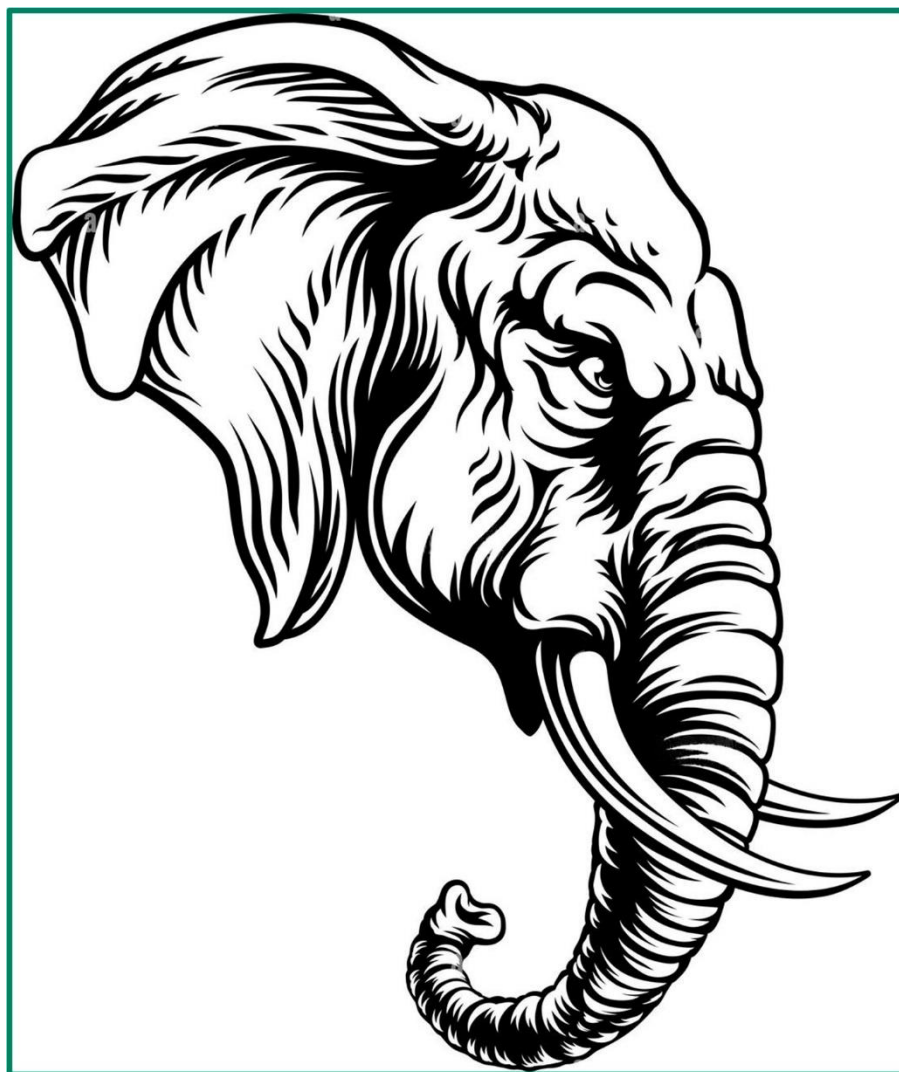


# Стратегия инвестирования 2025

Тенденции, тренды и перспективы



# Введение

Уважаемые клиенты,

Несмотря на ослабление динамики ближе к концу года, 2024 год оказался исключительным для инвесторов. Индекс S&P 500 обновил 57 исторических максимумов и показал второй подряд год с ростом выше 20%, что произошло впервые с 1998 года. Лидерами роста стали крупнейшие технологические компании, однако положительная динамика наблюдалась также и в других секторах. В связи с тем, что результаты 2024 года уже остались позади, инвесторы, естественно, задаются вопросом о возможности продолжения бычьего рынка и в уже наступившем 2025 году.

2025 год открывает перед инвесторами новые перспективы для формирования и укрепления портфелей, опираясь на успехи, достигнутые в 2024 году. С учётом сохраняющихся позитивных факторов, таких как стабильный экономический рост, повышение корпоративных прибылей и продолжение нормализации денежно-кредитной политики, инвесторы имеют уникальную возможность воспользоваться данными благоприятными условиями. Представляем вашему вниманию Стратегию инвестирования на 2025 год, которая учитывает текущие экономические условия, рыночные тренды и прогнозируемые изменения в макроэкономической среде. Наша цель — помочь инвесторам эффективно адаптировать свои портфели.

С Уважением,  
Команда Департамента Торговых Идей

# Оглавление

Введение.....	2
Ключевые выводы.....	4
Экономика США: наш взгляд.....	4
Акции США: наш взгляд.....	5
Облигации: наш взгляд.....	6
Сценарный анализ.....	7
Взгляд на глобальные рынки.....	9
Наш взгляд на экономику и рынки США.....	13
Экономика США: Прогнозы и риски в условиях неопределённости.....	15
Трамп 1.0 и Трамп 2.0: Сравнительный анализ миграционной, налоговой и тарифной политики.....	18
Миграционная политика.....	19
Тарифная политика.....	24
Фискальная политика.....	27
Наш взгляд на акции США.....	30
Цели и прогнозы для фондового рынка США.....	31
Large, Mid, Small.....	33
Value vs Growth.....	34
Выбор секторов для инвестирования.....	36
Наш взгляд на облигации.....	38
Казначейские облигации США.....	38
USD облигации корпоративных и суверенных эмитентов.....	42
Облигации еврозоны.....	45
Секторальный анализ.....	47
Сектор информационных технологий.....	47
Сектор финансов.....	50
Сектор коммуникаций.....	55
Сектор товаров вторичного спроса.....	59
Сектор коммунальных услуг.....	63
Сектор здравоохранения.....	66
Сектор недвижимости.....	70
Сектор потребительских товаров.....	73
Сектор промышленности.....	75
Сырьевые товары.....	77
Цели и прогнозы для сырьевого рынка.....	77
Золото.....	79
Медь.....	80
Уран.....	81
Нефть.....	82
Приложение к отчёту.....	85

# Ключевые выводы

## Экономика США: наш взгляд

### Прогнозы по действиям Федеральной Резервной Системы

Мы ожидаем, что Федеральная Резервная Система снизит процентную ставку на 25 базисных пунктов в первом полугодии 2025 года и еще на 25 базисных пунктов во втором полугодии. Это связано с тем, что, учитывая текущую экономическую ситуацию, мы не видим необходимости в продолжении агрессивной монетарной политики, начавшейся в сентябре 2024 года, но и не ожидаем полного прекращения мягкой денежно-кредитной политики.

### Экономика США: вызовы и стабильность

- На данный момент корпоративный сектор США не испытывает серьезных проблем. Однако промышленный сектор продолжает находиться в зоне сокращения уже 27 месяцев (за исключением марта 2024 года). Это объясняет продолжительное снижение индекса Лидирующих индикаторов, который находится в коррекции уже более трех лет. В то же время сектор услуг остаётся драйвером подъема экономики, несмотря на рост процентных ставок. Прогнозируемое замедление экономического роста в 2025 году связано с возможными новыми тарифами и изменениями миграционной политики, а также постепенным исчерпанием сбережений населения, которые подпитывают экономическую активность экономики.
- Экономика США в третьем квартале 2024 года выросла на 3.1%<sup>1</sup> кв/кв, что во многом обусловлено сильным потребительским спросом. Вопреки ожиданиям более резкого замедления по итогам четвертого квартала мы можем увидеть темпы роста на уровне 2.7% кв/кв<sup>2</sup>. В текущем году мы предполагаем замедление темпов экономического роста – до 2.1%.

### ФРС в условиях инфляционного давления: вызовы и перспективы

- Двойной мандат Федеральной резервной системы заключается в поддержании стабильности цен и максимизации занятости. В условиях повышенной инфляции ФРС сталкивается с трудной задачей сдерживания ценового роста при нейтральном уровне занятости. Несмотря на снижение темпов роста CPI и PCE в 2024 году, инфляция остаётся «липкой», особенно в сфере цен производителей и аренды жилья, что продолжает оказывать давление на цены.
- Мы ожидаем, что инфляция в США стабилизируется во второй половине 2025 года, а также останется выше целевого уровня в 2%. Подобная «липкая» инфляция, поддерживаемая ростом цен производителей и стабильными темпами роста арендной платы, а также проинфляционными рисками, связанными с миграционной политикой и тарифами, будут препятствовать быстрому возвращению к целевым показателям.

### Влияние тарифов и миграционной политики

- Прогнозируемое усиление протекционизма, включая повышение тарифов, а также ужесточение миграционных ограничений, может привести к росту издержек для бизнеса и потребителей, усиливая инфляционное давление. Однако, с нашей точки зрения, предложенные меры, вероятно, будут подвергнуты пересмотру в ходе переговоров, что создаёт неопределённость относительно их реализации и воздействия.
- В краткосрочной перспективе (в рамках озвученных Трампом тарифов) влияние на инфляцию может быть выраженным. По нашим оценкам, кумулятивное влияние двух данных факторов потенциально отклонит индекс потребительских цен (CPI) в первый год на 0.7 пп и на (0.2) пп для реального ВВП. В долгосрочной перспективе эффект на ВВП будет более сглаженным, с постепенным снижением проинфляционного воздействия.

### Рынок труда: замедление занятости и рост безработицы

Рынок труда в США продолжает показывать признаки замедления. Снижение темпов роста занятости, а также снижение числа открытых вакансий, указывает на замедление экономической активности. Безработица в декабре 2024 года составила 4.1%, что вызывает обеспокоенность у регулятора. Эти изменения могут повлиять на решение ФРС о снижении ставки в ближайшие месяцы.

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

<sup>1</sup> Указаны аннуализированные темпы роста ВВП, которые рассчитываются для преобразования квартальных темпов роста в годовые. Это позволяет оценить, как бы выглядел годовой рост при постоянном квартальном темпе.

<sup>2</sup> Оценка Nowcast модели ФРБ Атланты на момент выхода отчета.



Мы предполагаем, что предстоящий год продолжит тенденцию на снижение концентрации на фондовом рынке США. В качестве факторов, которые могут способствовать этому, мы выделяем следующие, которые требуют внимательного отслеживания:

- Ускорение роста прибыли в секторах, не связанных с технологическим, на фоне замедления роста крупных технологических компаний.
- Дерегуляция и меры поддержки роста для циклических секторов, таких как промышленность и финансы.
- Торговая неопределённость, которая может оказать более значительное влияние на акции роста, учитывая их высокую зависимость от внешних рынков.
- Переход от стадии разработки ИИ, ориентированной на ограниченное число компаний, к его широкому внедрению в различные сектора экономики.

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

### Сравнение компаний стоимости и роста: Value против Growth<sup>3</sup>

В текущих макроэкономических условиях рекомендуем сбалансированный подход с небольшим перевесом в акциях стоимости. Несмотря на сильный рост прибыли крупных технологических компаний и энтузиазм вокруг искусственного интеллекта, который поддерживает акции роста в последние 12 месяцев, мы считаем, что акции стоимости остаются привлекательными. Эти компании по-прежнему торгуются по низким коэффициентам, что делает их интересными в условиях замедления экономического роста и снижения процентных ставок. В то же время высококачественные акции роста, связанные с ИИ, сохраняют долгосрочный потенциал.

Таб. 1. Сравнение компаний стоимости и роста

	Уменьшение экспозиции	Нейтральный взгляд	Увеличение экспозиции
US Value Stock		○ <sup>4</sup>	
US Growth Stock		○	

### Сравнение компаний с различной капитализацией: Large Cap, Mid Cap и Small Cap<sup>5</sup>

Мы продолжаем отдавать предпочтение компаниям средней и крупной капитализации, которые показывают высокие финансовые результаты и способны адаптироваться к макроэкономическим изменениям. В нашем прогнозе мы имеем умеренно позитивный взгляд на крупные компании и позитивный — на средние. Анализ доли убыточных компаний исходя из капитализации показывает, что компании с крупной капитализацией значительно более устойчивы в текущих экономических условиях, чем малые и средние. На конец 2024 года только 7% компаний с крупной капитализацией остаются убыточными (снижение на 2 пп кв/кв), в то время как среди компаний с малой капитализацией доля убыточных составляет 43% (снижение на 2 пп кв/кв). Это указывает на повышенные риски в сегменте малых компаний, особенно в случае экономической неопределённости. Малые компании могут быть интересны для более агрессивных инвесторов, готовых принять на себя повышенные риски.

Таб. 2. Сравнение компаний с различной капитализацией

	Уменьшение экспозиции	Нейтральный взгляд	Увеличение экспозиции
US large-cap			● <sup>6</sup>
US mid-cap			●
US small-cap		○ <sup>7</sup>	

### Сектора для инвестирования

Для первого полугодия 2025 года выделяем несколько привлекательных секторов:

- **Энергетический сектор:** Нефтегазовый сектор будет под давлением, но компании в сегменте mid-stream и нефтесервисные фирмы, ориентированные на долгосрочные контракты, будут более стабильными. Вдобавок

<sup>3</sup> Value-компании — это компании, акции которых, по мнению инвесторов, недооценены на рынке. Они обычно имеют низкие коэффициенты цены к прибыли (P/E), дивидендные доходности выше среднего и относительно стабильные потоки прибыли. Growth-компании — это компании, которые характеризуются высоким темпом роста прибыли и выручки. Они обычно имеют высокие перспективы расширения, но могут быть дорогими с точки зрения текущих цен на акции. Эти компании часто инвестируют всю свою прибыль в расширение бизнеса, инновации, исследования и разработки, а не в выплату дивидендов.

<sup>4</sup> Нейтрально позитивный.

<sup>5</sup> Large Cap (крупная капитализация) — компании с рыночной капитализацией свыше \$10 миллиардов. Mid Cap (средняя капитализация) — компании с рыночной капитализацией от \$2 до \$10 миллиардов. Small Cap (малая капитализация) — компании с рыночной капитализацией менее \$2 миллиардов.

