

Тарифы Дональда Трампа на импорт из Мексики и Канады:

Влияние на автомобильный сектор



Данил Бондарец
Старший Аналитик Департамента Торговых Идей

31 января 2025 года

Уважаемые клиенты,

20 января 2025 года Дональд Трамп официально вступил в должность 47-го президента США, сразу же объявив о новом витке протекционистской торговой политики. Одним из ключевых заявлений стала угроза введения 25% тарифов на импорт из Канады и Мексики уже с 1 февраля. Эти меры, если будут приняты в их текущем виде, неизбежно окажут значительное влияние на американскую экономику, но одной из наиболее затронутых отраслей станет автомобильный сектор.

Автопромышленность США глубоко интегрирована с Канадой и Мексикой через цепочки поставок, производство комплектующих и сборочные предприятия. Введение столь высоких тарифов может привести к росту издержек производителей, снижению маржинальности, росту цен на автомобили для потребителей, сокращению объёмов продаж и производства и, как следствие, к возможному ухудшению кредитных метрик ключевых игроков отрасли.

*В последние месяцы мы опубликовали несколько инвестиционных идей, связанных с облигациями компаний, имеющих тесную связь с автомобильным сектором, в частности **Ford Motor Credit u Ally Financial**. В данной статье мы рассмотрим, как изменения в торговой политике могут повлиять на эти компании, пересмотрим наши предыдущие торговые идеи и представим обновлённый взгляд на позиционирование в облигации эмитентов автомобильного сектора.*

Наше мнение

Несмотря на громкие заявления Дональда Трампа о введении тарифов на импорт из Канады и Мексики, мы оцениваем вероятность их полноценной реализации как низкую. Исторический опыт, а также последние шаги канадского и мексиканского правительств свидетельствуют о том, что тарифы являются инструментом давления, а не долгосрочной торговой стратегией. Введение пошлин в их текущем виде нанесёт значительный ущерб американскому автопрому, что противоречит другим экономическим целям Трампа, в частности борьбе с инфляцией.

Даже в случае введения тарифов, влияние на наши инвестиционные идеи ограничено. Ford обладает наименьшей экспозицией на Канаду и Мексику среди «большой тройки» американских производителей, а его кредитный сегмент выиграет на фоне потенциального роста спроса на автокредиты. В случае с Ally Financial, мы уже отмечали, что введение тарифов, и политика Дональда Трампа в целом, окажут положительное влияние на бизнес компании. Также мы отмечаем положительную динамику качества кредитного портфеля компании и положительное влияние решения о продаже бизнеса кредитных карт на кредитное качество компании. Мы сохраняем наш позитивный взгляд на обоих эмитентов.

Что касается других компаний из автомобильного сектора, то на данный момент участники рынка также не ожидают реализации тарифов в их текущей форме, в связи с чем кредитные спреды продолжают оставаться вблизи исторических минимумов. Если тарифы, всё-таки, будут введены, то мы положительно смотрим на тактическое увеличение экспозиции на выпуски эмитентов, операционная прибыль которых пострадает меньше всего. Такими компаниями являются Toyota, Hyundai и Kia, а также европейские автопроизводители.

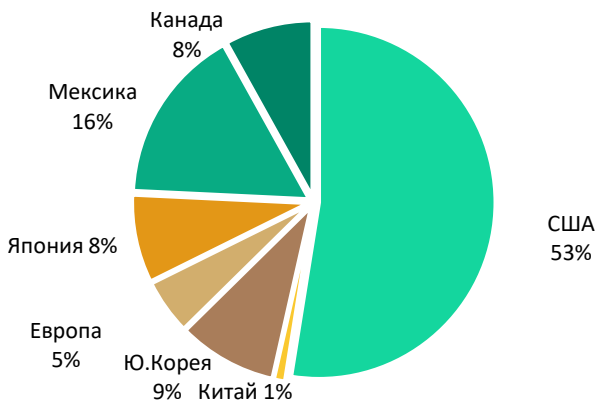
Тарифы на импорт из Канады и Мексики могут нанести значительный удар по автопромышленности, однако мы оцениваем вероятность их введения как низкую

