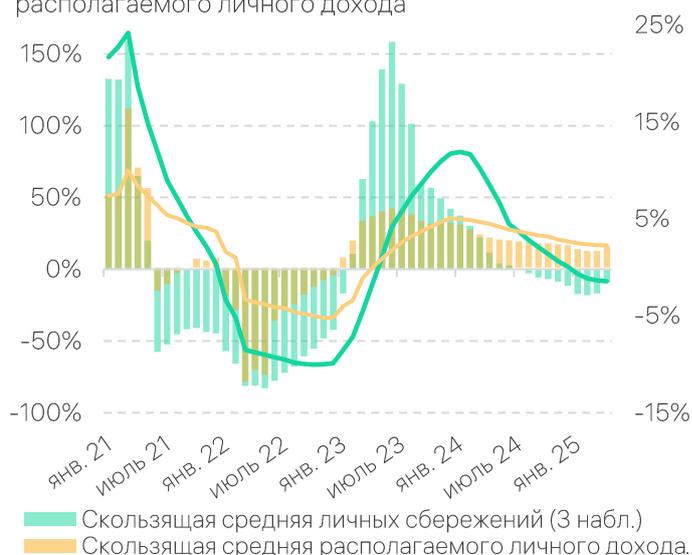
⁷ Trade-down (снижение потребительского уровня) — это изменение структуры потребления, при котором потребители отказываются от премиальных или привычных брендов и товаров в пользу более дешёвых аналогов, стремясь сократить расходы.

⁸ Social Security Fairness Act — закон США, принятый в 2025 году, который отменил ограничения, ранее снижавшие пенсионные выплаты госслужащим (например, учителям и полицейским), даже если они платили налоги в систему Social Security. Благодаря этому миллионы людей получили более высокие пенсии и компенсации.

Рис. 2. Сбережения домохозяйств в США как доля от доступного личного дохода



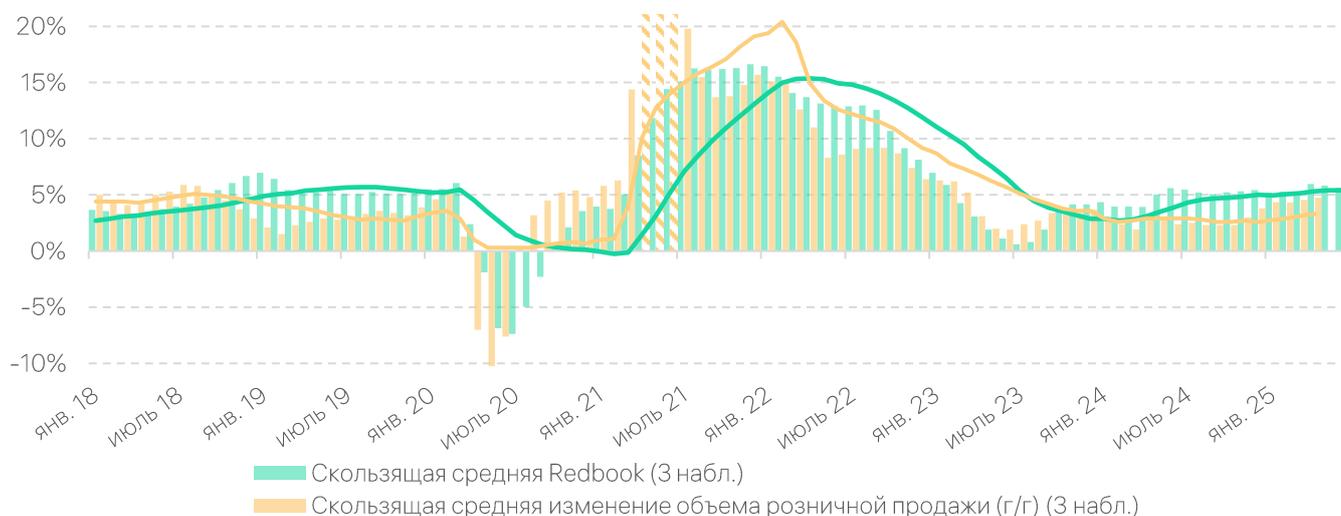
Рис. 3. Темпы роста личных сбережений и располагаемого личного дохода



Источник: Bloomberg

На фоне масштабной фискальной поддержки особенно выделяется потребление в сегменте товаров длительного пользования, который в 2025 году демонстрирует самый сильный рост за последние три года — +5.7% г/г (против +3.3% в 2024 и +3.9% в 2023). Активность, вероятно, отражает временный «front-loading» на фоне ожиданий торговых ограничений. Услуги остаются основой потребления, но без новых источников роста компенсировать возможный спад в товарах будет затруднительно.

Рис. 4. Данные по изменения объема продаж от Redbook и Census



Источник: Bloomberg

Интересно отметить, что на фоне разнородной динамики в премиум-сегменте — устойчивого роста у части премиум-сегмента — усиливается поведение «trade-down» даже среди обеспеченных потребителей. Рост трафика в сетях Dollar General и Dollar Tree со стороны групп с доходом выше \$100 тыс. подтверждает переориентацию спроса на более доступные форматы.

Если касаться данных рынка труда, то последний их релиз в очередной раз стал примером «раздвоения личности». Опросы домохозяйств (household survey) и опросы предприятий (establishment survey) продолжают расходиться: по данным опроса домохозяйств — занятых стало на 696 тыс. меньше, тогда как опрос предприятий показывает прирост на +139 тыс. При этом уровень безработицы остался на отметке 4.2%, но не за счёт реального улучшения ситуации, а за счёт роста числа тех, кто выбыл из состава рабочей силы. Это формально поддерживает статистику, но фактически сигнализирует об ослаблении рынка. Темпы прироста занятости явно замедлились, особенно в частном секторе, где динамика либо стагнирует, либо уже уходит в минус по отдельным категориям.