<sup>6</sup> Умеренно позитивный.

<sup>7</sup> Умеренно негативный.

политика новой администрации, направленная на развитие энергетической инфраструктуры, будет поддерживать рост этого сектора.

- **Промышленный сектор:** Политика, поддерживающая инфраструктурные проекты и снижение налогового бремени, создаст возможности для роста компаний в этом секторе, особенно тех, кто ориентирован на внутренний рынок и строительные проекты.
- **Технологический сектор:** Несмотря на возможное замедление экономики, сектор продолжит расти, поддерживаемый искусственным интеллектом и налоговыми льготами на исследования и разработки (R&D). В особенности выгодные возможности для производителей оборудования, полупроводников и компаний, занимающихся автоматизацией и обработкой данных.
- **Финансовый сектор:** Региональные банки и финансовые учреждения выиграют от дерегуляции и сокращения налогов, в то время как крупнейшие банки могут продолжить консолидацию через слияния и поглощения (M&A).

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

## Облигации: наш взгляд

### Облигации США

Победа Республиканской партии во главе с Дональдом Трампом на выборах в США вместе с более сильными данными рынка труда и замедляющимися темпами дезинфляции привели к пересмотру ожиданий от экономики США в сторону продолжающегося роста экономики и более устойчивой инфляции. На фоне этого, мы считаем, что пересмотр темпов снижения ставки ФРС (в сторону замедления) и перспектива более высокого уровня долгосрочной нейтральной ставки вернули актуальность инвестирования в ближний конец кривой доходности, сократив риски реинвестирования по более низким ставкам. Средний отрезок также остаётся привлекательным, так как, по нашему мнению, он предлагает наилучший баланс риска и доходности, особенно после прошедших «распродаж» во второй половине декабря – первой половине января. С другой стороны, мы считаем, что новая администрация создаёт про-инфляционные риски, которые могут привести к эпизодическим «распродажам» дальнего конца кривой, а устойчивая инфляция и сильный рынок труда не создают перспектив для значительного снижения доходностей в текущем году. В связи с этим мы не рекомендуем тактическое увеличение дюрации на горизонте в 6-12 месяцев. Однако мы продолжаем придерживаться мнения, что текущий уровень доходностей дальнего конца кривой является очень привлекательным для долгосрочных инвесторов.

С точки зрения кредитного риска в 2025 году, мы считаем наиболее привлекательным инвестирование в USD IG облигации с ожидаемой совокупной доходностью 6.5%-7.5%. Макроэкономическая стабильность и улучшение фундаментальных показателей эмитентов поддержат текущие уровни спредов, или даже поспособствуют их небольшому сужению. Мы сохраняем нейтральный взгляд на высокодоходные бумаги (USD HY) и облигации корпоративных и суверенных эмитентов с развивающихся рынков (USD EM). Для USD HY бумаг прогнозируемая доходность также составит 6.5%-7.5% с учётом вероятного расширения спредов на 30-40 бп из-за политических рисков и роста сделок M&A, финансируемых с помощью долга. Однако вероятность более значительного расширения спредов в случае резкого усиления «медвежьих» настроений выше, чем у облигаций «инвестиционного» уровня, что ограничивает их инвестиционную привлекательность в сравнении с IG бумагами. В то же время, мы считаем, что USD EM облигации имеют наименьшую перспективу для роста в этом году и ожидаем годовую доходность в 5%-6% на фоне укрепления доллара, повышенной уязвимости к протекционистским мерам новой администрации в США и прогнозируемого расширения спредов на 15-25 бп.

### Облигации еврозоны

На фоне роста доходностей с начала декабря 2024 года, мы положительно смотрим на тактическое увеличение экспозиции на средний и дальний конец кривой, так как считаем, что их текущий уровень не соответствует фундаментальным макроэкономическим драйверам. На наш взгляд, экономический рост в еврозоне, уже отстающий от прогнозов ЕЦБ, находится под угрозой в связи с возможным введением тарифов со стороны США. При этом процесс дезинфляции, вероятно, продолжится и в 2025 году. На фоне этого наш прогноз предполагает продолжение цикла снижения ставки ЕЦБ до итогового значения в 1.75%, что делает инвестиции в ближний конец менее привлекательными, так как они будут нести за собой риск реинвестирования по более низким ставкам в будущем.

Среди корпоративных облигаций, деноминированных в евро, мы не наблюдаем причин для продолжения сужения спредов, уже находящихся вблизи своих исторических минимумов. Поэтому мы имеем нейтральный взгляд на облигации IG сегмента, отдавая предпочтение эмитентам из нециклических секторов и с небольшой долей выручки, приходящейся на экспорт в США. В EUR HY сегменте мы видим перспективу расширения спредов на 40-60 бп в связи с замедляющейся экономикой и риском введения тарифов в США и рекомендуем сокращение экспозиции.

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

Сценарий	Денежно-кредитная политика	Стратегия на рынке облигаций	Стратегия на рынке акций
<p><b>Ускорение</b></p> 	<p>Умеренное смягчение с контролем инфляции</p>	<p>Долгосрочные UST<sup>8</sup> и US IG<sup>9</sup> облигации выиграют от падающих ставок. Привлекательность HY<sup>10</sup> облигаций в США также увеличится, так как вероятность расширения спредов будет снижаться благодаря благоприятной экономической ситуации. EM<sup>11</sup> IG и EM HY облигации останутся привлекательными за счёт более широких спредов по сравнению с американскими аналогами.</p>	<p>Акции с высокой бетой, компании малой капитализации, а также циклические сектора, чувствительные к экономическому росту. В целом, рост будет наблюдаться в рискованных секторах, которые выигрывают от ускорения экономической активности.</p>
<p><b>Мягкая посадка</b></p> 	<p>Постепенное смягчение, нейтральная ставка</p>	<p>Среднесрочные UST и US IG облигации будут наиболее привлекательными за счёт баланса доходности и процентного риска. Также данные экономические условия способствуют увеличению экспозиции в EM IG для получения более высокой доходности в сравнении с США и развитыми рынками.</p>	<p>Акции защитных секторов, таких как здравоохранение, потребительские товары первой необходимости, коммунальные услуги и крупные технологические компании. В условиях мягкой посадки предпочтение будет отдаваться стабильным и дивидендным акциям, а также компаниям с сильным балансом, демонстрирующим устойчивые финансовые результаты.</p>
<p><b>Стагфляция</b><sup>12</sup></p> 	<p>Сценарий «выше-дольше», сохранение жёсткой монетарной политики</p>	<p>Увеличение экспозиции на TIPS для хеджирования инфляционных рисков. Сокращение дюрации для минимизации процентных рисков. В корпоративном секторе следует отдавать предпочтение высококачественным эмитентам в таких секторах как недвижимость или сырьевые товары.</p>	<p>Акции, обладающие высокой защитой от инфляции (энергетический сектор, здравоохранение, сырьевые товары и компании, работающие в области потребительских товаров вторичного спроса). В условиях стагфляции привлекательными будут защитные сектора, устойчивые к росту цен, а также компании, способные переносить повышенные издержки на потребителей или сохраняющие стабильный спрос.</p>
<p><b>Жёсткая посадка</b></p> 	<p>Резкое снижение ставок, вероятен экономический спад</p>	<p>Снижение ставок способствует увеличению дюрации и фокусу на UST и высококачественных эмитентах в защитных секторах экономики. Уменьшение экспозиции в US HY из-за возросших рисков дефолта и расширения спредов. EM IG облигации останутся интересными за счёт более высоких доходностей, однако долю EM HY облигаций следует значительно сократить для минимизации кредитных рисков.</p>	<p>Защитные сектора, такие как потребительские товары первой необходимости, здравоохранение, коммунальные услуги, а также компании с высокой дивидендной доходностью. В условиях резкого замедления экономического роста предпочтение будет отдаваться компаниям с сильными балансами, стабильными денежными потоками и низкой чувствительностью к циклическим колебаниям, что обеспечит им защиту от экономической нестабильности.</p>

<sup>8</sup>UST (US Treasuries) – Казначейские облигации США

<sup>9</sup>IG – облигации эмитентов с инвестиционным кредитным рейтингом (BBB- и выше)

<sup>10</sup>HY – облигации эмитентов с кредитным рейтингом BB- и ниже

<sup>11</sup>EM – развивающиеся рынки

<sup>12</sup>Под термином стагфляция в данном контексте мы подразумеваем: замедляющиеся, но всё-ещё положительные темпы роста экономики на фоне устойчивой или растущей инфляции.

Таб. 3. 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 <sup>14</sup>	2577	3377	2361	3030	4089	4450	9%
S&P 500 Value <sup>15</sup>	1267	1548	1435	1718	1886	2130	13%
S&P 400 Midcap <sup>16</sup>	2307	2842	2430	2782	3121	3500	12%
S&P 600 Small cap <sup>17</sup>	1119	1402	1158	1318	1408	1530	8%
MSCI Emerging Markets	1291	1232	956	1024	1075	1382	14%
MSCI Developed Markets	2690	3232	2603	3169	3708	4070	10%
MSCI All Country World	646	755	605	727	841	937	10.4%

Таб. 4. Цели и прогнозы для рынка облигаций (USD)

Индексы облигаций <sup>18</sup>	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%
Спреды (OAS) <sup>19</sup>	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

Таб. 5. 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%

Таб. 6. Цели и прогнозы для валютного рынка

	2020Ф	2021Ф	2022Ф	2023Ф	2024Ф	2025П	Ожидаемая динамика за 2025 год
EURUSD	1.22	1.14	1.07	1.10	1.04	1.05	1%
GBPUSD	1.37	1.35	1.21	1.27	1.25	1.28	2%
DXY	89.94	95.67	103.52	101.33	108.49	106.70	-2%

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

\* значения в таблице указаны на конец года

<sup>13</sup> С матрицей корреляции между индексами можно ознакомиться в приложении к отчету.

<sup>14</sup> Индекс S&P 500 Growth отражает динамику акций компаний из состава индекса S&P 500, которые классифицируются как акции роста. Эти компании отбираются на основе трех факторов: роста продаж, соотношения изменения прибыли к цене и динамики цен.

<sup>15</sup> Индекс S&P 500 Value отражает динамику акций компаний из состава индекса S&P 500, которые классифицируются как акции стоимости. Эти компании отбираются на основе трех финансовых коэффициентов: соотношений стоимости книги, прибыли и выручки к рыночной цене.

<sup>16</sup> Индекс S&P MidCap 400 отражает динамику 400 компаний средней капитализации.

<sup>17</sup> Индекс S&P Small Cap 600 отражает динамику 600 компаний средней капитализации.

<sup>18</sup> Для прогнозов использованы следующие индексы: USD IG – Markit iBoxx USD Liquid Investment Grade Total Return Index, USD HY – Markit iBoxx USD Liquid High Yield Total Return Index, USD EM – JP Morgan Emerging Markets Sovereign and Corporate Credit Core Index USD

<sup>19</sup> Option-adjusted Spread

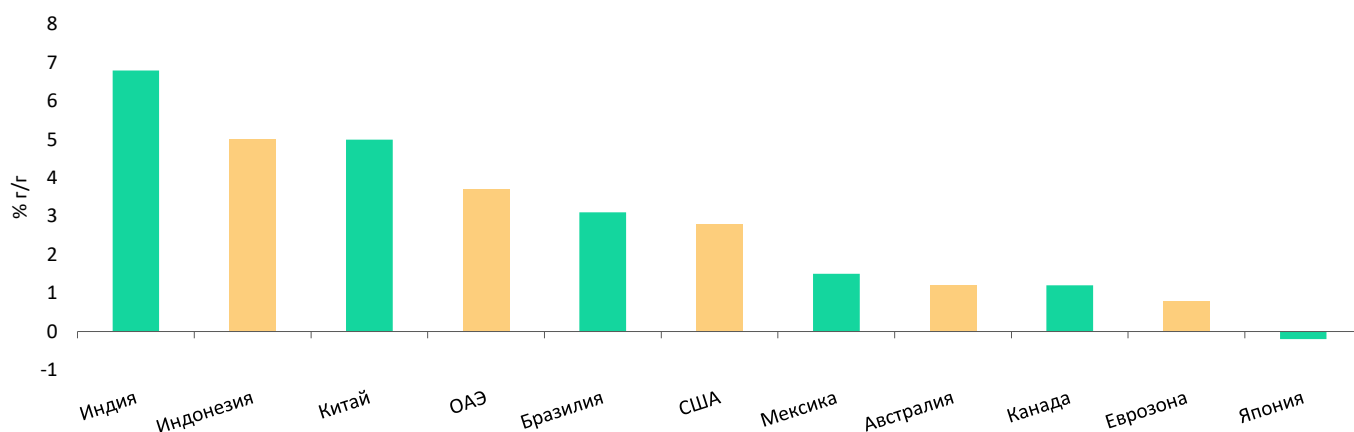
# Взгляд на глобальные рынки

Асан Курманбеков  
Директор Департамента Торговых Идей

Несмотря на сложную геополитическую ситуацию мировая экономика сохранила устойчивость. Опасения жесткой посадки экономики США не реализовались, так же, как и зона евро избежала рецессии. Инфляция продолжила замедляться, приблизившись к целевым показателям центральных банков, что позволило им начать цикл смягчения денежной политики.

Безработица в США сохраняется на довольно низком уровне, сопровождаемая ростом зарплат. Ожидаемый рост ВВП в США составит 2.8% в 2024 году (консенсус Bloomberg). При этом страна вносит вклад в сокращение инфляционного давления за счет наращивания нефтедобычи, удерживая статус нетто-экспортера углеводородов. В еврозоне восстановление реальных доходов домохозяйств, устойчивые рынки труда и снижение процентных ставок по-прежнему стимулируют рост. Прогнозируется, что рост ВВП еврозоны составит 0.8% в 2024 году. Канаде и Австралии удалось по большей части стабилизировать инфляцию без ухудшения ситуации на рынке труда, обеспечив тем самым «мягкую посадку» экономик. Напротив, в Японии высоковероятна кратковременная рецессия (-0.2%) в 2024 году на фоне подавленного внутреннего спроса и относительно высокой инфляции.