Введение тарифов на импорт в США стало одной из ключевых тем предвыборной кампании Дональда Трампа. Изначально обсуждалась возможность введения 60% пошлин на импорт из Китая и 10–20% на товары из других стран. Основными целями такой политики заявлялись сокращение торгового дефицита, повышение конкурентоспособности американских производителей за счет ограничения импорта, а также стимулирование реиндустриализации и возвращение производственных мощностей в США. Однако, учитывая опыт первого президентского срока Трампа, рынки воспринимали эти заявления скорее как элемент переговорной стратегии, направленной на получение более выгодных торговых условий, а не как неизбежный сценарий.

Однако уже после победы на выборах, в конце ноября, Дональд Трамп в своей социальной сети Truth Social объявил о намерении введения 25% тарифов на 2-ух из крупнейших торговых партнёров США – Канаду и Мексику, а также 10% тарифа на весь импорт из Китая. Несмотря на более умеренную позицию в отношении Китая по сравнению с предвыборной риторикой, планы по Канаде и Мексике оказались значительно жёстче. Помимо того, что предложенные пошлины существенно превышали ранее озвученный диапазон в 10–20%, их введение вступало в прямое противоречие с соглашением о свободной торговле USMCA, заключённым в 2019 году в ходе первого президентского срока Трампа, который заменил действовавшее с 1994 года соглашение НАФТА. 20 января, сразу после вступления в должность, Трамп заявил, что тарифы в отношении Мексики и Канады могут вступить в действие, уже с 1-го февраля.

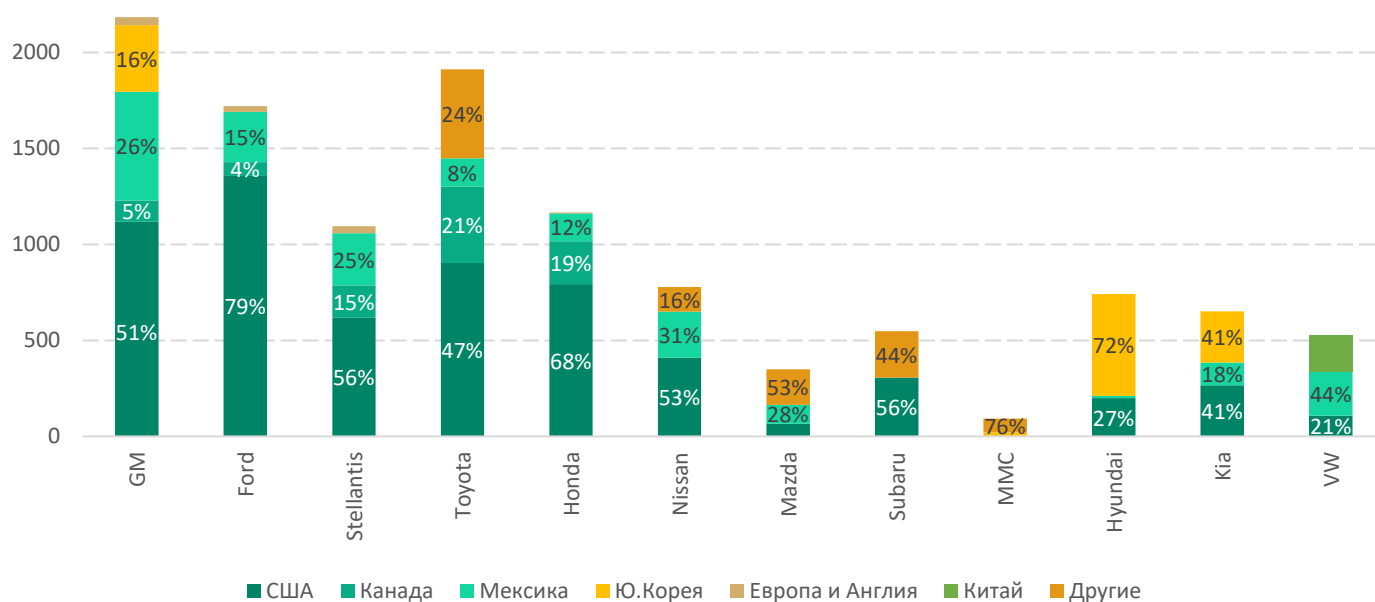
На Канаду и Мексику приходится 28% всего импорта в США, что делает их критически важными торговыми партнёрами. В случае введения тарифов в их текущем виде влияние на ряд секторов экономики будет существенным, однако один из наиболее ощутимых эффектов придётся на автомобильную отрасль. По данным US Census Bureau и JPMorgan, Канада и Мексика обеспечивают 49% импорта транспортного оборудования в США, выступая ключевыми звеньями в цепочках поставок американских автопроизводителей. В первые 10 месяцев 2024 года 24% проданных в США легковых автомобилей были произведены в этих странах, а, согласно данным Департамента торговли США, на Канаду и Мексику пришлось 51% импорта автокомпонентов за первые три квартала 2024 года.