На фоне всего этого прирост занятости выглядит скорее как статистическая инерция, чем как подтверждение устойчивого спроса на труд.

Дополнительное давление создаёт рост краткосрочной безработицы (менее 5 недель): +264 тыс. за месяц. Это не просто статистический шум, а возможный сигнал о волне точечных увольнений или повышенной нестабильности найма. Однако пока речь не идёт о системном срыве: массовых сокращений нет, и компании скорее осторожничают с наймом, чем активно избавляются от персонала. Количество открытых вакансий постепенно сокращается, а доля малого бизнеса, сообщающего о трудностях с подбором персонала, снизилась до минимума с 2021 года. Рынок теряет перегретость, а дисбаланс спроса и предложения смягчается.

Бизнес: от оптимизма — к выжиданию

Наше мнение

Май обозначил возможный разворот в деловой активности США: оба индекса ISM опустились к зоне сжатия, услуги впервые за год — ниже 50. Спрос слабеет, при этом ценовое давление остаётся. Малый бизнес сохраняет вербальный оптимизм, но фактически сокращает найм и инвестиции. Экономика переходит в фазу адаптации без признаков устойчивого восстановления.

Май стал поворотной точкой в динамике деловой активности. Индексы деловой активности от ISM — как в производстве, так и в секторе услуг — синхронно опустились к границе сжатия. Индекс ISM Services PMI опустился до 49.9, впервые с июня прошлого года оказавшись ниже отметки 50. Это означает, что услуги — крупнейший сектор экономики — формально вошли в фазу сжатия. Причём характер падения даёт мало поводов для оптимизма: субиндекс новых заказов снизился на -5.9 на фоне роста субиндекса цен до 68.7. Подобная конфигурация — снижение спроса при сохраняющихся ценах — исторически нередко предшествовала рецессионным фазам. В производственном секторе динамика аналогичная. ISM Manufacturing PMI остался в зоне сокращения на уровне 48.5, третий месяц, подряд не дотягивая до порогового значения 50. Особенно слабым выглядит импорт, который скорректировался на -7.2 пп, а также компоненты, отражающие внутренний и внешний спрос: экспортные заказы, производство, занятость. Примечательно, что ценовой субиндекс поднялся до 69.4, то есть даже в условиях сжатия производственной активности инфляционное давление не снижается. Это может говорить о задержке в передаче снижения спроса в ценовые параметры или о структурной негибкости издержек.

Рис. 5. Индекс деловой активности США: промышленность

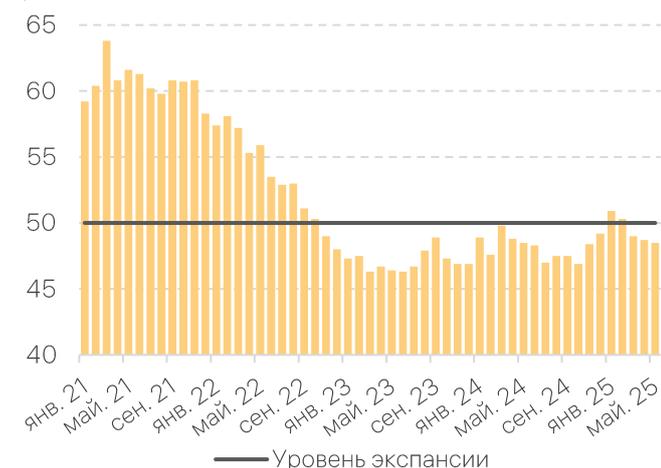
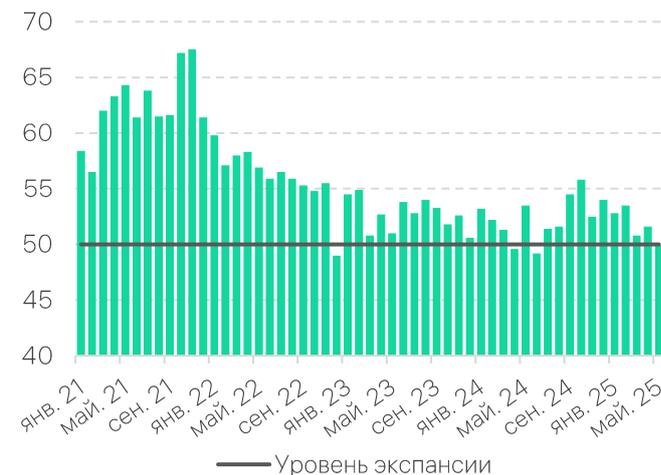


Рис. 6. Индекс деловой активности США: услуги



Источник: Bloomberg

Индекс оптимизма NFIB в мае достиг 98.8, немного превысив историческую среднюю, но за улучшением ожиданий по продажам скрываются структурные ограничения. Индекс неопределённости подскочил до 94, а доля компаний с падающей прибылью остаётся высокой — 26%, при этом рост выручки не компенсирует снижение маржи. На рынке труда — сдвиг в мотивации: дефицит кадров сменяется нежеланием нанимать. Только 12% предпринимателей планируют расширение штата — минимум с начала 2021 года. Капвложения остаются на минимуме за год (56%), а рост инвестиционных намерений пока носит декларативный характер. Фиксация слабой прибыли, осторожность в найме и инвестициях при умеренном заголовочном индексе указывает на то, что малый

бизнес входит в фазу адаптации, а не восстановления. Вербальный оптимизм опережает реальные действия, что ограничивает роль сектора как проциклического фактора в ближайшей перспективе.