Рис. 1. Динамика ВВП в 2024 г. по странам



Источник: консенсус-прогноз Bloomberg

Среди развивающихся экономик Индия, Индонезия и Китай продолжают удерживать статус локомотивов мирового роста с темпом в 6.8%, 5.0% и 5.0% соответственно. Во всех этих экономиках в той или иной мере проявляются некоторые трудности. В частности, экономики сталкивались с недостатком внутреннего спроса из-за неуверенности потребителей, в Китае к этому добавлялись проблемы связанные с рынком недвижимости. Экономика ОАЭ продолжает активно диверсифицироваться, выделяясь среди соседних нефтяных стран. Фокус развития на сферы туристической индустрии, логистики, «финансового хаба» способствуют заметной экспансии ВВП на уровне 3.7% в 2024 году.

Экономическая ситуация в Бразилии, выглядевшая не самым лучшим образом в начале года побилла ожидания многих экономистов и находится на пути достижения роста в пределах глобального в 3.1%. Поддержку подъему экономики оказали замедление инфляции и стимулирующая денежная политика ЦБ. В свою очередь, во второй по размеру экономике Латинской Америки – Мексике темпы роста перешли к замедлению с ожидаемым ростом всего 1.5% (3.2% в 2023 г.). Ситуация осложнилась после освоения крупных инвестиционных проектов, свой вклад также внесло вялое потребление домохозяйств. Политика Центробанка страны также остается довольно жесткой с двузначной ставкой (10.25%) вопреки умеренной инфляции в 4.8%.

В текущем моменте геополитическая напряженность в мире пока не ослабевает. Это дополнительно усиливает неопределенность, которая негативно воспринимается рынками и создает разносторонние риски. Более того, усиление имеющихся конфликтов на Ближнем Востоке может дестабилизировать энергетические рынки и рикошетом ударить по перспективам и соответственно росту деловой активности в глобальной экономике. В свою очередь, эскалация торговой напряженности может помешать росту торговли и усилить инфляционное давление.

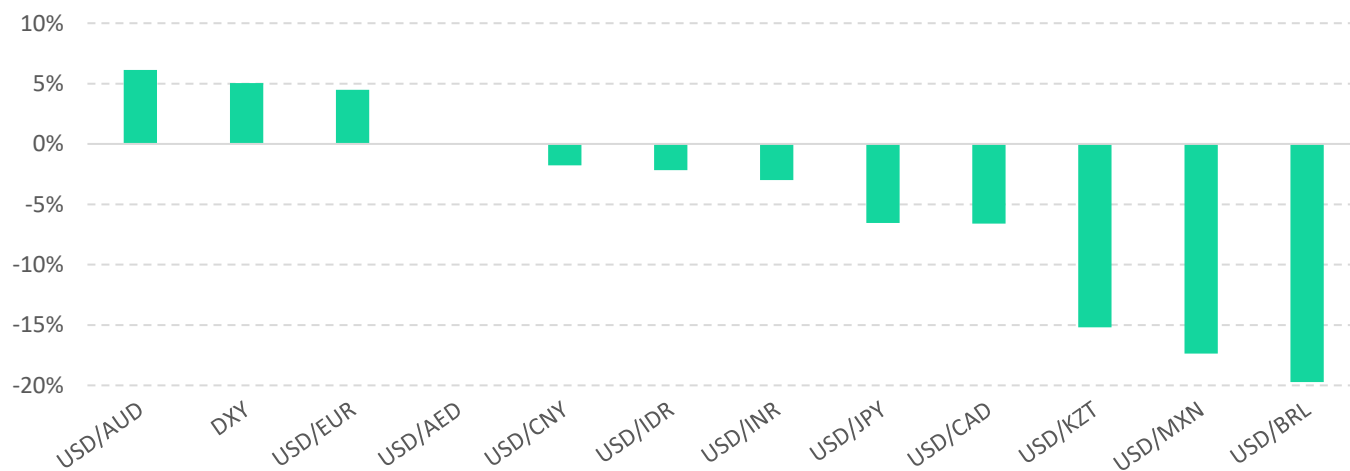
Рис. 2. Динамика ключевых индексов в 2024 году по странам<sup>20</sup>



Источник: Bloomberg

Индекс доллара США к корзине основных валют укреплялся на протяжении всего года, оказывая давление как на курсы валюты, так и на стоимость комодитиз. В итоге он укрепился более чем на 5%. На этом фоне под давлением оказались валюты крупных экономик – Японии (-10%) и Канады (-8%). Валюты Китая и Индии пережили более скромную просадку по 2% каждая. На волне опасений по поводу устойчивости госфинансов в текущем году бразильская валюта девальвировала почти на четверть с начала прошлого года.

Рис. 3. Динамика курсов валют в 2024 г. по странам



Источник: Bloomberg

Несмотря на возникающие препятствия глобализации мы ожидаем, положительные результаты для экономик и фондовых рынков. В частности, геополитическая напряженность вполне может перейти к разрядке, что будет очень позитивно воспринято рынками. Сложившиеся относительно невысокие цены на энергоносители создают благоприятную базу для увеличения активности бизнеса и в целом позитивны как для стран производителей, так и потребителей. Кроме того, расширение применения ИИ в различных сферах уже создает спрос на большую линейку продукции в реальном секторе (оборудование, микросхемы, электроэнергия), стимулируя рост прибылей компаний в соответствующих секторах.

Как показывает практика даже в условиях умеренных темпов роста мировой экономики на уровне немногим выше 3% и наличия дисбалансов в виде накопленных долгов, торговых дефицитов, существует довольно много стран, которые продолжают двигаться по пути экономической экспансии. На региональном уровне опережающими темпами растут страны Азии, где существуют огромные потребности в развитии. Так же неплохо чувствует себя

<sup>20</sup> Динамика индексов представлена в локальной валюте.



и первая экономика мира – США, где высока адаптивная способность бизнеса и куда стекаются финансовые потоки со всего мира, подстегивая рост экономики.

Таб. 7. Перспективы экономик и рынков

Страна	Экономика	Драйверы	Риски	Взгляд на рынки
Индия	Самый высокий рост среди крупных EM стран в 6.5%.	Меры стимулирования притока ПИИ. Рост доходов населения, поддерживающий внутренний спрос.	Конкуренция со стороны стран Азии. Замедление экономического роста. Значительный дефицит бюджета.	Рынок акций – взгляд позитивный, оппортунистический stock picking Mid и Large Cap. Рынок облигаций – нейтрально.
Китай	Рост экономики в пределах стабильных 5%.	Меры стимулирования фискального и монетарного характера, включая некоторое ослабление юаня. Сектор недвижимости пройдет низшую точку.	Дефляция. Вялый внутренний спрос. Торговые барьеры со стороны США и Европы.	Рынок акций – взгляд позитивный, привлекательные оценки P/E, предпочтение компаниям Mid и Large Cap. Рынок облигаций – нейтрально, давление низких ставок.
Индонезия	Устойчивый рост на уровне 5%.		Тарифы США косвенно повредят местным экспортерам. Давление крепкого доллара на нацвалюту.	Рынок акций – нейтрально, потенциальные оттоки портфельных инвестиций. Рынок облигаций – позитивный, фокус на HY и IG облигации.
ОАЭ	Одна из самых динамичных в регионе с ростом 4.8%.	Двузначный рост притока туристов. Благодаря диверсификации ненефтяной сектор вносит все больший вклад в общий подъем.	Снижение нефтяных котировок. Сокращение добычи нефти в рамках ОПЕК+.	Рынок акций – взгляд позитивный, предпочтение компаниям Mid и Large Cap. Рынок облигаций – позитивный, фокус на HY и IG облигации.
Бразилия	Умеренный рост в 2.2%.	Положительный вклад в рост со стороны домохозяйств и инвестиций бизнеса.	Стагфляция. Ужесточение ДКП. Девальвация.	Рынок акций – взгляд умеренно позитивный. Фокус на C/X, добывающий сектор, финтех. Рынок облигаций – нейтрально, фокус на IG облигациях эмитентов из нециклических секторов.
Мексика	Умеренный рост в 1.4%.	По мере замедления роста инвестиций деловая активность сдержанная. Бенефициар тренда на Nearshoring.	Повышение тарифов США. Жесткая ДКП. Контроль расходов бюджета.	Рынок акций – нейтрально. Рынок облигаций – умеренно позитивный, фокус на HY и IG облигации.

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.



# Наш взгляд на экономику и рынки США

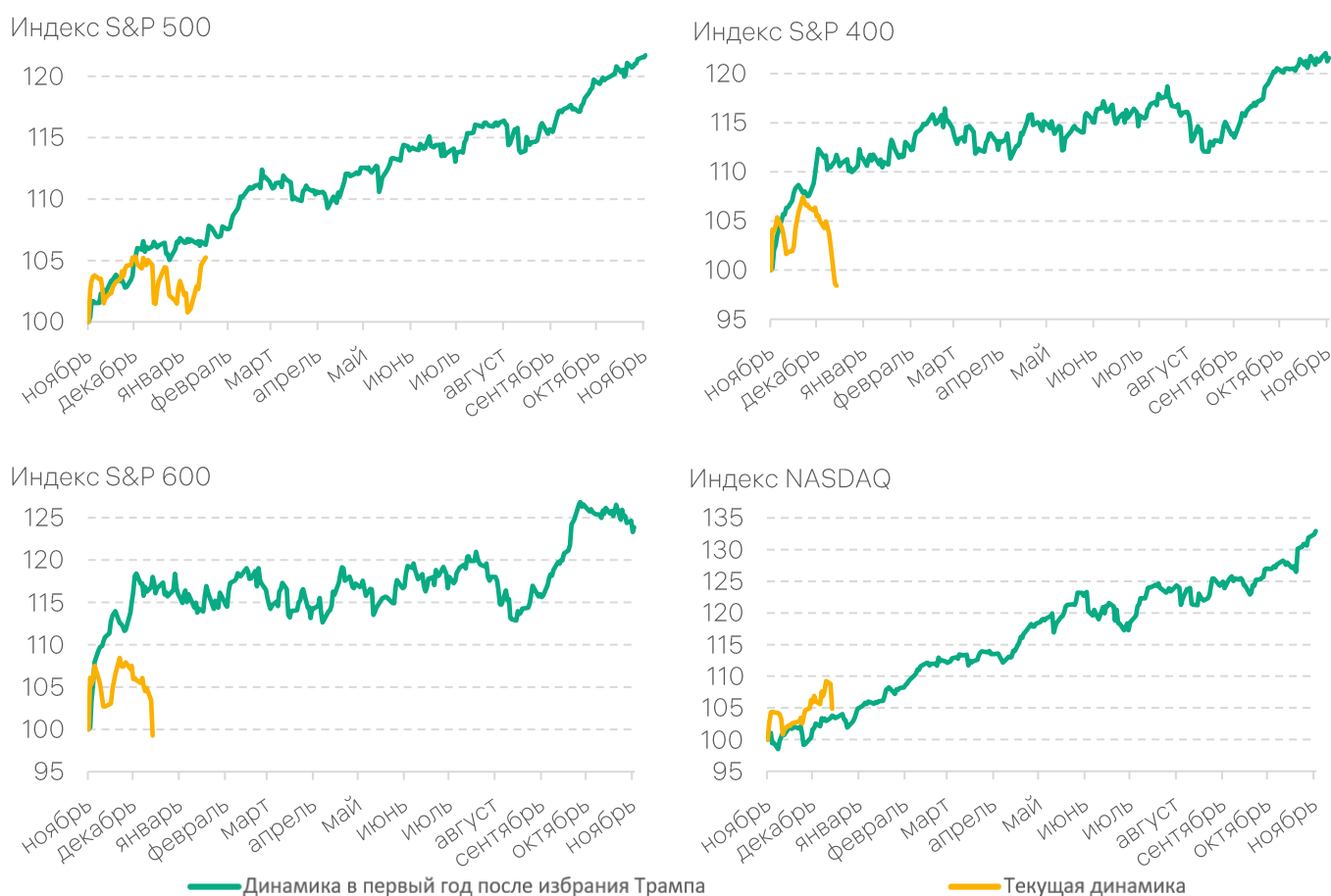
Александр Шмыров  
Заместитель Директора Департамента Торговых Идей

Американская исключительность<sup>21</sup> – термин, который достаточно часто звучал в инвестиционном сообществе в течение 2024 года. С этим сложно поспорить, так как несмотря на глобальные вызовы и внешние потрясения, экономика страны продолжала демонстрировать высокий уровень адаптивности и лидерства. В 2024 году экономика США, несмотря на внешние риски и неопределённость, остаётся одним из самых стабильных и устойчивых мировых игроков. Высокие темпы роста ВВП наравне с замедлением темпов роста инфляции, устойчивость в сфере услуг и относительно высокие уровни потребительской уверенности поддерживают данный тезис.

Тем не менее, несмотря на эти позитивные экономические тренды, Федеральная резервная система начала снижать ставки в рамках текущего экономического цикла. Снижение ставок, начавшееся в сентябре на 50 бп продолжилось в ноябре и декабре (25 бп). Мы ожидаем, что смягчение денежно-кредитной политики продолжится и в 2025 году. Тем не менее, возвращение Трампа на пост президента в 2025 году и его экономическая политика, в частности ужесточение миграционной политики, создают риски для инфляции и могут замедлить процесс снижения ставок.

Ниже представлен сравнительный анализ динамики фондовых индексов за первый год правления Трампа и в текущий период. Вопрос, который встает перед нами: будет ли повторен первый год правления Трампа с его позитивными рыночными тенденциями, или текущие условия приведут к иному результату? Мы постараемся выделить ключевые факторы, которые будут влиять на развитие рынка в ближайшей перспективе.