Рис. 1. Разбивка проданных автомобилей в США по стране производства (10мес2024 г.)



Источник: Nomura, Ward's Auto and Marklines

Рис. 2. Разбивка продаж автопроизводителей в США по стране производства автомобилей



Источник: Nomura, Ward's Auto and Marklines

Рис. 3. Разбивка импортируемых в США автомобильных запчастей по стране производства (9мес2024)

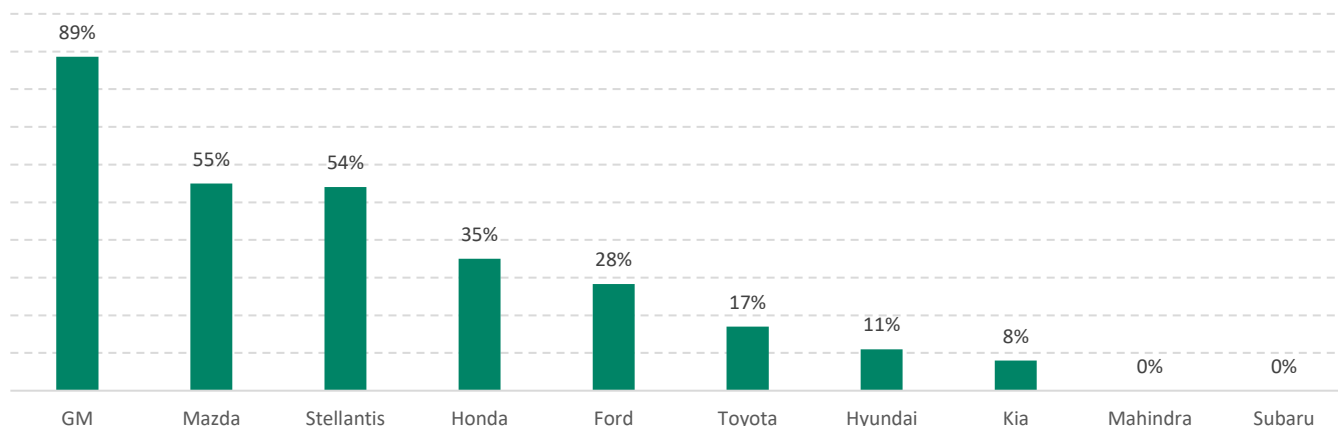


Источник: US Department of Commerce, Nomura

Таким образом введение 25%-тарифов нанесёт большой удар по себестоимости автомобилей, продаваемых в США. Согласно оценкам аналитиков японского инвестиционного банка Nomura, наибольшее влияние тарифов придется на General Motors, Mazda и Stellantis. Дополнительные пошлины на импортируемые в США автомобили этих производителей составят 89%, 55% и 54% соответственно от их прогнозной операционной прибыли в 2025 году. А совокупный расходы на

пошлины за импорт автомобилей и запчастей составит \$31.5 млрд (\$21.7 млрд на пошлины за импорт из Мексики, \$9.8 млрд – из Канады).