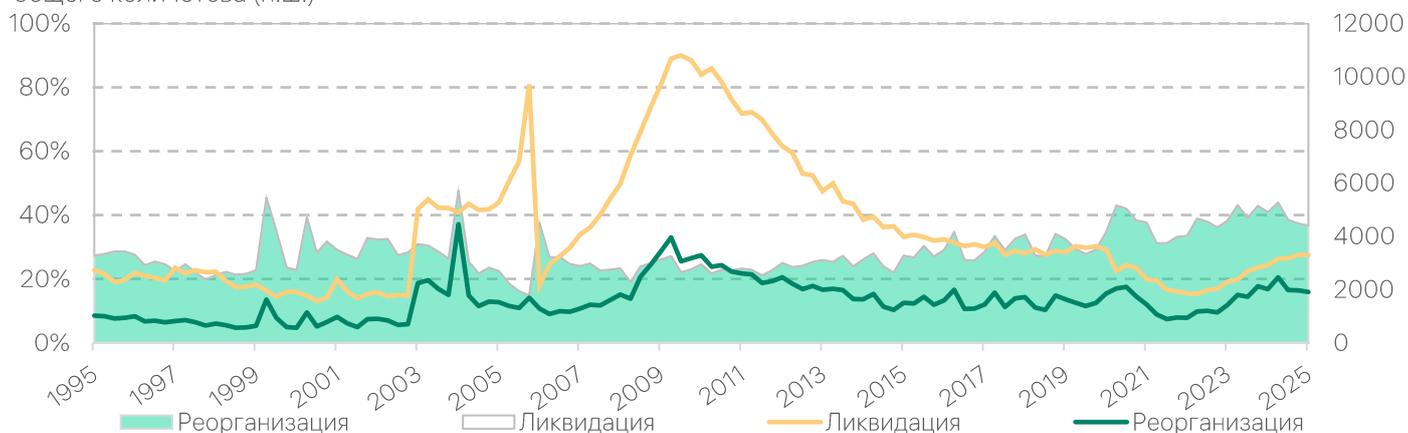
Рис. 7. Индекс оптимизма малых предприятий США



Источник: Bloomberg

Наблюдается сдвиг в структуре корпоративных банкротств. Количество дел, поданных по реструктуризации (Chapter 11), снизилось на 5.5% г/г, тогда как число процедур по ликвидации (Chapter 7) выросло на 13.1% г/г. Это указывает на изменение характера дефолтов — от попыток сохранить бизнес к его полному закрытию. Наиболее уязвимы малые и средние компании с ограниченным доступом к финансированию на приемлемых условиях.

Рис. 8. Количество компаний, которые запустили процедуру банкротства (л.ш.) и их доля от общего количества (п.ш.)



Источник: Bloomberg

Финансовая система: структурная устойчивость на фоне точечного стресса

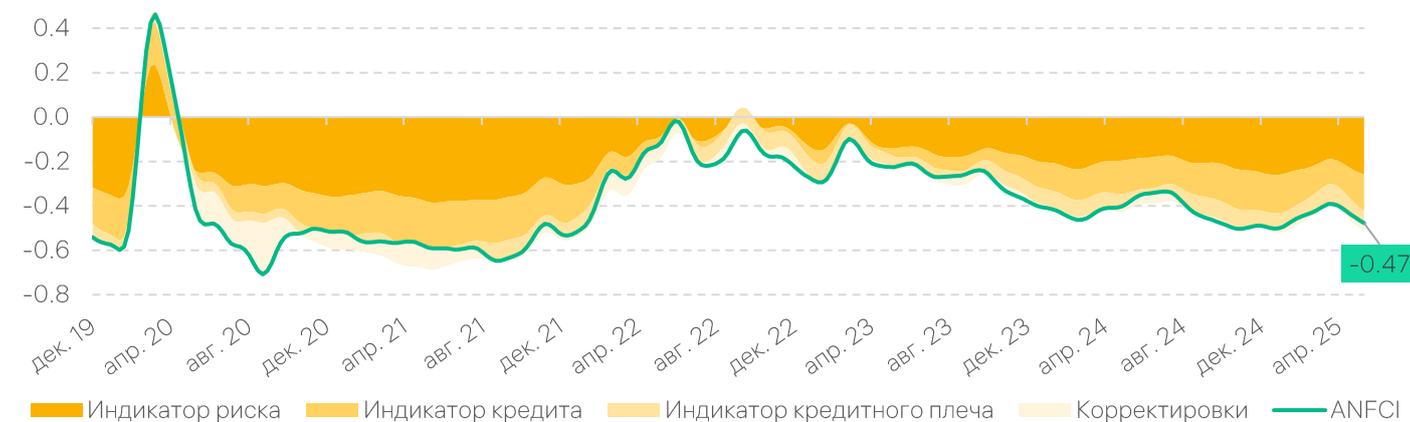
Наше мнение

На первый взгляд, финансовая система США продолжает демонстрировать устойчивость. Индекс NFCI от ФРБ Чикаго остаётся на комфортной отметке -0.51 , что отражает высокую ликвидность и отсутствие системного стресса. В то же время агрегированные показатели всё чаще маскируют накопление локальных дисбалансов: рост реструктуризаций, ухудшение покрытия плохих долгов, стресс в CRE и потребкредите, а также снижение прибыльности банков при сохраняющихся процентных рисках.

По данным FDIC, объём реструктурированных коммерческих и лизинговых кредитов вырос до \$55 млрд — $+36.8\%$ г/г. Банки и заёмщики пытаются выиграть время, избегая дефолтов через пролонгации и изменение условий. Объём необслуживаемых кредитов достиг \$125.9 млрд ($+11.1\%$ г/г), а коэффициент покрытия проблемных

активов резервами упал до 177.5% против 193% годом ранее. В комплексе это может указывать на начало истощения буферов кредитного риска.