Рис. 4. Сравнительный анализ динамики индексов: первый год после избрания Трампа и текущий период<sup>22</sup>



Источник: Bloomberg

<sup>21</sup> Термин "American Exceptionalism" в контексте экономики часто употребляется для обозначения уникальных характеристик и преимуществ американской экономической модели, которые, как предполагается, отличают США от других стран.

<sup>22</sup> S&P 500 – 500 крупнейших компаний США, S&P 600 – индекс компаний малой капитализации, S&P 400 – индекс компаний средней капитализации, NASDAQ – индекс высокотехнологичных компаний.

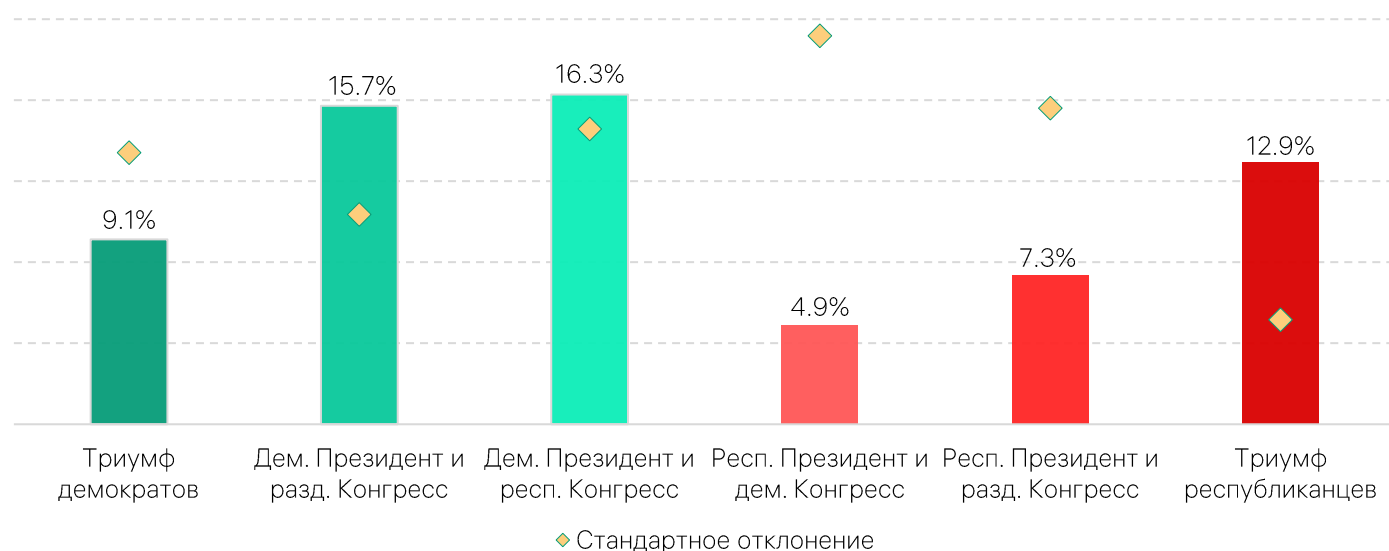
## Республиканский контроль: новые горизонты для фондового рынка?

Республиканская партия одержала победу и получила большинство в обеих палатах Конгресса, что принято называть «Red Sweep»<sup>23</sup>. Это означает, что Республиканцы теперь контролируют как Палату представителей, так и Сенат, что существенно меняет политический ландшафт США. Несмотря на то, что президент уже избран и приступил к исполнению своих обязанностей, контроль Республиканцев над законодательной ветвью власти даст им ключевое влияние на законодательный процесс в стране. С таким раскладом власти можно ожидать ускорения реформ в сфере налоговой политики, регулирования и внешней торговли. Таким образом, «Red Sweep» открывает перед Республиканцами значительные возможности для реализации своей повестки, однако их успех будет зависеть от того, насколько эффективно они смогут взаимодействовать с исполнительной властью для достижения долгосрочных целей в экономике и внутренней политике.

Теперь, когда окончательные результаты уже известны, мы можем рассуждать о возможных сценариях развития событий и их последствиях для экономики и рынков. Исторически американские фондовые рынки показывали хорошие результаты во время «Триумфа республиканцев» в исполнительной и законодательной ветвях власти. В среднем рынок рос на 12.9% в таких условиях. Управление обеими ветвями власти позволяло Республиканцам более эффективно реализовывать свою повестку. Одним из ключевых вопросов для инвесторов и экономистов станет то, как будут развёртываться политические инициативы, прежде всего в сферах налоговой политики, иммиграции и внешней торговли.

Ниже представлена среднегодовая доходность индекса S&P 500 с 1950 года в зависимости от партийного контроля, что позволяет наглядно оценить, как разные политические расклады влияли на рынок.

Рис. 5. Среднегодовая доходность индекса S&P с 1950 года в зависимости от партийного контроля



Источник: Bloomberg, Halyk Finance

<sup>23</sup> Термин "Red Sweep" обозначает ситуацию, когда Республиканская партия выигрывает не только в президентских выборах, но и получает контроль над обеими палатами Конгресса — Палатой представителей и Сенатом. Этот сценарий представляет собой значительную политическую победу для республиканцев, поскольку дает им возможность реализовывать свои инициативы в области законодательства с минимальными ограничениями.

# Экономика США: Прогнозы и риски в условиях неопределённости

## Наше мнение

Фискальная, миграционная и торговая политика Трампа формируют как риски, так и возможности для американской экономики. В 2025 году в первую очередь ожидается реализация мер, связанных с ужесточением пограничного контроля и увеличением депортаций, а также введением тарифов на импортные товары из Китая и других стран, что станет ключевыми элементами краткосрочной экономической стратегии.

Несмотря на заявленные меры, мы предполагаем, что радикальная реализация всех инициатив Трампа маловероятна из-за политических и экономических ограничений. Мы ожидаем, что в 2025 году меры будут носить точечный характер, но их влияние на ключевые сектора будет значительным. Инвесторам следует сосредоточиться на отраслях, выигрывающих от автоматизации, локализации и налоговых стимулов, таких как технологии, инфраструктура и металлургия, одновременно учитывая риски для компаний, зависящих от импорта, мигрантов и глобальных цепочек поставок.

- **Миграционная политика:** Жесткие меры, такие как массовые депортации и ужесточение условий въезда, приведут к сокращению предложения рабочей силы, что создаст давление на определенные отрасли (сельское хозяйство, строительство, услуги). Однако, на наш взгляд, это откроет возможности для компаний, которые быстро адаптируются, инвестируя в автоматизацию и локализацию производственных процессов. Сектора с высокой зависимостью от мигрантов, такие как сельское хозяйство и гостиничный бизнес, столкнутся с ростом затрат и снижением рентабельности.
- **Торговая политика:** Тарифные барьеры приведут к росту цен на импортные товары, особенно в таких секторах, как розничная торговля, автомобилестроение и потребительская электроника, что вызовет перераспределение глобальных цепочек поставок. Вместе с тем, внутренние производители, а также предприятия, ориентированные на локализацию производства, получают конкурентное преимущество. Рост затрат и возможные ответные меры со стороны торговых партнеров увеличивают риски для глобально интегрированных компаний.
- **Фискальная политика:** Снижение налогов и стимулирующие меры, такие как продление льгот для бизнеса и новые налоговые стимулы, вероятно, окажут положительное влияние на корпоративные прибыли и инвестиции. Компании в капиталоемких секторах, таких как инфраструктура и производство, получают выгоду от налоговых льгот, что усилит их конкурентоспособность. Однако мы видим риски долгосрочной долговой нестабильности, учитывая увеличение дефицита бюджета, что может повлиять на макроэкономическую устойчивость и динамику процентных ставок.

## Прогнозы действий Федеральной Резервной Системы

Исходя из текущей риторики Федеральной Резервной Системы, мы полагаем, что с наибольшей вероятностью регулятор в 2025 году осуществит 2 снижения ставки (по 25 бп), что представляет собой более голубиный прогноз нежели чем текущие рыночные ожидания. Также существует неопределённость по поводу того, как ФРС будет реагировать на возможное повышение тарифов, а также изменение миграционной политики.

## Стабильность и вызовы: экономика США в условиях неопределённости и предстоящих изменений

На текущий момент мы не отмечаем каких-либо признаков того, что корпоративный сектор в США испытывает какие-либо значительные трудности. Мы все ещё отмечаем достаточно напряжённую ситуацию в промышленном секторе, который уже на протяжении 26 месяцев (за исключением марта 2024 года) находится в зоне сокращения. Именно поэтому индекс Лидирующих индикаторов падает уже более трех лет – это самое продолжительное время коррекции по данному индексу, которое происходило без рецессии. Однако мы хотели бы отметить, что мы фиксируем возможные первые признаки разворота в промышленном секторе. Так, индекс производственного сектора ФРБ Филадельфии в январе показал самый значительный рост с июня 2020 года и является максимальным с апреля 2021 года. Напомним, что динамика в данном округе часто выступает в качестве лидирующего индикатора промышленного сектора в США, поскольку включает крупнейшие промышленные центры Восточного побережья США.

Обратная ситуация наблюдается в секторе услуг, который продолжает оставаться «двигателем» экономики. Несмотря на рост процентных ставок, экономика США все ещё демонстрирует устойчивость, что свидетельствует о продолжении позитивной динамики в потребительском спросе и финансовых условиях. Важно подчеркнуть тот факт, что с момента начала цикла ужесточения ДКП в марте 2022 года индекс финансовых

условий от ФРБ Чикаго) так и не выходил в положительную зону. Отрицательные значения по нему указывают на более доступные финансовые условия для контрагентов по сравнению с историческими нормами. Более того, с марта 2023 года он принял нисходящую динамику<sup>24</sup>.

По последней оценке, рост экономики США в третьем квартале составил 3.1%<sup>25</sup> кв/кв. Значительную роль в этом сыграл сильный потребительский спрос, который продолжает превышать долгосрочную историческую норму более чем на 50%. Вклад в рост также внесли государственные расходы, которые, вероятно, могут снизиться после выборов. Согласно последним оценкам ВВП, ФРБ Атланты прогнозирует рост на уровне 3% по итогам последнего квартала 2024 года. Однако стоит отметить, что этот показатель характеризуется высокой волатильностью, и его точность повышается по мере приближения к публикации официальной статистики.

В то же время, мы все еще отмечаем признаки замедления экономики, которое, скорее всего, продолжит проявляться в текущем году. Одними из факторов, способствующих децелерации, могут стать новые тарифные меры, предлагаемые администрацией Трампа, а также возможные изменения в миграционной политике. Продление налоговых реформ и их расширение, по нашему мнению, окажут влияние на экономику лишь с 2026 года. До этого момента обсуждение может нести положительный эффект только в виде улучшения сентимента на фондовом рынке.

### **Инфляция и её устойчивость: вызовы для экономической политики ФРС**

Двойной мандат Федеральной резервной системы заключается в балансировке двух приоритетных целей: обеспечения стабильности цен и максимизации занятости. В контексте текущей экономической ситуации, где инфляция остается повышенной, ФРС сталкивается с трудной задачей: сдерживание ценового роста при поддержании нейтрального уровня занятости. Еще этой осенью могло показаться, что с первой задачей регулятор справился – темпы роста CPI в октябре 2024 года достигли самого низкого показателя с марта 2021 года (+2.4% г/г), в свою очередь дефлятор потребительских расходов (PCE) достиг самого низкого значения за тот же период на месяц раньше – сентябрь 2024 года.

Тем не менее, мы считаем, что текущая инфляция все еще является «липкой» («sticky»), то есть склонной сохраняться на высоком уровне, даже не смотря на меры по ее сдерживанию и высокую вероятность ее замедления в первые два месяца 2025 года. –первых, закончится «базовый эффект» первых двух месяцев. Во-вторых, мы наблюдали значительный рост компонента инфляции в PMI в сфере услуг за декабрь (6.2 пп), что является наибольшим увеличением за последние несколько месяцев. В-третьих, PPI демонстрирует рост с сентября прошлого года, что является опережающим индикатором для CPI. Также сохраняется обеспокоенность относительно потенциального введения новых тарифов. Однако степень их воздействия будет зависеть от того, в какой мере заявленные меры будут реализованы на практике. Так, изначально предлагаемые меры в виде 60% тарифов на импорт из Китая и 10% тарифы на импорт из других стран на текущий момент выглядят гораздо более мягкими. Трамп в своем заявлении, сделанном в ноябре, озвучил о введении 10% тарифов на китайские товары и 25% тарифы на импорт из Канады и Мексики в первый день своего президентства. Однако мы считаем, что даже эти меры могут быть не реализованы в полной мере. Дополнительно отметим, что даже если экономический эффект от их введения будет сдержанным, то негативный сентимент вокруг новых пошлин может способствовать росту инфляционных ожиданий, что будет дополнительным проинфляционным фактором. Кроме того, мы фиксируем возможные первые признаки разворота в промышленном секторе.

Более подробно это описано в соответствующих главах.

### **Влияние миграционной политики и тарифов на экономику США после выборов**

После президентских выборов 2024 года в США миграционная политика и введение тарифных пошлин могут оказать значительное влияние на экономику. Оценка потенциального влияния этих мер, проведенная с использованием данных исследования Peterson Institute for International Economics, показывает, что они могут существенно повлиять на экономику в 2025 году<sup>26</sup>. Если говорить о 2025 году, то именно изменение миграционной политики и введение тарифов, будут определять развитие ситуации.