Рис. 4. Объем дополнительных пошлин на импорт из Канады и Мексики в процентах от прогнозной операционной прибыли на 2025 год



Источник: Nomura

С учетом значительных потенциальных издержек для автопроизводителей стратегически обоснованным решением мог бы стать перенос производства в США, что, на первый взгляд, удовлетворило бы цель Трампа по реиндустриализации. Однако, согласно расчетам аналитиков Bloomberg, один лишь рост затрат на оплату труда приведет к увеличению себестоимости одного автомобиля General Motors на \$3 500. Эта сумма сопоставима с дополнительными расходами в размере \$3 561 на автомобиль, связанными с уплатой тарифных пошлин, согласно оценкам Nomura (при равномерном распределении пошлин на весь объем выпуска GM, включая автомобили, произведенные в США). Таким образом данный шаг не решил бы создаваемые тарифами проблемы. Другим вариантом могло бы стать перекладывание дополнительных расходов на конечного потребителя. Однако, мы считаем, что такое решение приведёт к сокращению объёмов продаж, принимая во внимание сохраняющееся инфляционное давление на потребителя и повышенные ставки по кредитам на фоне более медленных темпов снижения ставки ФРС. Более того, если автопроизводители всё же пойдут на данный шаг, то это усилит инфляционное давление, учитывая, что новые и подержанные автомобили формируют 6–7% индекса потребительских цен (CPI). Это, в свою очередь, может привести к полному прекращению цикла снижения ставок.

Такой сценарий противоречит другим намерениям Трампа. Во время своей предвыборной кампании Трамп обещал избирателям побороть инфляцию и неоднократно обрушался с критикой на политику своих оппонентов – Демократической партии, как главной причины роста цен в США, начавшегося в 2021 году. Трамп также активно критиковал ФРС, призывая председателя Джерома Пауэлла снижать процентную ставку более агрессивно. На фоне этого, введение тарифов на ключевых торговых партнёров страны выглядит абсолютно нецелесообразно.

В этом контексте следует рассмотреть обоснованность аргумента о том, что угрозы введения тарифов являются скорее инструментом давления на торговых партнеров, а не полноценным элементом долгосрочной торговой стратегии. В случае с Канадой и Мексикой, Трамп уже обозначил, что введение тарифов призвано замедлить приток незаконных мигрантов и наркотиков в США. Таким образом, можно предположить, что он пытается добиться более активной кооперации своих соседей в данных областях. С другой стороны, он хочет ускорить процесс пересмотра соглашения USMCA, которое на данный момент запланировано на 2026 год. Наконец, введение тарифов поможет закрыть лазейку для обхода тарифов на товары из Китая, производимые на заводах в Мексике.

С момента объявления о возможных тарифах в конце ноября, Мексика и Канада уже предприняли шаги для соответствия требованиям нового президента США. В частности, в декабре канадское правительство заявило о намерении увеличить расходы на охрану границы на CA\$1.3 млрд в течение ближайших шести лет. В свою очередь, президент Мексики представила новый экономический план, направленный на снижение торгового напряжения с США. Ключевыми мерами плана являются увеличение национального содержания в производимой продукции и возможность введения тарифов на китайский импорт, аналогичных американским. Эти инициативы направлены на ограничение роли Китая в экономике Мексики и соответствие требованиям администрации Трампа.

Оглядываясь на первый президентский срок Дональда Трампа, мы можем увидеть схожую ситуацию, когда в мае 2019 года Трамп пригрозил введением 25% тарифов на импорт из Мексики до тех пор, пока страна не остановит поток мигрантов в страну. Однако, после недельных переговоров, данное решение было отменено. Более свежим примером является

конфронтация с правительством Колумбии, произошедшая в это воскресенье, 26 января. Колумбия отказалась давать разрешение на приземление американских военных самолётов, перевозивших депортированных колумбийских мигрантов из США. В ответ на это, Трамп пригрозил введением 25% тарифов, которые могли быть увеличены до 50% через неделю. Спустя несколько часов переговоров, Колумбия согласилась на условия, выдвигаемые правительством США, и объявленные тарифы были отменены.