Рис. 9. Индекс финансовых условий (ANFCI)



Источник: Federal Reserve Bank of Chicago

С другой стороны, формальные метрики капитала остаются устойчивыми: Tier 1 — около 14% (в 2–2.5 раза выше нормативов), leverage ratio — 9.4% (в 2–3 раза выше минимальных требований). Число проблемных банков — 63, что соответствует 1.4% всех застрахованных учреждений. Но при этом в балансе банков сидит \$413.2 млрд нереализованных убытков по AFS⁹ и HTM¹⁰-портфелям. Это — прямой канал риска при сценарии стагфляции: если ставки останутся высокими, а качество активов ухудшится, эти убытки могут материализоваться.

Особенно уязвим сегмент коммерческой недвижимости (CRE). По данным последнего отчёта ФРС по финансовой стабильности, просрочки в CRE — особенно в офисах и «mixed-use» — на максимуме с 2014 года. 2025–2026 годы станут пиковыми по объёмам рефинансирования, и текущие условия фондирования создают высокую вероятность каскадных просрочек. В потребительском кредите ситуация аналогичная. Уровень списаний по кредитным картам вырос до 4.71% — на 123 бп выше допандемийного уровня. Особенно сильно страдают молодые заёмщики и домохозяйства с subprime-профилем (низкими кредитными рейтингами и повышенным уровнем долговой нагрузки).

В целом банковская система США не находится в фазе кризиса, но демонстрирует признаки ограниченного внутреннего стрессового давления. Формальные показатели стабильны, но динамика ухудшается. Риски накапливаются не по фронту, а по периметру — в потребительских долгах, в недвижимости, в маржинальности. Если инфляция не ослабнет, а ставки останутся высокими дольше, чем предполагает рынок, эта эрозия может проявиться в открытом виде.

Инфляция: сближение с целью при устойчивой инерции базовых компонентов¹¹

Наше мнение

Мы сохраняем мнение о том, что достижение целевого уровня инфляции в 2% в пределах 2025 года остаётся маловероятным. Вместе с тем, в последние месяцы фиксируется устойчивая тенденция к замедлению инфляционного давления — как по индексу потребительских цен (CPI), так и по дефлятору потребительских расходов (PCE). Оба индикатора снижаются в годовом и ежемесячном выражении, а потребительская активность и инфляционные ожидания ослабевают, формируя умеренно дезинфляционный фон. Однако ощущение полной победы пока отсутствует: слишком много инерционных компонентов держатся выше нормы, а картину портит не столько уровень инфляции, сколько её структура. Наш прогноз по базовой инфляции предполагает колебания базовой инфляции в диапазоне 2.5–2.9% г/г. Это позволяет начать цикл смягчения, но не даёт пространства для глубокой корректировки.

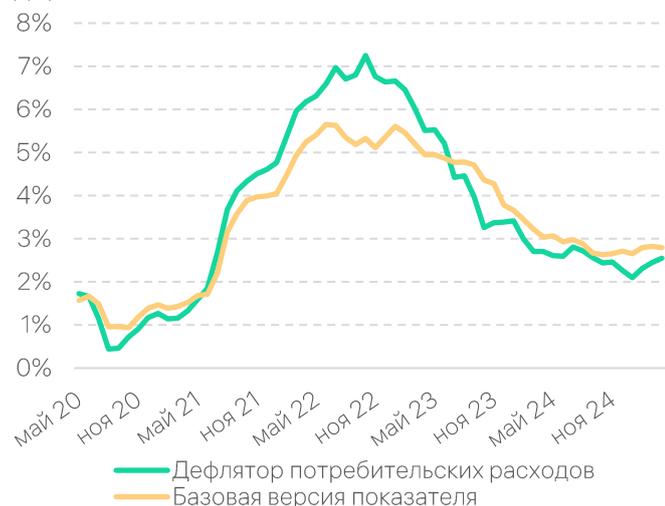
⁹ AFS (Available-for-Sale) — бумаги, которые банк может продать до срока погашения; убытки по ним не проходят через прибыль, но отражаются в капитале.

¹⁰ HTM (Held-to-Maturity) — бумаги, которые банк держит до погашения; убытки по ним вообще не признаются, пока бумаги не продаются.

¹¹ Указанные в данном отчете ценные бумаги приведены исключительно в информационных целях и не являются инвестиционной рекомендацией, предложением или побуждением к совершению каких-либо сделок с ними.

Жильё остаётся одной из ключевых проблем. Компонент аренды (shelter) замедляется, но по-прежнему растёт на ~0.3% м/м, внося основной вклад в базовый CPI. Его инерционность не позволяет инфляции быстро приблизиться к целевому уровню в 2%. Лаг между динамикой рыночных арендных ставок и CPI-компонентом жилья остаётся значительным (~18 месяцев), и рынок продолжает ждать эффекта, который пока не реализуется. В отличие от этого, буфером остаются запасы. Рост товарных запасов в последние месяцы был близок к рекордному и временно сдерживает передачу ценового давления. Этот эффект работает, но ограниченно: по мере исчерпания складских запасов ценовое давление может вновь усилиться, особенно в случае усиления внешнеторговых ограничений.

Рис. 10. Дефлятор потребительских расходов (г/г)



Источник: Bloomberg

Рис. 11. Индекс цен промышленного производства



Новые тарифы пока реализуются мягко. По оценке Goldman Sachs, их вклад в CPI на текущем этапе не превышает 0.05 пп в месяц. Однако это — стартовая фаза. В случае эскалации торгового конфликта, например, с Китаем инфляция может получить отложенный импульс. Пока этот риск остаётся вторичным, но он встроен в «опцион» траектории американской экономики.

В секторе услуг инфляционное давление сохраняется. Цены остаются стабильными, особенно в здравоохранении и сегменте досуга, а в ряде категорий продолжают расти. Снижение производственной активности не приводит к смягчению цен — рынок услуг остаётся жёстким. Это усиливает проблему: при замедлении спроса и одновременном росте цен возникает конфликт между монетарной политикой и микроэкономическим поведением бизнеса.