Тем не менее, даже озвученные в ноябре пошлины маловероятны в их первоначальной форме. Скорее всего, они являются частью переговорной стратегии Трампа и могут изменяться или отменяться в процессе переговоров. Это оставляет неясность относительно того, как они будут реализованы на практике. Таким образом, мы считаем,

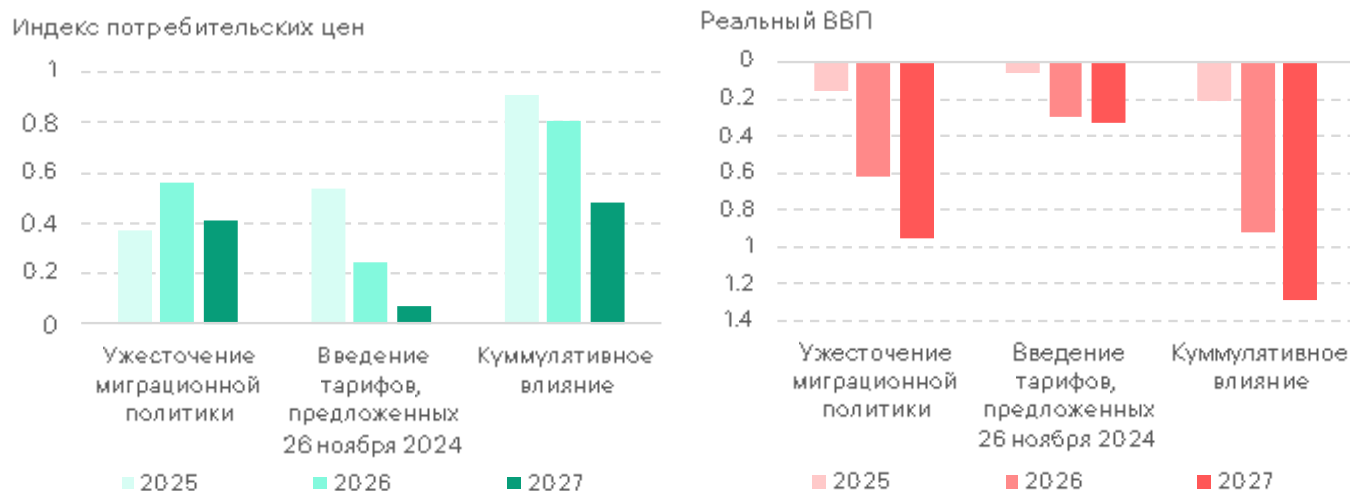
<sup>24</sup> Так как это композитный индекс, то помимо кредитных условий он включает также и рыночные, а также оценивает риск и уровень стресса на финансовых рынках.

<sup>25</sup> Указаны аннуализированные темпы роста ВВП, которые рассчитываются для преобразования квартальных темпов роста в годовые. Это позволяет оценить, как бы выглядел годовой рост при постоянном квартальном темпе.

<sup>26</sup> В качестве ужесточения миграционной политики мы предполагаем меры со стороны правительства в виде высылки около 1.3 млн нелегальных мигрантов. В качестве тарифных мер мы предполагаем те, которые были озвучены 26 ноября 2024 года. В соответствии с которыми предполагается введение 25% пошлин на товары из Канады и Мексики, а также 10% на товары из Китая. В данной оценке не предполагается введение ответных мер.

что даже если эти меры окажут проинфляционное воздействие и способствуют некоторому замедлению темпов роста экономики, их влияние будет ограничено. Как показано на графиках, влияние тарифов на инфляцию будет наиболее выражено в первый год их введения. В то время как в долгосрочной перспективе эффект на ВВП окажет влияние со временем.

Рис. 6. Куммулятивное отклонение от тренда для реального ВВП и индекса цен на потребительские расходы (CPI)



Источник: Halyk Finance

Более подробно это описано в соответствующих главах.

### Тренды на рынке труда США: замедление роста занятости и расширение безработицы

По последним опубликованным данным, продолжается тренд на уменьшение количества занятых в США. Темпы замедления роста занятости заметны как относительно прошлого года, так и в сравнении с историческими средними значениями. Это снижение проявляется как в опросах домохозяйств, так и в данных предприятий. Стоит отметить, что данные из опросов домохозяйств показывают значительные колебания, и в некоторых месяцах наблюдается противоположная динамика по сравнению с данными предприятий. Мы объясняем это расхождение ухудшением ситуации в домохозяйствах с низким уровнем дохода, что приводит к искажению статистики занятости, особенно если люди трудоустраиваются в нескольких местах.

Кроме того, статистика по количеству открытых вакансий также демонстрирует понижающийся тренд, что дополнительно может указывать на замедление экономической активности. Интересно, что несмотря на понижающийся тренд на рынке труда, экономика США продолжает демонстрировать сильные результаты, что, по-видимому, объясняется ускорением темпов роста производительности труда. Дополнительно отметим, что пособия по безработице наоборот начинают демонстрировать тенденцию к росту. Безработица по последним данным достигла 4.1%. Эти изменения на рынке труда могут вновь вызвать обеспокоенность у регулятора, поскольку они могут указывать на потенциальные риски для стабильности экономики, что, вероятно, и влияет на текущие темпы снижения ставки Федеральной резервной системой.

Более подробно с макроэкономической ситуацией в США вы можете ознакомиться в нашей предыдущей работе [«Стратегия инвестирования в рынок акций и облигаций США»](#).



## Трамп 1.0 и Трамп 2.0: Сравнительный анализ миграционной, налоговой и тарифной политики

В первый срок президентства Дональда Трампа (2017–2021) ключевые законодательные инициативы часто сталкивались с серьёзными трудностями в Конгрессе, что обуславливалось высокими уровнями политической поляризации и необходимостью привлечения двухпартийной поддержки. В частности, многочисленные инициативы, такие как иммиграционная реформа, не были реализованы в полном объёме, в значительной степени из-за сопротивления демократической фракции в Сенате, а также противоречий внутри Республиканской партии. Проблемы с консенсусом и блокировки в законодательном процессе часто ставили под угрозу реализацию более амбициозных политических инициатив.

Одним из самых значимых достижений первого срока стала налоговая реформа 2017 года, которая привела к снижению корпоративных налоговых ставок. Реализация этого законопроекта стала возможной благодаря использованию бюджетной резолюции, что позволило избежать обструкции в Сенате и ускорить процесс принятия. В этой сфере Республиканцы добились значительного успеха, несмотря на острые споры и сопротивление со стороны оппонентов.

Торговая политика Трампа также получила развитие через введение тарифов на импорт, что стало одной из основных характеристик его экономической повестки. Применение исполнительных полномочий для введения пошлин без необходимости одобрения Конгресса обеспечивало быструю реализацию данной политики, что сыграло важную роль в укреплении позиции администрации Трампа в глобальной торговой борьбе. Однако данный подход также вызвал критику, особенно со стороны сторонников свободной торговли, а также тех, кто утверждал, что тарифы могут негативно повлиять на некоторые сегменты экономики.

Тем не менее, многие инициативы, такие как реформы в сфере здравоохранения и иммиграции, не были реализованы в ожидаемом объёме, что отражает ограниченность политических возможностей президента в условиях необходимой для принятия таких законов двухпартийной поддержки. Иммиграционная реформа, а также попытки изменения системы здравоохранения столкнулись с серьёзным сопротивлением и остались в значительной степени неизменными на протяжении его первого срока.

Во втором сроке президентства Трампа экономическая повестка, вероятно, будет ориентироваться на продолжение и развитие тех же ключевых инициатив. Ожидается, что многие из вопросов, с которыми он сталкивался в первый срок, могут быть пересмотрены и адаптированы в условиях новых вызовов и возможностей. Мы проанализируем изменения в этих ключевых аспектах – миграционной политике, тарифах и налогах – и оценим, как они могут повлиять на экономику США в ближайшей перспективе.

Рис. 7. Трампономика 2.0: Экономическая политика



## Миграционная политика

### Наше мнение

В 2025 году Дональд Трамп продолжает акцентировать внимание на усилении миграционного контроля, что предполагает реализацию ряда новых мер, таких как массовые депортации и ограничение миграции, особенно нелегальной. В рамках своего второго срока президент предложил усилить меры по депортации нелегальных иммигрантов, включая расширение полномочий иммиграционных служб и ужесточение проверок. Несмотря на возможные юридические и политические препятствия, данные инициативы могут привести к дефициту рабочей силы в отраслях, зависимых от мигрантов, таких как сельское хозяйство, гостиничный бизнес и строительство. Это создаст дополнительные риски для экономики, включая замедление роста ВВП и повышение инфляции, что, в свою очередь, увеличит операционные затраты и снизит качество услуг в этих секторах.

### Трамп 1.0: От политики «ноль толерантности»<sup>27</sup> до запретов на въезд

Во время первого президентского срока миграционная политика Дональда Трампа была одной из самых противоречивых и активно обсуждаемых инициатив в его президентский срок, оказавших серьёзное влияние как на внутреннюю политику США, так и на отношения с соседними странами. Основные достижения Трампа в миграционной политике заключались в укреплении пограничной безопасности и ограничении миграции, в то время как более амбициозные цели, такие как отмена DACA и реформы легальной иммиграции, не были выполнены из-за юридических и политических препятствий.

#### Что было осуществлено

«Border Security Wall» <sup>28</sup>	Хотя проект не был завершён полностью, Трамп добился значительного увеличения длины забора и укрепления пограничной инфраструктуры.
«Zero tolerance policy»	В рамках этой политики были значительно усилены меры против незаконной миграции, включая практику разделения семей, задержанных на границе. Эти меры вызвали широкий общественный резонанс и критику со стороны правозащитных организаций и политиков, которые осуждали жестокость такого подхода и его гуманитарные последствия.
Ограничение миграции из мусульманских стран	Дональд Трамп подписал серию указов, ограничивающих въезд граждан из стран с преимущественно мусульманским населением, что стало одной из самых спорных мер его миграционной политики. Эти указания вызвали широкий резонанс и юридические споры, но в конечном итоге были частично одобрены американскими судами, несмотря на протесты со стороны правозащитных организаций и некоторых политических деятелей.

#### Что не удалось реализовать

Завершение строительства пограничной стены	Несмотря на ускоренное строительство, проект стены вдоль всей границы с Мексикой так и не был завершён в полном объёме.
Попытка отмены программы DACA <sup>29</sup>	Усилия по отмене защиты для "мечтателей" (детей нелегальных иммигрантов) столкнулись с жестким сопротивлением в Конгрессе и судебной системе, что привело к сохранению программы.
Реформа легальной иммиграции	Предложенные изменения в иммиграционной системе, направленные на привлечение высококвалифицированных специалистов и сокращение миграции по семейным визам, не были реализованы из-за отсутствия консенсуса в Конгрессе.

<sup>27</sup> «Zero tolerance policy» (Политика "ноль толерантности") — это была политика, направленная на ужесточение мер против незаконной миграции.

<sup>28</sup> Проект по строительству стены на границе с Мексикой часто называли «Border Wall» (Стена на границе). В официальных документах и заявлениях администрации Трампа использовались также другие термины, такие как «Border Security Wall» (Стена для обеспечения безопасности на границе) или «Border Barrier» (Пограничный барьер).

<sup>29</sup> DACA (Deferred Action for Childhood Arrivals) — программа, введённая в 2012 году президентом Бараком Обамой, предоставляющая временную защиту от депортации и разрешение на работу для нелегальных иммигрантов, которые прибыли в США в детском возрасте, при соблюдении определённых условий. Программа не предоставляет пути к гражданству, но позволяет её участникам (так называемым "мечтателям") оставаться в стране на определённый срок.

## Трамп 2.0: Миграция и национальная безопасность — новые вызовы

В 2023 году численность иммигрантов в США достигла рекорда — 47.8 миллионов человек, что составляет примерно пятую часть всех международных мигрантов в мире, согласно данным ООН. Мигранты составляют 14.3% населения страны, что является самым высоким показателем с 1910 года. Это данные из Бюро переписи населения США. Из них значительную часть составляют нелегальные иммигранты. В 2022 году их было около 11 миллионов, из которых 8.3 миллиона были трудоспособными, что составило 4.8% всей рабочей силы США, согласно оценкам Pew Research Center.

Возможность реализации президентом озвученных во время кампании инициатив<sup>30</sup>

Ключевые предложения	Можно реализовать без Конгресса	Преодоление обструкции <sup>31</sup>	Итог	Комментарии
Массовые депортации / Ужесточение миграционного контроля	✓	✗	Частично реализуемо	Массовые депортации могут быть реализованы через исполнительные приказы в рамках существующих законов об иммиграции, например, путем увеличения усилий по депортации нелегальных иммигрантов, усиления контроля на границе и ускоренной депортации. Это может включать расширение полномочий иммиграционных и таможенных служб для проведения массовых арестов и депортаций.
Полное или массовое переселение / Отмена права на гражданство по рождению	✗	✓	Не реализуемо	Несмотря на возможность принятия некоторых мер через исполнительные приказы, полное и массовое переселение или изменение иммиграционной политики требует изменений в законодательных актах, что потребует одобрения Конгресса. Действия, такие как отмена или значительное изменение текущей иммиграционной политики, особенно в отношении лиц, находящихся в США по временным статусам, столкнутся с сильным сопротивлением и будут требовать более широкого согласования с законодательной ветвью власти. Отмена права на гражданство по рождению требует изменения Конституции.