В случае с предлагаемыми тарифами на Канаду и Мексику, риторика Трампа тоже начала принимать всё более и более мягкую форму. Изначально планировалось, что тарифы будут введены в день вступления Трампа в должность, однако этого так и не произошло. Вместо этого, дата введения тарифов была передвинута на первое февраля. А вчера, 30 января, Трамп допустил возможность того, что данные тарифы не будут распространяться на импорт нефти, хотя изначально подразумевалось, что тарифы будут универсальными и будут применяться абсолютно ко всем категориям товаров. Учитывая высокую степень интегрированности североамериканской автомобильной отрасли и описанный выше масштаб финансовых убытков, которые она понесёт в случае принятия тарифов, мы считаем, что если тарифы на Мексику и Канаду и будут наложены, то они не будут затрагивать товары из автомобильного сектора. Более того, мы продолжаем считать, что в случае с Канадой и Мексикой тарифы являются инструментом для переговоров, а последние заявления Трампа в преддверии их введения – попыткой выбить дополнительные уступки в последний момент. Поэтому наш базовый сценарий предполагает, что тарифы не будут введены вовсе или затронут лишь ограниченный спектр товаров и секторов, имеющих незначительный вес в товарообороте между США и её североамериканскими соседями.

Рынок также не ожидает введения тарифов в их текущей форме, в связи с чем расширения спредов по выпускам автопроизводителей не произошло

Что касается облигаций прочих автомобильных производителей, то, на данный момент, участники рынка также не думают, что угроза с тарифами будет реализована в полной мере. Спреды у большинства эмитентов находятся очень близко к своим минимумам и в последние несколько недель по ним не наблюдалось каких-либо расширений. Даже по выпускам General Motors, бизнес которой имеет наиболее значительную экспозицию на Канаду и Мексику, спреды в последние несколько дней расширились буквально на 1-2 бп. А у Stellantis, наоборот, сузились до исторических минимумов. В целом спреды по сектору являются довольно узкими, поэтому, на данный момент, мы не видим причин для наращивания экспозиции на других эмитентов. Однако, если тарифы всё-таки будут введены и рынок отреагирует значительным расширением спредов по всем эмитентам из автомобильного сектора, то мы положительно смотрим на использование данной возможности для увеличения экспозиции на облигации отдельных эмитентов, имеющих наименьшую экспозицию на Канаду и Мексику.

Даже в случае введения тарифов, мы сохраняем позитивный взгляд на компании из наших инвестиционных идей

Ford Motor Credit

Ford имеет наименьшую экспозицию на Канаду и Мексику среди производителей «большой тройки», в первые 10 месяцев 2024 г. на продажи импортированных из этих двух стран автомобилей пришлось лишь 19% от общего количества реализованных автомобилей, в то время как у General Motors и Stellantis данный показатель составил 31% и 40% соответственно. В связи с этим, как было описано выше, удар по операционной прибыли компании будет значительно ниже, чем у конкурентов. Более того, влияние тарифов на Ford Motor Credit – дочерней компании Ford Motor, выпустившей описанный нами выпуск облигаций, будет ещё более ограниченным. Напрямую, введение тарифов не окажет влияния на процентные доходы компании по уже выданным кредитам. В случае увеличения цены продаваемых автомобилей со стороны Ford, финансовая дочка компании, наоборот, может выиграть за счёт возросшего объёма кредитования благодаря повышенному спросу на дополнительное финансирование на фоне менее доступных для потребителя автомобилей и, в целом, увеличившихся сумм выдаваемых кредитов. С другой стороны, как мы отмечали в нашей инвестиционной идее по Ally, компания сможет сократить расходы по кредитным убыткам благодаря возросшей стоимости автомобилей, выступающих в качестве залогового обеспечения по выданным кредитам.