В совокупности всё это делает текущую фазу неустойчивой и чувствительной к внутренним и внешним шокам. Мы ожидаем, что в течение ближайших 1–2 кварталов инфляция продолжит снижение — за счёт складских запасов и охлаждения спроса. Однако к концу года наиболее вероятно повторное ускорение, что станет вызовом как для ФРС, так и для рыночных ожиданий.

От макроэкономики к стратегии: наш взгляд на устойчивых лидеров

Наше мнение

Торговые переговоры и тарифные риски остаются одним из главных факторов неопределённости для рынка США во втором полугодии 2025 года. Большинство компаний уже интегрировали текущие тарифы в свои операционные модели, но циклические угрозы, постоянная реконфигурация цепочек поставок и возможность внезапного изменения политики заставляют компании планировать более осторожно, что сказывается на стратегических инвестициях и капитальных расходах. Основная угроза — не разовые издержки, а накопительный эффект неопределённости, который не всегда корректно закладывается в оценки и прогнозы. В текущей макроэкономической конъюнктуре в США выигрывают прежде всего компании, способные демонстрировать устойчивость к внешним шокам, быстро адаптировать цепочки поставок и оперировать с минимальной зависимостью от импортных компонентов или экспортных рынков.

Крупнейшие национальные банки и интегрированные страховщики

Наиболее прочные позиции занимают крупнейшие банки, обладающие высокой ликвидностью и преимущественно внутренней клиентской базой (JPMorgan Chase, Bank of America, Wells Fargo), которые выигрывают за счет широкой диверсификации доходов, умеренного кредитного риска и способности удерживать маржу даже при умеренном замедлении экономики.

Компании, выигрывающие от локализации производства и реконфигурации цепочек поставок

В промышленности и инфраструктуре в фокусе оказываются подрядчики федеральных и инфраструктурных проектов, а также производители строительных материалов с преимущественно внутренней ориентацией. Компании типа Caterpillar или Deere & Co показывают лучшие результаты благодаря реализации государственных программ, низкой зависимости от внешней конъюнктуры и выигрышу от структурных инвестиций в обновление американской инфраструктуры. От описываемых трендов также являются выгодоприобретателями поставщики логистических и складских решений на фоне продолжающейся перестройки цепочек поставок и роста спроса на внутренние складские площади.

IT-компании с высокой маржинальностью и диверсификацией производства

В технологическом сегменте наибольшую устойчивость демонстрируют компании с глобальным спросом и гибкой производственной логистикой — в первую очередь это полупроводниковые гиганты, например NVIDIA и Broadcom, а также универсальные облачные и платформенные лидеры, такие как Microsoft и Alphabet. Они выигрывают от глобальной цифровизации и сохраняющегося спроса на облачные решения и ИИ.

Энергетика и midstream-сегмент

В энергетике и инфраструктуре доминирующее положение занимают midstream-операторы (Kinder Morgan, Williams Cos) и газовые компании (Range Resources, Antero Resources, EQT). Первые выигрывают благодаря длинным контрактам, высокой дивидендной доходности и минимальной зависимости от международных торговых споров. Вторые от растущего экспорта СПГ и усиленного спроса от генерирующих компаний и дата-центров Их бизнес-модели рассчитаны на долгий цикл, и даже корректировки CAPEX на фоне неопределённости не ставят под угрозу общую устойчивость бизнеса.

Коммунальные службы и компании повседневного спроса

Коммунальные услуги остаются одной из самых устойчивых ставок на фоне любой макро-волатильности: крупнейшие игроки (NextEra Energy, Duke Energy) сохраняют стабильный денежный поток и выигрывают от структурного роста спроса на электроэнергию, вызванного развитием дата-центров и цифровых сервисов. Дополнительно к этому, в защитных сегментах потребительских товаров устойчивый спрос поддерживает такие компании, как Procter & Gamble и PepsiCo, способные переключать рост издержек на потребителя и демонстрировать стабильную прибыль даже в условиях «trade-down» поведения населения.

Все описанные компании объединяет фокус на внутренний рынок США, сильная операционная эффективность, качественный менеджмент и способность управлять издержками в условиях как волатильного спроса, так и усложняющейся внешнеторговой среды. Именно такие компании будут определять устойчивую доходность и защищённость портфеля инвестора во второй половине 2025 года.

Наш взгляд на облигации¹²

Наше мнение

Рынки казначейских облигаций США во второй половине 2025 года будут находиться под влиянием умеренного замедления экономического роста, стагфляционного давления со стороны тарифной политики при сохраняющейся осторожной позиции ФРС. Устойчивый уровень инфляции и сильные данные по рынку труда, несмотря на отдельные признаки замедления, сдерживают ожидания по снижению ставки ФРС. В этом свете текущие доходности ближнего конца кривой доходности UST, где снижен риск реинвестирования под более низкие ставки, достаточно привлекательны. Наш взгляд на среднесрочные бумаги – положительный, благодаря оптимальному балансу риска и доходности. Вместе с тем, комбинация сложной фискальной ситуации и возросших стагфляционных рисков продолжают оказывать давление на премию за срок и ограничивают потенциал снижения доходностей на дальнем конце. Мы не рекомендуем тактическое увеличение дюрации, но текущие уровни доходностей продолжают оставаться привлекательными для долгосрочных инвесторов.

Несмотря на исторически узкие спреды, мы сохраняем позитивный взгляд на облигации инвестиционного уровня (IG) благодаря их стабильным фундаментальным показателям и привлекательной доходности. В то же время, в сегменте высокодоходных облигаций (HY) и облигаций развивающихся рынков (EM) мы предпочитаем сохранять осторожность из-за потенциальных рисков расширения спредов и ухудшения кредитного качества.