### Роль нелегальных мигрантов в экономике США

Нелегальные мигранты играют важную роль в экономике страны, занимая рабочие места в таких отраслях, как сельское хозяйство, строительство и услуги. Особенно заметное присутствие мигрантов наблюдается в штатах, таких как Невада, Техас и Флорида. Несмотря на то, что нелегальные иммигранты составляют лишь 3.3% от общего числа населения США, их вклад в рабочую силу значительно больше, поскольку они представляют более активную возрастную группу, что помогает компенсировать дефицит рабочей силы в ключевых секторах экономики, как подчёркивается в отчётах Pew Research Center и Goldman Sachs. Если же говорить о чистой

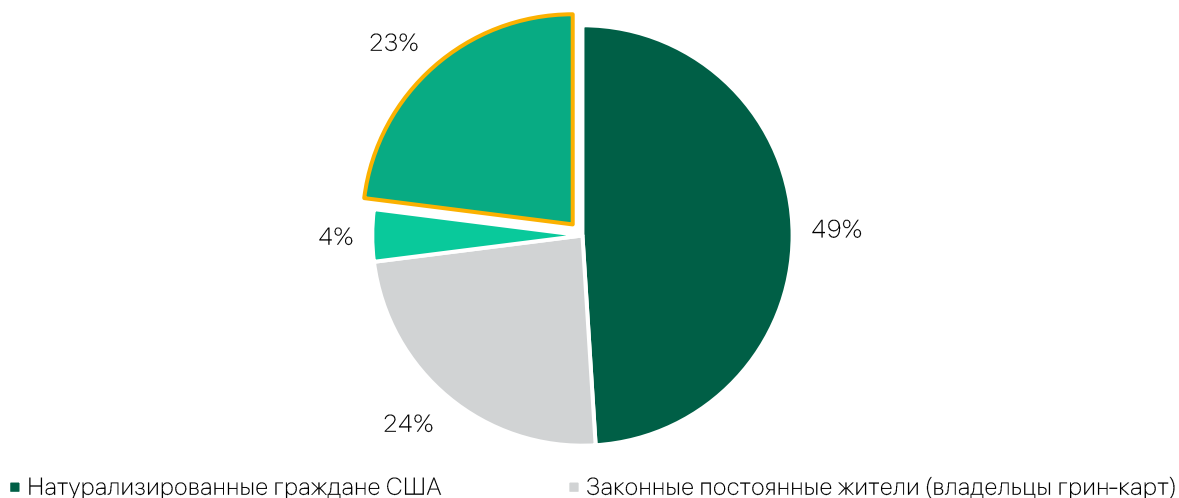
<sup>30</sup> Инициативы, разобранные в данной работе, представлены в обобщенном виде.

<sup>31</sup> В Сенате для большинства законопроектов требуется 60 голосов, чтобы преодолеть филабастер (обструкцию) и завершить дебаты, что позволяет перейти к окончательному голосованию. Филабастер — это тактика, при которой сенаторы затягивают дебаты, чтобы заблокировать принятие законопроекта, и для его преодоления нужно 60 голосов для применения кворума. Это означает, что законопроект сталкивается с трудностями, если поддержка по нему менее 60 голосов, поскольку меньшинство может затянуть процесс. Исключения возможны для законопроектов, проходящих через процедуру reconciliation, где достаточно 51 голоса для принятия, а также для некоторых назначений, как в случае с судьями Верховного суда. Однако в большинстве случаев достижение порога в 60 голосов является сложной задачей, требующей значительных усилий для привлечения поддержки от обеих партий.



миграции<sup>32</sup>, то, по данным Goldman Sachs, в 2023 году более 60% потока были лицами без разрешения на пребывание.

Рис. 8. Распределение иммигрантов в США по статусу легализации, 2023 год



Источник: Pew Research center

### Основные инициативы миграционной политики Дональда Трампа

Миграционная политика Дональда Трампа, особенно в части нелегальной миграции, остаётся ключевым элементом его повестки. В своём предвыборном заявлении Трамп подчеркнул необходимость массовых депортаций нелегальных мигрантов и ужесточения условий получения убежища. Эти меры включают более строгие проверки и санкции для тех, кто прибывает через неофициальные каналы. Кроме того, Трамп предложил отменить практику «гражданства по праву рождения», что осложнит получение американского гражданства для детей нелегальных иммигрантов. Эти инициативы подчеркивают продолжение линии его жёсткой миграционной политики, направленной на ограничение нелегальной миграции и ужесточение контроля на границе.

### Политические вызовы для миграционной политики

С нашей точки зрения, большинство из этих инициатив должно столкнуться с серьёзными политическими и юридическими препятствиями. Многие меры, озвученные в рамках второго президентского срока, имеют схожесть с теми, которые были предложены в первый срок Дональда Трампа. В частности, попытки введения «запрета на мусульман» и строительства стены на границе с Мексикой также сталкивались с решительным сопротивлением как в судебной системе, так и в Конгрессе, что значительно замедлило их реализацию. Кроме того, более радикальные меры, такие как массовая депортация или отмена гражданства по праву рождения, уже вызывали протесты как внутри страны, так и на международной арене. Эти меры были крайне непопулярны еще в первый срок президентства среди широких слоёв общества, что ещё больше усложнило их осуществление.

С учетом этих факторов мы ожидаем, что более радикальные инициативы по ограничению миграции, например, массовая депортация или отказ от гражданства по праву рождения, будут трудны для реализации в полном объеме. Тем не менее, возможен более ограниченный подход, направленный на ужесточение контроля на границе и снижение уровня легальной миграции.

### Экономические последствия миграционной политики Трампа

В этом контексте, интересны прогнозы Brookings Institution, которые предполагают два возможных сценария: с сохранением высоких миграционных потоков (чистая миграция в 2025 году +1.3 млн человек) и отрицательных (чистая миграция составит -650 тыс. человек). В первом случае негативное влияние на ВВП будет 0.1 пп, что эквивалентно потере около \$30 млрд. Во втором снижение должно составить 0.4 пп или около \$110 млрд. Это объясняется тем, что сокращение миграции может привести к дефициту рабочей силы, особенно в отраслях, где мигранты составляют значительную часть рабочей силы.

<sup>32</sup> Чистая миграция (или чистый миграционный поток) — это разница между количеством людей, которые переезжают в страну (иммигранты), и количеством людей, которые выезжают из страны (эмигранты) за определённый период времени. Проще говоря, это показатель, который отражает, насколько больше или меньше людей прибывает в страну, чем уезжает из неё.

Таб. 9. Влияние на рост реального ВВП в 2025 году от изменения иммиграционных потоков (пп)

Отраслевые индексы	Низкая миграция	Высокая миграция
Прямое влияние на рост ВВП	-0.2	-0.1
Дополнительное влияние в результате сокращения потребительских расходов	-0.1	-
Дополнительное влияние в результате увеличения сбережений среди иммигрантов в США	-0.1	-
<b>Общее влияние на рост ВВП</b>	<b>-0.4</b>	<b>-0.1</b>

Источник: Brookings Institution

С учетом прогноза **Goldman Sachs**, который предполагает дальнейшее сокращение чистой миграции до 750 тыс. человек в год, можно ожидать умеренное воздействие на экономику. В этом случае снижение темпов роста ВВП, если учитывать прогнозы Brookings Institution, составит около 0,2 процентных пункта, что выглядит наиболее реалистичным исходом. Такое замедление миграционных потоков окажет умеренное влияние на темпы экономического роста, снижая доступность рабочей силы в ключевых секторах, что повлияет на производительность и занятость.

Снижение миграции также повлияет и на инфляцию. Исходя из прогнозов Peterson Institute for international economics, сокращение рабочей силы на 1.3 млн человек в результате массовых депортаций приведёт к увеличению уровня цен в первые три года на 0.5 пп ежегодно.

Как это повлияет на рынки?

В случае ужесточения миграционной политики в 2025 году в проигрыше окажутся сектора, сильно зависящие от мигрантов в качестве рабочей силы, особенно сельское хозяйство, гостиничный и ресторанный бизнес, розничная торговля и здравоохранение. Эти отрасли часто полагаются на низкоквалифицированных работников, и ограничение миграции приведет к дефициту рабочей силы, росту операционных затрат и снижению качества обслуживания.

Таб. 10. Нелегальные работники США, сосредоточенные в ключевых секторах

Сектор	Оценка количества нелегальных работников (млн)	Доля нелегальных работников от общей трудовой силы
Услуги	3.05	11%
Строительство, техническое обслуживание, природные ресурсы	2.52	19%
Производство, транспортировка, перемещение материалов	2	10%
Менеджмент и профессиональные услуги	1.79	3%
Технические, продажи, административные работы	1.16	4%

Источник: US Census Bureau

*«Что нам неизвестно о тарифах: мы не знаем их размеры, сроки введения и продолжительность действия, не знаем, товары каких стран будут обложены пошлинами, не можем точно прогнозировать их влияние на цены, не уверены, как экономические субъекты отреагируют на эти изменения, и не исключено, что другие страны могут ввести ответные меры. Это лишь неполный перечень неизвестных факторов»<sup>33</sup>.*

Публичный комментарий Председателя Федеральной резервной системы Джерома Пауэлла перед последним заседанием  
2024 года

---

<sup>33</sup> Here's what we don't know about tariffs. We don't know how big they'll be, we don't know their timing and their duration, we don't know what country's goods will be tariffed, we don't know how that will play into prices, we don't know how people in the economy will react to that, and we don't know whether other countries will retaliate. So that's a partial list of the things we don't know.

## Тарифная политика

### Наше мнение

В рамках второго президентского срока Дональд Трамп может усилить протекционистскую торговую политику, введя новые тарифы, включая 10% на китайские товары и 25% на импорт из Канады и Мексики (заявление от 26 ноября 2024 года). Эти меры направлены на снижение торгового дефицита и защиту американской экономики, но могут привести к росту цен, нарушению цепочек поставок и потенциальным ответным мерам со стороны торговых партнёров. По оценкам, такие шаги могут увеличить потребительские цены на 0.3–0.4% в первый год, что повлияет на секторы, зависящие от дешёвого импорта, такие как розничная торговля и автомобилестроение. Однако ряд отраслей, включая производство стали и алюминия, может выиграть от этих мер, что создаст новые возможности для внутреннего производства. Протекционистская стратегия Трампа вероятно будет частью переговорного процесса, что оставляет возможность корректировки тарифов по мере развития ситуации.

### Трамп 1.0: Протекционизм на страже экономики

В первый президентский срок Дональда Трампа его торговая политика вызвала широкий резонанс на международной арене и стала одной из самых спорных тем в глобальных экономических отношениях. Трамп сосредоточился на сокращении торгового дефицита с Китаем и другими странами, а также на защите американской экономики от, как он утверждал, «несправедливых» торговых практик. Для реализации этих целей основным инструментом стали тарифы и торговые санкции, которые использовались для оказания давления на страны-партнёры и пересмотра существующих торговых соглашений.

#### Что было осуществлено

Торговая война с Китаем / торговое соглашение «Первой фазы»	Инициированы тарифы на китайские товары, что стало ключевым элементом стратегии Трампа. Эти меры были направлены на снижение дефицита торговли с Китаем и оказание давления на Пекин в вопросах интеллектуальной собственности и защиты американских технологий.
Переговоры по НАФТА и подписание USMCA	Пересмотрено соглашение о свободной торговле в Северной Америке (НАФТА), заменено на USMCA, с более строгими условиями для торговли в автомобилестроении и сельском хозяйстве, а также улучшением условий для американских рабочих.
Тарифы как инструмент давления	Многочисленные тарифы, введенные в рамках торговли с Китаем, ЕС и другими странами, использовались для давления в рамках переговоров, что в некоторых случаях привело к положительным результатам для США, но также способствовало ухудшению отношений с некоторыми странами.
Тарифы на сталь и алюминий	Введены тарифы на сталь и алюминий, что вызвало недовольство союзников США, таких как ЕС и Канада. Хотя меры оправдывались соображениями национальной безопасности, они привели к введению ответных тарифов со стороны других государств.

#### Что не удалось реализовать

Окончательное решение торговой политики с Китаем	Заключение "первой фазы" торгового соглашения с Китаем в 2020 году не привело к существенным успехам в разрешении споров, таких как реформа китайской практики в отношении интеллектуальной собственности или компенсации за ущерб от китайских торговых действий.
Реформирование мировой торговой системы	На стремление Трампа пересмотреть существующие торговые отношения и создать "справедливую" международную торговую систему, его усилия, в том числе через международные организации, не привели к существенным результатам. Принятый подход в значительной степени способствовал изоляции США от ряда ключевых глобальных экономических соглашений и институтов.
Разрешение торговых споров с ЕС	Переговоры с Европейским Союзом не привели к окончательному решению по вопросам субсидий в авиационной промышленности, включая ситуацию с Boeing и Airbus, что привело к продолжению торговых споров и разрешению их в рамках международных арбитражных процедур.

## Трамп 2.0: Тарифы как инструмент глобальной дипломатии

После выборов 2024 года и назначения Скотта Бессента на пост министра финансов многие инвесторы ожидали постепенного введения тарифов, учитывая более умеренные экономические взгляды кандидата. Однако уже на следующий день Трамп подтвердил свою решимость ввести более жесткие торговые меры. Во время предвыборной кампании было озвучено введение тарифов в 60% на импорт из Китая и 10% на весь остальной импорт, но на данный момент рассматриваются более умеренные предложения: 10% на китайские товары и 25% на импорт из Канады и Мексики.

В период своего первого президентского срока Трамп уже вводил тарифы на сталь (25%) и алюминий (10%), а также на китайские товары на сумму 250 миллиардов долларов. Тем не менее, предложенные новые меры, особенно в отношении Мексики и Канады, предполагают более агрессивную торговую политику, что может существенно расширить сферу воздействия по сравнению с предыдущими инициативами. Эти меры могут затронуть более широкий спектр товаров и услуг, а также увеличить риски экономических последствий.

### Возможность реализации президентом озвученных во время кампании инициатив

Ключевые предложения	Можно реализовать без Конгресса	Преодоление обструкции <sup>34</sup>	Итог	Комментарии
Повышение тарифов на китайские товары, а также в отношении других стран, проведение политики «Америка превыше всего»	✓	X/✓	Частично реализуемо.	Может быть реализовано через исполнительные акты. Повышение тарифов может быть не только направлено против Китая, но и в отношении других стран, если Трамп решит использовать торговую политику «Америка прежде всего» для защиты американских рабочих мест и промышленных секторов. Например, он может ввести пошлины на товары из Европейского Союза, Мексики или других торговых партнеров, если они нарушают условия торговли или не соблюдают международные нормы. Как и в случае с Китаем, исполнительные приказы могут быть использованы для введения или повышения тарифов на товары, импортируемые из других стран, если это оправдано национальной безопасностью или экономическими интересами. Это может происходить в рамках Раздела 232 Закона о национальной безопасности 1962 года или Раздела 301 Закона о торговле 1974 года, которые позволяют президенту вводить тарифы без необходимости одобрения Конгресса.