Говоря о других новостях компании, мы хотели бы отметить в целом положительную продажу компании. Количество проданных автомобилей за 4 квартал 2024 года составило 530.6 тыс. единиц, что на 8.8% больше, чем за аналогичный период прошлого года. И хотя компания ещё не отчиталась о результатах за четвёртый квартал (выход отчёта запланирован на следующую неделю, 5 февраля) мы не ожидаем, что компания отчитается о значительных факторах, которые сподвигнут нас к изменению нашей рекомендации. Во время публикации своих результатов за 3 квартал, руководство компании предоставило обновлённый прогноз по EBIT, который должен составить \$10 млрд, что является нижней границей

озвучиваемого ранее диапазона в \$10-\$12 млрд, однако это не меняет наш взгляд на кредитное качество компании и мы уверены, что, на фоне сохраняющегося сильного спроса на автомобили, компания сможет достичь поставленной цели.

С момента публикации нашей идеи, кредитный спред по выпуску F6.125'34 сузился на 14 бп (со 199 бп до 185 бп), однако мы видим дальнейший потенциал для его сужения, принимая во внимание тот факт, что в моменте кредитный спред сузился до 175 бп. На фоне сильного спроса на автомобили компании, сравнительно меньшего влияния предлагаемых тарифов на компанию в сравнении с основными конкурентами, перспективы положительного влияния в случае с кредитным сегментом компании, и сохраняющейся привлекательной доходности выпуска в 6.37% **мы сохраняем рекомендацию «покупать на два года» по выпуску F.6.125'34.**

Ally Financial

Во второй половине января Ally Financial отчитались о своих результатах за 2024 год. К отчёту компании было приковано повышенное внимание инвесторов после того, как в начале января компания косвенно фигурировала в отчёте известных шорт-селлеров Hindenburg Research, повествующем о мошенничестве автомобильного ритейлера Carvana, являющегося одним из контрагентов Ally, у которого компания приобретает выданные кредиты. Отчёт обвинял Carvana в выдаче кредитов низкокачественным заёмщикам, которые затем перепродаются Ally. Это вызывало опасения перспективы ухудшения качества кредитного портфеля компании в будущем. Однако, опубликованные результаты 4 квартала значительно превзошли ожидания инвесторов. Показатель списаний по кредитам автомобильного составил 2.34%, что было значительно ниже консенсус прогноза аналитиков в 2.81%. Также руководство компании дало довольно оптимистичный прогноз по этому показателю на 2025 год, указав целевой диапазон по списаниям в 2%-2.25%, что было несколько ниже консенсус прогноза в 2.3%. Помимо улучшения кредитного качества, компания отчиталась о росте чистой процентной 3.33% и об улучшении показателей достаточности капитала. Также компания объявила о продаже бизнеса потребительских кредитных карт. Мы оцениваем данное решение как позитивное для кредитного качества компании. Ally Financial не только получит дополнительные денежные средства от сделки, улучшив свою ликвидность, но и избавится от бизнеса, который отличался наивысшей долей обесцененных кредитов в портфеле компании, тем самым улучшив его кредитное качество.

Что касается влияния тарифов на Канаду и Мексику, то мы уже отмечали в нашей инвестиционной идее, что такой шаг станет «попутным ветром» для компании. Как и в случае с Ford Motor Credit, компания выиграет от возросшего объёма кредитования и сокращения кредитных убытков из-за увеличившейся стоимости залогового обеспечения. В целом, мы сохраняем наш позитивный взгляд на эмитента. Однако, мы хотим заметить, что после публикации результатов за 4 квартал кредитный спред по выпуску ALLY8.0'31 сузился на 14 бп, до 135 бп. Поэтому **мы рекомендуем инвесторам, желающим открыть позицию по данной бумаге, рассматривать покупку, когда спред вернётся к уровню 145-150 бп.**

2025 АО «Halyk Finance» (далее – HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2025, все права защищены.

Департамент торговых идей

E-mail

dti@halykfinance.kz

Департамент продаж

E-mail

sales@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
A05A1B4, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 331 59 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN
Thomson Reuters
Halyk Finance
Factset
Halyk Finance
Capital IQ
Halyk Finance