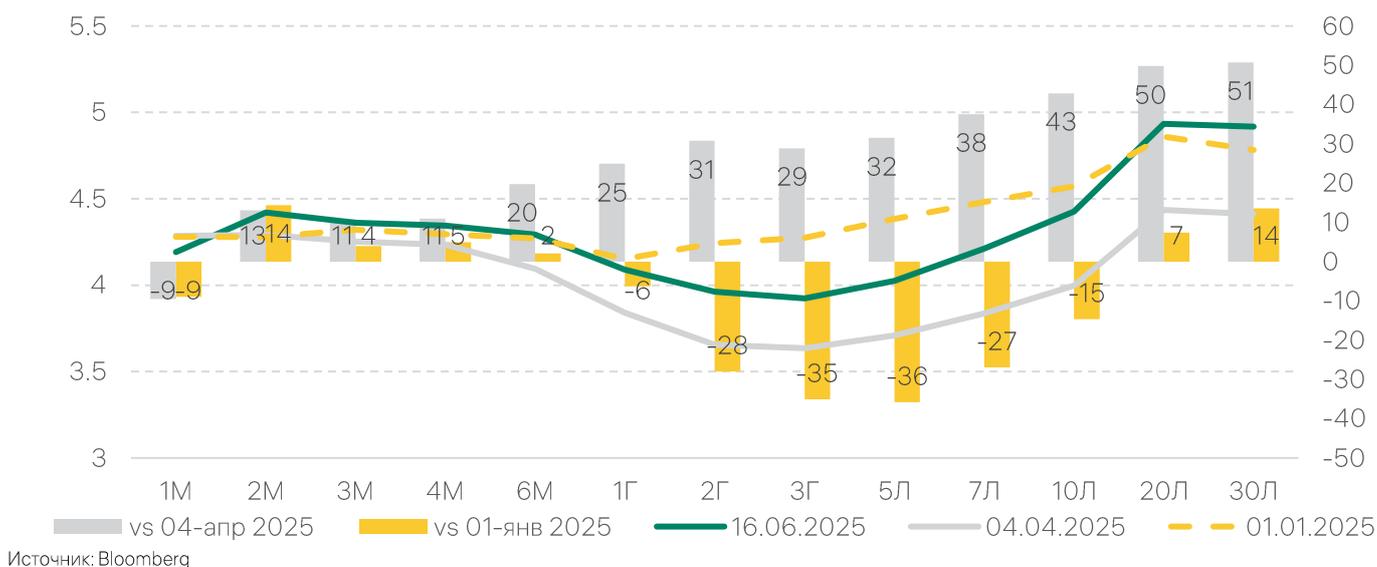
Казначейские облигации

Доходности на рынке UST были чрезвычайно волатильными в первом полугодии 2025 г. из-за неопределенности, вызванной торговой политикой администрации Дональда Трампа. В ответ на анонс о введении масштабных тарифов (средняя эффективная тарифная ставка в США выросла с прежних 3% до 20-25%) в «День Освобождения» в начале апреля доходности казначейских облигаций США резко снизились на фоне рекордной распродажи на рынке акций и достигли локальных минимумов на фоне возросших рисков рецессии (см. рис. 12). С тех пор был сделан ряд анонсов и были достигнуты ряд соглашений по тарифам, в результате чего средняя тарифная ставка снизилась до ~14% (но остается выше ~3% в начале года). В результате нарратив развернулся на стагфляционный, поскольку повышение тарифов не только увеличило риски замедления роста, но и повысило риски ускорения инфляции, что привело к развороту и росту доходностей в середине апреля. В итоге доходности на ближнем и среднем участках снизились на 20–40 бп с начала года в ожидании смягчения монетарной политики к концу года, тогда как длинный конец показал умеренный рост доходностей. Во второй половине 2025 года мы ожидаем умеренное замедление экономического роста на фоне ускорения инфляции в связи с передачей тарифных издержек на потребительские цены, что заставит ФРС сохранять жесткую политику до 4кв25. Первый цикл снижения ставки, по нашему мнению, начнется лишь в октябре-декабре 2025 г. и мы ожидаем 1-2 снижения по 25 бп, что предполагает диапазон эффективной ставки в 3.75%-4.0% в конце года. Ожидания участников рынка в настоящий момент предполагают 2 снижения ставки к концу года с первым снижением на сентябрьском заседании. Риск-сценарием для нашего взгляда является резкое ухудшение экономики, что может сподвигнуть ФРС снижать ставку более агрессивными темпами, однако это не является нашим базовым сценарием.

Фискальная политика остается в центре внимания после принятия Палатой представителей США 22 мая бюджетного законопроекта, известного как «One Big Beautiful Bill Act». Данный законопроект является продлением и расширением отдельных положений реформы TCJA 2017 года. Проект закона находится в процессе согласования между Палатой представителей и Сенатом, и наиболее вероятной датой принятия по текущим прогнозам рынков считается начало августа. Доходности на длинном конце отреагировали резким ростом в ответ на принятие законопроекта нижней палатой Конгресса. Доходности по 10-летним облигациям достигали 4.60%, вернувшись к уровню, который наблюдался в феврале. Комбинация перспективы широких бюджетных дефицитов и предстоящего шока стагфляции от тарифов, вероятно, продолжит оказывать давление на премию за срок. В результате, мы считаем, что доходности на длинном конце будут показывать уменьшенную чувствительность к смягчению политики ФРС в конце этого года и останутся закрепленными на более высоких уровнях. На наш взгляд, доходности 10-летних UST продолжат удерживаться в пределах нашего целевого диапазона 4.3–4.5%.

¹² Указанные в данном отчете ценные бумаги приведены исключительно в информационных целях и не являются инвестиционной рекомендацией, предложением или побуждением к совершению каких-либо сделок с ними.

Рис. 12. Кривая доходности US Treasuries, % (л.ш.) и изменение в доходностях, бп (п.ш.)