### Экономические последствия протекционистской политики Трампа

По оценкам Citi, предложенные тарифы на товары из Мексики и Канады могут привести к увеличению потребительских цен на 1 пп. Goldman Sachs в своих прогнозах более консервативен. Инвестиционный банк оценивает потенциальное влияние (в базовом сценарии) в 0.3-0.4 пп в первый год президентства. Исходя из наших расчетов с использованием данных PIIЕ мы ожидаем роста в первый год на 0.5-0.6 пп. Полагаем, что сильный рост на практике будет компенсирован тем, что компании начнут поглощать часть издержек и корректировать цепочки поставок.

<sup>34</sup> В Сенате для большинства законопроектов требуется 60 голосов, чтобы преодолеть филабастер (обструкцию) и завершить дебаты, что позволяет перейти к окончательному голосованию. Филабастер — это тактика, при которой сенаторы затягивают дебаты, чтобы заблокировать принятие законопроекта, и для его преодоления нужно 60 голосов для применения клотуры. Это означает, что законопроект сталкивается с трудностями, если поддержка по нему менее 60 голосов, поскольку меньшинство может затянуть процесс. Исключения возможны для законопроектов, проходящих через процедуру reconciliation, где достаточно 51 голоса для принятия, а также для некоторых назначений, как в случае с судьями Верховного суда. Однако в большинстве случаев достижение порога в 60 голосов является сложной задачей, требующей значительных усилий для привлечения поддержки от обеих партий.

Тем не менее, вероятность более серьезных экономических последствий остается высокой. Негативное воздействие на североамериканские цепочки поставок и производство может привести к гораздо более значительным экономическим рискам, чем просто повышение цен. Не стоит также забывать о возможных ответных мерах со стороны других стран, направленных против американского экспорта, что может усугубить ситуацию. Дополнительно отметим, что торговля США с Мексикой, Канадой и Китаем составляет около трети всего объема американской торговли.

Таб. 11. Объемы внешней торговли: импорт и экспорт США, оценка на 2024 (млрд \$)

Страна	Импорт	Экспорт
Канада	415	350
Мексика	515	340
Китай	430	145
Все торговые партнёры США	4161	3211

Источник: Haver Analytics

Сильная экономическая взаимозависимость стран, которые Трамп недавно озвучил, будет выступать фактором, который указывает на выборочный характер пошлин. Так, около 30% канадского экспорта в США это сырая нефть. Маловероятно, что тарифы коснутся данной части импорта. В свою очередь, тарифы на импорт из Мексики могут положительно сказаться на автопромышленности США, однако стоит учитывать, что крупные автопроизводители, такие как GM и Ford, являются крупнейшими экспортёрами из Мексики, что также делает эту сферу уязвимой.

Исходя из вышеизложенного, мы предполагаем, что широкомасштабное введение тарифов, как это заявляется со стороны нового президента маловероятно. Скорее всего, тарифы являются частью переговорной стратегии Трампа и, не исключено, что они будут изменяться или отменяться в процессе переговоров. Тем не менее, после объявления о введении новых тарифов акции циклических отраслей, которые значительно выросли после выборов Трампа, начали снижаться, что свидетельствует о беспокойстве инвесторов по поводу долгосрочных последствий данных решений.

### Как это повлияет на рынки?

Из-за введения более высоких тарифов на импорт из Китая, Мексики и Канады, определенные сектора экономики США могут понести убытки, в частности те, которые зависят от импорта и глобальных цепочек поставок. К таким отраслям относятся розничная торговля, автомобилестроение и потребительская электроника, поскольку повышение тарифов приведет к росту цен на товары и дефициту некоторых компонентов. В то же время, другие сектора могут выиграть от новых пошлин, например, американские производители стали и алюминия, которые смогут увеличить свою долю на рынке, так как конкуренция со стороны зарубежных производителей снизится. Также выгоду могут получить производители, ориентированные на внутренний рынок, а также компании, которые смогут адаптировать свои цепочки поставок и перераспределить производственные мощности.

## Фискальная политика

### Наше мнение

С учетом контроля республиканцев над Палатой представителей и Сенатом после выборов 2024 года, ожидается, что вторая половина 2025 года станет периодом активного обсуждения и принятия налоговых реформ, которые могут затронуть как продолжение текущих налоговых льгот, так и новые инициативы. Ключевые положения Закона о налоговых сокращениях и рабочих местах (TCJA) истекают в 2026 году. Принятие новых налоговых мер, таких как снижение налогов на корпорации, прирост капитала и дивиденды, вероятно, окажет влияние на рынок, вызвав волатильность и краткосрочные колебания в ожидании изменений. Рынки будут реагировать на неопределенность и ожидания относительно долгосрочного влияния налоговых реформ на экономику и корпоративные прибыли.

### Трамп 1.0: От налоговой реформы к растущему дефициту

Во время первого президентского срока Дональда Трампа фискальная политика была ориентирована на снижение налогового бремени и стимулирование экономического роста через значительные налоговые реформы. Эти меры, в сочетании с увеличением расходов на оборону и другие приоритетные сферы, оказали существенное влияние на экономику США. Трамповская фискальная политика фокусировалась на налоговых сокращениях и стимулировании экономического роста, но столкнулась с вызовами, такими как увеличение дефицита и неудачные попытки реформировать социальное обеспечение.

#### Что было осуществлено

Налоговая реформа 2017 года	Закон, известный как Tax Cuts and Jobs Act <sup>35</sup> , стал важнейшим элементом экономической политики Трампа. Он значительно снизил корпоративные налоговые ставки с 35% до 21%, что позволило снизить налоговое бремя для бизнеса и стимулировать инвестиции. Также был введен ряд изменений в налогообложении физических лиц, включая снижение налоговых ставок для большинства налоговых категорий и повышение стандартного вычета. Это также включало меры, направленные на облегчение налогообложения для владельцев малых и средних предприятий, что должно было создать дополнительные возможности для роста.
Снижение налога на репатриацию капитала	В рамках налоговой реформы было предложено снижение налога на возвращение иностранных активов американских компаний, что привело к значительному притоку капитала в США. Это решение стимулировало компании вернуться к возвращению прибыли в страну и повысить инвестиции в экономику.
Увеличение расходов на оборону и инфраструктуру	В рамках фискальной политики Трамп увеличил государственные расходы на оборону, что должно было укрепить военные возможности США и обеспечить большую безопасность страны. Также были предложены инициативы по модернизации инфраструктуры, включая улучшение дорог, мостов и других объектов.

#### Что не удалось реализовать

Сокращение дефицита бюджета	Несмотря на намерение Трампа снизить дефицит бюджета за счет экономического роста, вызванного налоговыми сокращениями, снижение налоговых ставок не привело к ожидаемому увеличению доходов в бюджет. Вместо этого дефицит продолжал расти, что вызвало критику со стороны экономистов, утверждавших, что налоговые сокращения не обеспечили необходимого баланса между стимулированием роста и финансовой стабильностью.
Отсутствие долгосрочных реформ в области социального обеспечения	Трамп выдвигал идеи по реформированию системы социального обеспечения, в том числе предложив сокращение расходов на Medicare и Medicaid. Однако такие предложения встретили жесткое сопротивление со стороны Конгресса, и эти реформы не были реализованы. Социальная политика продолжала оставаться важной проблемой, с которой администрация столкнулась на протяжении всего срока.

<sup>35</sup> Tax Cuts and Jobs Act — это закон, принятый в 2017 году, который стал основой экономической программы Дональда Трампа. Основные положения этого закона заключаются в значительном снижении корпоративных налогов с 35% до 21%, а также в изменении налогообложения для физических лиц и предприятий.



Недостаточное развитие инфраструктурных инициатив	Несмотря на масштабные предложения по улучшению инфраструктуры, таких как модернизация дорог, мостов и создание новых объектов, прогресс в этой области оказался ограниченным. Главными препятствиями стали сложности с финансированием и отсутствие политического консенсуса среди законодателей. Эти проблемы не позволили Трампу реализовать значительный пакет инфраструктурных проектов.
---	---

## Трамп 2.0: Продолжение фискальных реформ

Возможность реализации президентом озвученных во время кампании инициатив

Ключевые предложения	Можно реализовать без Конгресса	Преодоление обструкции <sup>36</sup>	Итог	Комментарии
Снижение налогового бремени как для физических лиц, так и корпораций.	✗	✓	Частично реализуемо.	Если говорить об изменении налоговых ставок, продлении или изменении в ТСJA (Tax Cuts and Jobs Act) <sup>37</sup> , то это будет требовать необходимость одобрения Конгресса и обструкции в Сенате. согласно правилам Конгресса, может быть использована процедура reconciliation <sup>38</sup> .
Отмена налога на чаевые и выплаты по социальному обеспечению.	✓	✓	Частично реализуемо.	Эти изменения могут быть частично осуществлены через исполнительные указы. Однако для изменения крупных налоговых процедур в рамках системы социального обеспечения потребуется одобрение Конгресса.
Снижение налогов на прирост капитала и дивиденды.	✗	✓	Не реализуемо.	Изменения в налогообложении прироста капитала и дивидендов потребуют одобрения Конгресса. Однако через процедуру reconciliation можно ускорить процесс, если республиканцы контролируют Конгресс.
Отмена налогов на наследство и подарки.	✗	✓	Не реализуемо.	Для отмены этих налогов потребуется принятие нового законодательства. Конгресс должен согласовать изменения, что потребует политической поддержки, но это вполне возможно при наличии необходимого большинства в обеих палатах.

### В ожидании налоговых реформ 2025 года

С учётом того, что республиканцы уже получили контроль над Палатой представителей и Сенатом после выборов 2024 года, мы ожидаем, что Конгресс примет значительные налоговые реформы под руководством президента Трампа. Однако, с большой долей вероятности они начнут обсуждаться ближе ко второй половине 2025 года, поскольку истечение срока действия ключевых положений Закона о налоговых сокращениях и рабочих местах

<sup>36</sup> В Сенате для большинства законопроектов требуется 60 голосов, чтобы преодолеть филабастер (обструкцию) и завершить дебаты, что позволяет перейти к окончательному голосованию. Филабастер — это тактика, при которой сенаторы затягивают дебаты, чтобы заблокировать принятие законопроекта, и для его преодоления нужно 60 голосов для применения кворума. Это означает, что законопроект сталкивается с трудностями, если поддержка по нему менее 60 голосов, поскольку меньшинство может затянуть процесс. Исключения возможны для законопроектов, проходящих через процедуру reconciliation, где достаточно 51 голоса для принятия, а также для некоторых назначений, как в случае с судьями Верховного суда. Однако в большинстве случаев достижение порога в 60 голосов является сложной задачей, требующей значительных усилий для привлечения поддержки от обеих партий.

<sup>37</sup> TCJA (Tax Cuts and Jobs Act) — это закон о налоговых сокращениях и рабочих местах, принятый в США в декабре 2017 года. Основные положения TCJA включают значительное снижение налоговых ставок для корпораций, снижение налогов для физических лиц, увеличение стандартных вычетов и изменения в налогообложении международных доходов.

<sup>38</sup> Reconciliation — это специальная процедура в Конгрессе США, которая позволяет ускоренно принимать некоторые виды законопроектов, минуя стандартные правила дебатов и ограничения, которые обычно существуют в Сенате. Для этого законопроект может быть структурирован таким образом, чтобы он касался только тех аспектов, которые напрямую влияли на бюджет — то есть налоговых изменений, расходов и дефицита. Эта процедура была использована для принятия Tax Cuts and Jobs Act (TCJA) в 2017 году, что позволило Республиканцам провести налоговую реформу.



(TCJA)<sup>39</sup> наступит в 2026 году. В 2017 году от начала обсуждения до принятия закона обеими палатами прошло около 9 месяцев (март – декабрь 2017 года). В связи с этим, мы не проводили подробный анализ влияния продления данных реформ на экономику.

### **Корпоративные налоги и налоговые стимулы: новые возможности для бизнеса**

Данные реформы, скорее всего, будут направлены на продление большинства, если не всех, льготных налоговых положений, введённых в первый срок. В частности, это может включать сохранение или дополнительное снижение ставок налога на доходы физических лиц, а также налогов на имущество, подарки, прирост капитала и дивиденды. Дополнительно, предложения Трампа в ходе кампании, такие как отмена налогов на чаевые и на выплаты по социальному обеспечению, могут быть включены в новую налоговую законодательную инициативу, но мы оцениваем вероятность их принятия как низкую. Во-первых, это связано с тем, что на текущий момент республиканское большинство самое незначительное за последнее столетие. Во-вторых, в партии присутствуют около 4-8 «фискальных консерваторов», которые, как правило, выступают за сокращение государственных расходов, снижение дефицита бюджета.

Корпоративные налоговые ставки, скорее всего, останутся низкими, при этом ставка в 21% будет сохранена, а для некоторых отечественных производителей возможен ее снижение до 15%. Также могут быть введены дополнительные налоговые стимулы для бизнеса, что усилит привлекательность нового налогового пакета для предприятий.

### **Как это повлияет на рынки**

Неопределенность, связанная с обсуждением новых налоговых инициатив, может вызвать повышенную волатильность на фондовом рынке. Ожидания изменений в налоговой политике могут привести к краткосрочной реакции инвесторов несмотря на то, что реформы будут реализованы только ближе к 2025 году.