Источник: Bloomberg

Наш взгляд на дюрацию

Таб. 1. Взгляд на дюрацию

Дюрация	Уменьшение экспозиции	Нейтральный взгляд	Увеличение экспозиции	Комментарий
Длинные (8 лет и больше)		○ ¹³		В нашем базовом сценарии мы не ожидаем ухудшения ситуации на рынке труда или каких-либо рыночных шоков, что могло бы привести к более агрессивному снижению ставок, чем предполагается рынком. По 10-летним UST до конца 2025 года мы ожидаем доходность на уровне 4.3%-4.5%. Доходности по дальнему концу прилично выросли относительно локальных минимумов (особенно по сегменту 20-30 лет), и текущие уровни привлекательны в долгосрочной перспективе. Однако, в краткосрочной перспективе (горизонте в 3-6 месяцев), наш взгляд на длинный конец – нейтральный.
Средние (от 3-х до 7 лет)			●	Мы по-прежнему видим этот сегмент как наиболее привлекательный для инвестиций в 2025 году благодаря наилучшему соотношению риска и доходности. Мы ожидаем, что до конца 2025 года доходности по данным участкам скорректируются на 30-40 бп. Пересмотр количества снижений ставок в меньшую сторону рыночными участниками будет иметь ограниченное влияние на данные бумаги, из-за относительно низкой дюрации. В связи с этим, мы имеем положительный взгляд на данный сегмент.
Короткие (2 года и меньше)		○		Мы сохраняем нейтральный взгляд на этот сегмент. Доходности по нему остаются привлекательными, и он, являясь производной от ставки, наименее уязвим к «медвежьим настроениям» на рынке. Риск реинвестирования по более низким ставкам в будущем остаются низкими, на фоне более медленных темпов снижения ставки ФРС относительно ожиданий в начале года.

¹³ ● – уменьшение экспозиции, ○ – нейтральный взгляд, ● – увеличение экспозиции.

USD облигации корпоративных и суверенных эмитентов

После «Дня освобождения» спреды достигали максимальных уровней со времён пандемии COVID-19 на фоне перетока капитала в безопасные активы, но затем практически восстановились до уровней начала года. С начала года спреды по высокодоходным облигациям выросли больше, но совокупная доходность за первую половину 2025 г. была больше, чем у высоконадежных бумаг за счет более высоких текущих купонов (рисунок-13). Основным драйвер доходности индексов был обеспечен компонентом доходности от казначейских облигаций UST.

Рис. 13. Изменения в спредах, бп (л.ш.) и доходностях корпоративных облигаций, % (п.ш.)



Источник: Bloomberg

Мы считаем, что большинство тезисов, озвученных нами в нашей инвестиционной стратегии на 2025 год, остаются актуальными, и продолжаем ожидать расширения спредов в сегментах высокодоходных облигаций и облигаций эмитентов с развивающихся рынков. На фоне усилившейся неопределённости в торговой политике и прогнозируемого замедления роста во второй половине года, мы ожидаем, что фундаментальные показатели корпоративного сектора могут ухудшиться, в связи с чем мы также продолжаем ожидать расширения спредов по высокодоходным облигациям в течение года.

Наш взгляд на USD IG облигации

Спреды USD IG бумаг остаются близкими к историческим минимумам, и мы ожидаем, что они сохранятся на этом уровне до конца года. Фундаментальные факторы поддерживают данный сегмент: корпоративные прибыли компаний остаются на высоком уровне, а объем новых размещений снижается, поскольку многие эмитенты отложили заимствования, учитывая более высокую стоимость капитала. Риск расширения спредов в базовом сценарии минимален. Мы придерживаемся позитивного взгляда на данный сегмент: общий уровень доходностей по высококачественным облигациям достаточно привлекателен. Тем не менее, потенциал существенного роста цен ограничен – дальнейшее сужение спредов маловероятно, учитывая уже довольно узкие спреды, и основной компонент доходности будет обеспечен компонентом доходности от казначейских облигаций UST.

Наш взгляд на USD HY облигации

Мы продолжаем придерживаться более осторожного взгляда на USD HY сегмент. На фоне волатильности в макроэкономике и торговой политике мы ожидаем умеренного расширения HY спредов во втором полугодии 2025 г. Это объясняется большей чувствительностью HY сегмента к ухудшению экономических условий.

Наш взгляд на USD EM облигации

Наш взгляд на USD EM остается умеренно осторожным несмотря на снижение рисков рецессии и определенную разрядку в торговой риторике. Фундаментально ситуация в EM также выглядит неплохо: инфляция снижается, позволяя центробанкам некоторых EM уже начинать смягчение политики. Мы ожидаем, что во втором полугодии 2025 г. тренд продолжится – локальные рынки EM получат поддержку от паузы ФРС и слабости доллара. Тем не менее этот сегмент остается уязвимым – сужение спредов выглядит маловероятным, учитывая исторически минимальные уровни, а в случае ухудшения глобальных условий (например, резкого укрепления доллара или геополитической напряженности), спреды EM могут расширяться заметнее всего.

Наш взгляд на кредитный риск

Таб. 2. Взгляд на корпоративные облигации¹⁴

Класс	Уменьшение экспозиции	Нейтральный взгляд	Увеличение экспозиции	Комментарий
USD IG			●	Несмотря на узкие спреды, у нас положительный взгляд на данный класс. Фундаментальные показатели эмитентов находятся на комфортных уровнях, и ожидаемые нами макроэкономические условия будут способствовать их улучшению и в будущем году. Мы считаем, что это создаёт благоприятные условия для сохранения спредов на текущих уровнях, или даже их дальнейшего сужения. В 2025 году мы ожидаем совокупную доходность по индексу USD IG облигаций в 9.5%-10.0%.
USD HY		○		Мы отмечаем повышенные риски дальнейшего расширения спредов HY облигаций, учитывая их текущие исторически низкие уровни. В условиях роста рыночной волатильности или ухудшения макроэкономической обстановки вероятность более существенного расширения спредов по HY облигациям значительно выше, чем по бумагам IG, что может ограничить потенциал роста индекса. Мы прогнозируем расширение спредов на 80-100 бп к концу года, что приведёт к совокупной доходности индекса в 5.0%-6.0%.
USD EM		○		Спреды по бумагам данных эмитентов находятся довольно близко к своим историческим минимумам, и мы считаем, что, в случае ухудшения глобальных условий (например, резкого укрепления доллара или геополитической напряженности), они могут расширяться на 15-25 бп относительно значений в начале года. В базовом сценарии мы рассчитываем на умеренную положительную доходность по EM облигациям во втором полугодии 2025 г. (порядка 5-6% годовых в USD), что сопоставимо с USD HY и существенно ниже, чем USD IG, при более высоких рисках.

¹⁴ Доходность индексов спрогнозирована на основе iShares iBoxx \$ Investment Grade Corporate Bond ETF (USD IG), Markit iBoxx USD Liquid High Yield Total Return Index (USD HY) и JP Morgan Emerging Markets Sovereign and Corporate Credit Core Index USD (USD EM).

Приложение к отчету

Приложение 1. Нормализованная динамика фондовых индексов США за последний год



Источник: Bloomberg

Приложение 2. Рыночные данные, индексы

Отраслевые индексы	Цена закрытия	1М Δ	3М Δ	1Г Δ	YTD Δ	52Н Макс	52Н Мин
Communication Services Select Sector SPDR Fund	104.34	2.5%	7.3%	23.4%	7.8%	105.58	81.15
Consumer Discretionary Select Sector SPDR Fund	214.02	-1.7%	8.6%	17.9%	-4.6%	240.28	166.48
Consumer Staples Select Sector SPDR Fund	81.22	-1.0%	0.7%	4.6%	3.3%	84.53	75.61
Energy Select Sector SPDR Fund	87.84	2.8%	-3.7%	-0.5%	2.5%	97.92	74.49
Financial Select Sector SPDR Fund	50.53	-2.1%	2.9%	23.2%	4.6%	52.64	40.48
Health Care Select Sector SPDR Fund	135.71	2.0%	-7.5%	-6.9%	-1.4%	159.64	127.35
Industrial Select Sector SPDR Fund	143.63	-0.1%	8.0%	17.3%	9.0%	145.56	112.75
Materials Select Sector SPDR Fund	88.12	1.2%	1.2%	-1.7%	4.7%	97.87	73.12
Real Estate Select Sector SPDR Fund	41.93	-0.2%	-0.6%	9.4%	3.1%	45.58	35.76
Technology Select Sector SPDR Fund	243.04	3.5%	12.8%	5.2%	4.5%	243.76	172.45
Utilities Select Sector SPDR Fund	81.02	-1.4%	2.3%	17.1%	7.0%	83.41	67.60

Источник: Bloomberg

Приложение 3. Рыночные данные, облигации

Индексы облигаций	Цена закрытия	1М Δ	3М Δ	1Г Δ	YTD Δ	52Н Макс	52Н Мин
Bloomberg US Corporate High Yield Average OAS	2.97	-2.60%	-7.50%	-7.20%	3.50%	4.53	2.53
Bloomberg US Corporate High Yield Total Return Index Value Unhedged USD	2772.31	0.90%	2.00%	9.30%	3.30%	2772.31	2537.43
Bloomberg US Agg Corporate Avg OAS	0.84	-6.70%	-9.70%	-8.70%	5.00%	1.19	0.74
Bloomberg US Agg Total Return Value Unhedged USD	2243.62	0.50%	0.30%	4.10%	2.50%	2275.47	2134.18

Источник: Bloomberg

Приложение 4. Рыночные данные, валюты

Валюты (к USD)	Цена закрытия	1М Δ	3М Δ	1Г Δ	YTD Δ	52Н Макс	52Н Мин
US Dollar Index Spot Rate (DXY)	98.18	-2.90%	-5.00%	-6.80%	-9.50%	110.18	97.6
EURUSD Spot Exchange Rate - Price of 1 EUR in USD	1.16	2.80%	5.80%	7.70%	11.60%	1.16	1.01
GBPUSD Spot Exchange Rate - Price of 1 GBP in USD	1.35	1.40%	4.20%	6.60%	8.20%	1.36	1.21
USDCHF Spot Exchange Rate - Price of 1 USD in CHF	0.81	2.70%	8.40%	9.50%	11.70%	0.92	0.8

Источник: Bloomberg

Приложение 5. Рыночные данные, доходности облигаций

Доходности облигаций	Цена закрытия	1М Δ	3М Δ	1Г Δ	YTD Δ	52Н Макс	52Н Мин
US Breakeven 5 Year	2.34	-3.90%	-7.00%	7.00%	-2.30%	2.74	1.77
US Breakeven 10 Year	2.31	-2.10%	0.40%	3.80%	-1.20%	2.52	1.93
US Generic Govt 5 Yr	4.01	-2.10%	-2.10%	-6.90%	-8.60%	4.62	3.38
US Generic Govt 10 Yr	4.42	-1.20%	2.90%	3.30%	-3.20%	4.81	3.6
US Generic Govt 30 Yr	4.94	-0.10%	7.50%	12.10%	3.30%	5.15	3.89
US Breakeven 5 Year	2.34	-3.90%	-7.00%	7.00%	-2.30%	2.74	1.77

Источник: Bloomberg

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».

© 2025, все права защищены

Департамент торговых идей

E-mail
dti@halykfinance.kz

Департамент продаж

E-mail
sales@halykfinance.kz

Адрес:
Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
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