---

<sup>39</sup> Закон о сокращении налогов и рабочих местах (Tax Cuts and Jobs Act, TCJA) включает снижение налоговых ставок для физических и юридических лиц, увеличение стандартного вычета и детского налогового кредита, а также снижение максимальной ставки корпоративного налога с 35% до 21%. Эти меры стимулируют потребление и инвестиции, а их продление помогает поддерживать экономический рост и снизить налоговое бремя для бизнеса и граждан.

# Наш взгляд на акции США

Александр Шмыров  
Заместитель Директора Департамента Торговых Идей

## Фондовый рынок США: осторожность и оптимизм

### Наше мнение

Мы рекомендуем диверсифицированный подход, акцентируя внимание на качественных компаниях с сильными балансами и стабильной прибыльностью. Данные компании находятся в отличной позиции для участия в широком восстановлении рынка, которое будет сопровождаться переходом от значительной его концентрации в технологическом секторе. Мы ожидаем, что лидерство технологических гигантов, входящих в индекс «Magnificent Seven» (чья суммарная рыночная капитализация теперь превышает ВВП крупных стран), должно уступить место более разнообразному и сбалансированному рынку. Мы ожидаем, что акции компаний с устойчивыми фундаментальными показателями, высокими финансовыми стандартами и способностью адаптироваться к изменениям в макроэкономической среде будут демонстрировать лучшие результаты в условиях широкого восстановления рынка.

Мы сохраняем оптимистичный взгляд на фондовый рынок США несмотря на то, что присутствуют определённые риски, связанные с завершением бычьего цикла. По оценкам Morgan Stanley, темпы роста прибыли компаний, которые входят в индекс S&P 500, предполагаются в 2024 году на уровне 10%, а в 2025 году – 15%, что является сильным фундаментальным драйвером. Помимо прочего, стабильная ситуация с точки зрения потребления в США, а также устойчивая ситуация на рынке труда вместе с положительной динамикой экономического роста создают благоприятную среду для продолжения роста. Все это дополнительно подкрепляется такими тенденциями как цифровизация, искусственный интеллект и нарастающие темпы инфраструктурных инвестиций. Однако стоит учитывать, что высокий уровень рыночной концентрации и рост доходностей облигаций (за счёт снижения ERP или Equity Risk Premium), создаёт сейчас предпосылки для технической коррекции<sup>40</sup>.

Тем не менее инвесторам стоит сохранять осторожность, так как существуют риски как геополитических, так и финансовых потрясений, которые могут оказать влияние на глобальные рынки капитала. Кроме того, стоит отметить, что текущие оценки акций находятся на крайне высоких уровнях, о чём свидетельствует показатель forward P/E, который, по состоянию на начало 2025 года, находится вблизи 25x. Это превышает практически все пиковые уровни за последние 25 лет. Единственным периодом, когда этот показатель был выше, является пик «пузыря доткомов» на фоне высокого ажиотажа вокруг интернет-компаний. Тем не менее, нынешний рынок имеет принципиально отличные драйверы роста. С 1980 года, по данным Morgan Stanley, состав индекса S&P 500 претерпел значительные изменения: доля капиталоемких отраслей, таких как производство, финансовый сектор и недвижимость, сократилась с 70% до 50%, в то время как доля компаний, ориентированных на инновации и с меньшими потребностями в капитале, значительно возросла. Это означает, что высокие оценки могут быть оправданы структурными изменениями в экономике, а также продолжением технологической трансформации.

В то же время рост доходности 10-летних казначейских облигаций до 4.78% в начале 2025 года усиливает давление на высокие рыночные оценки, создавая альтернативные возможности для размещения капитала. При таких условиях компаниям необходимо демонстрировать не только стабильный, но и ускоряющийся рост прибыли, чтобы оправдать текущие высокие оценки. В 2024 году это было достигнуто и, как показывают оценки Morgan Stanley, рынок акций может продолжить демонстрировать подобную динамику и в 2025 году. Однако важно отметить, что в настоящий момент мы сохраняем позитивный взгляд на первый квартал 2025 года, учитывая при этом общую неопределенность на рынке.

Несмотря на текущие позитивные прогнозы, рыночная динамика может измениться под влиянием как макроэкономических факторов, так и возможных политических решений новой администрации. Это может внести коррективы в траекторию роста акций, особенно в случае неожиданных изменений в экономической политике или внешней конъюнктуре. В связи с этим мы рекомендуем сохранять осторожность и внимательно отслеживать как экономические, так и политические тенденции, чтобы своевременно адаптировать инвестиционные стратегии.

<sup>40</sup> Техническая коррекция — это временное снижение цен на финансовые активы, такие как акции, облигации или товарные рынки, в рамках общего восходящего тренда.

## Цели и прогнозы для фондового рынка США

### S&P 500

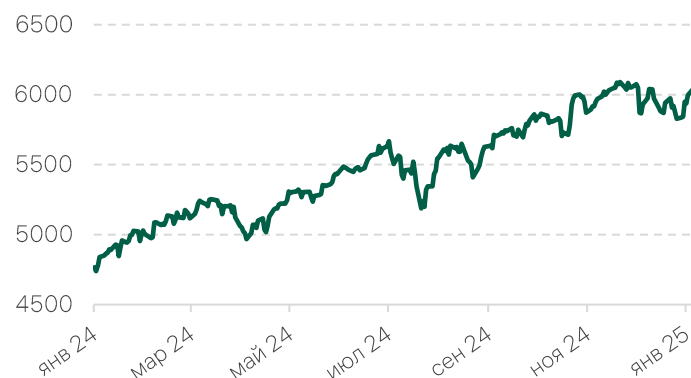
Целевое значение: 6500

Ожидаемая доходность за 2025 год – 10%

Акции крупных американских компаний, вероятно, продолжат расти благодаря сильной экономике США и высокому уровню корпоративных прибылей. Кроме того, расширение лидерства за пределы «Великолепной семерки», в частности в секторах технологий, также поддержит рост. Это особенно важно на фоне начала цикла снижения процентных ставок Федеральной резервной системой. Однако стоит учитывать, что высокий уровень рыночной концентрации и рост доходностей облигаций (за счёт снижения ERP или Equity Risk Premium), создаёт сейчас предпосылки к технической коррекции<sup>41</sup>. Помимо прочего, неопределённость относительно дальнейшей политики остается высокой, что может вызывать волатильность на рынке. Однако

отметим, что движущими силами финансовых рынков, как правило, выступают не политические события и заголовки газет, а фундаментальные показатели, которые все еще остаются сильными.

Рис. 9. Динамика индекса S&P 500



Источник: Bloomberg

### S&P 500 Growth (акции «роста»)

Целевое значение: 4450

Ожидаемая доходность за 2025 год – 9%

Динамика акций компаний «роста» в 2025 году будет обусловлена устойчивостью прибыльностью технологического секторе и компаний, ориентированных на высокие темпы развития. Преимущественно положительная динамика индекса, по нашим ожиданиям, будет связана с ростом прибыли компаний, работающих в области искусственного интеллекта и цифровизации. Однако стоит отметить, что, в зависимости от макроэкономической ситуации и налоговой политики, рост может быть неравномерным.

Рис. 10. Динамика индекса S&P Growth (акции «роста»)



Источник: Bloomberg

<sup>41</sup> Техническая коррекция — это временное снижение цен на финансовые активы, такие как акции, облигации или товарные рынки, в рамках общего восходящего тренда.

## S&P 500 Value

Целевое значение: 2130

Ожидаемая доходность за 2025 год – 13%

Динамика акций компаний «стоимости» будет обусловлена, как мы предполагаем, восстановлением доходов традиционных секторов экономики (напр., энергетика и финансы). Среди ключевых драйверов мы выделяем отложенный эффект снижения процентных ставок, так как именно данные компании в первую очередь выигрывают от этого. Более того, акции данного сектора значительно отстали от технологического ралли, а как раз начавшееся смягчение ДКП должно снизить их финансовые расходы.

## S&P 400

Целевое значение: 3500

Ожидаемая доходность за 2025 год – 12%

Акции компаний средней капитализации, по нашим ожиданиям, в том числе будут выгодоприобретателями от улучшения финансовых условий в США, учитывая их более «циклическую природу», а также от активизации среднего бизнеса. Кроме того, средние компании могут предложить инвесторам баланс между высокими темпами роста и умеренным риском, что делает их привлекательными для добавления в портфель инвестора. Важно отметить, что компании данного сектора менее чувствительны к изменениям процентных ставок и экономическим шокам по сравнению с малыми компаниями. Что увеличивает их устойчивость в условиях экономической неопределённости.

## S&P 600

Целевое значение: 1530

Ожидаемая доходность за 2025 год – 8%

Наши прогнозы относительно компаний малой капитализации являются позитивными, так как они также должны выступить в качестве выгодоприобретателей от улучшения финансовых условий, однако высокая долговая нагрузка создаёт риски для сектора. Кроме того, снижение ожиданий участников рынка относительно прогнозируемого целевого значения ставки ФРС по итогам 2025 года значительно снизило оптимизм к данным компаниям. В текущей макроэкономической среде мы предпочитаем качественные активы из сегмента крупной и средней капитализации.

Рис. 11. Динамика индекса S&P Value (акции «стоимости»)



Рис. 12. Динамика индекса S&P 600 (компании средней капитализации)



Рис. 13. Динамика индекса S&P 600 (компании малой капитализации)

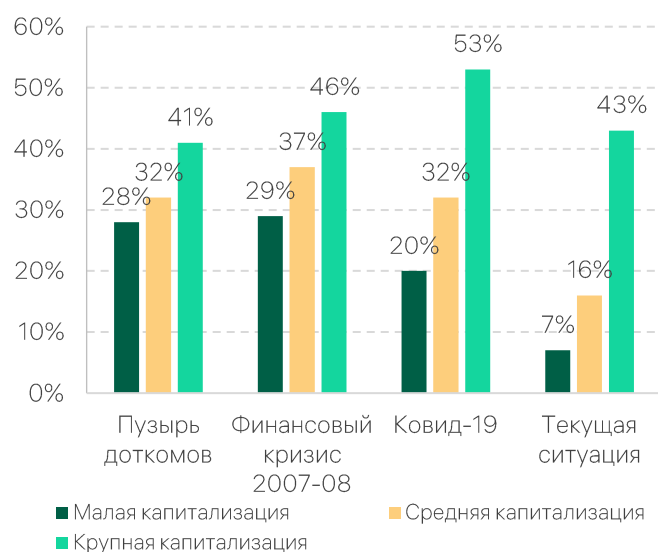


## Large, Mid, Small

Анализируя текущую долю убыточных компаний на основе разбивки на компании малой, средней и крупной капитализации, то, по оценкам JP Morgan, на конец ноября 2024 года только 7% компаний крупной капитализации остаются убыточными, в то время как в сегментах средней и малой капитализации их доля составляет 16% и 43% соответственно. Исторический анализ показывает, что компании с малой капитализацией демонстрируют наибольшую уязвимость в периоды экономических кризисов, как это было во время «Краха доткомов» («Dot-com bubble»), финансового кризиса 2007-2008 годов и кризиса, вызванного COVID-19. Текущая доля неприбыльных компаний как в сегменте крупной, так и средней капитализации, при сравнении с указанными периодами, существенно лучше, что указывает на их устойчивость в текущих экономических условиях. Компании малой капитализации остаются наиболее уязвимыми. Текущая доля убыточных компаний среди них сравнима с периодом «Краха доткомов» или же Мирового финансового кризиса.

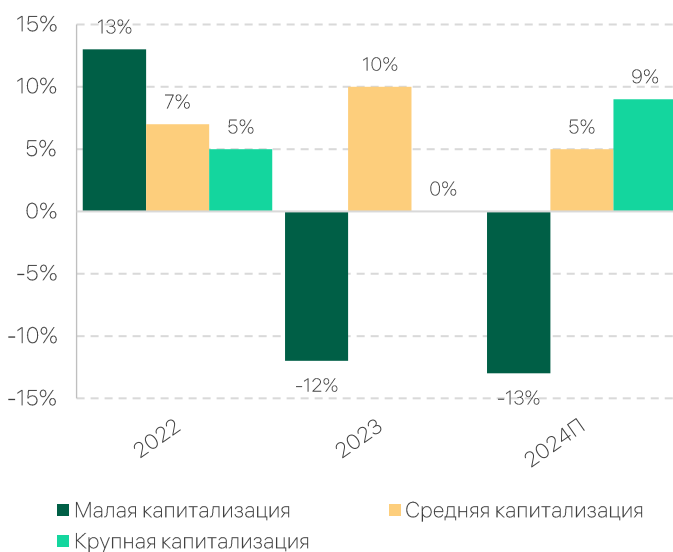
Дополнительно мы отмечаем, что по данным JP Morgan Asset Management, компании с малой капитализацией по результатам 2024 года продемонстрируют падение Pro-forma EPS (-13%). С другой стороны, компании крупной и средней капитализации продемонстрируют рост (9% и 5% соответственно). Безусловно, в пользу компаний малой капитализации может прозвучать тезис о резко возросшем индексе оптимизма малых предприятий, который по последним данным зафиксировал рост достиг 105.1 пункта в декабре 2024 года после 34 месяцев подряд значений ниже 50-летнего среднего (98 пунктов). Однако для себя мы отмечаем, что рост произошёл именно «мягких» данных (напр., ожиданий роста экономики или ожиданий роста продаж). С нашей точки зрения, смягчение ДКП наряду со здоровым, хоть и замедляющимся ростом экономики должно положительно сказаться на малом бизнесе, однако следует учитывать, что текущий оптимизм отражается лишь в ожиданиях. В том случае, если они не оправдаются и, к примеру, инфляция затормозит темпы снижения ставки ФРС – мы можем увидеть резкий их спад. Таким образом, несмотря на позитивные ожидания, мы остаемся осторожными и сохраняем нейтральный взгляд на малые компании.

Рис. 14. Процент неприбыльных компаний



Источник: JP Morgan Asset Management

Pro-forma EPS (г/г)

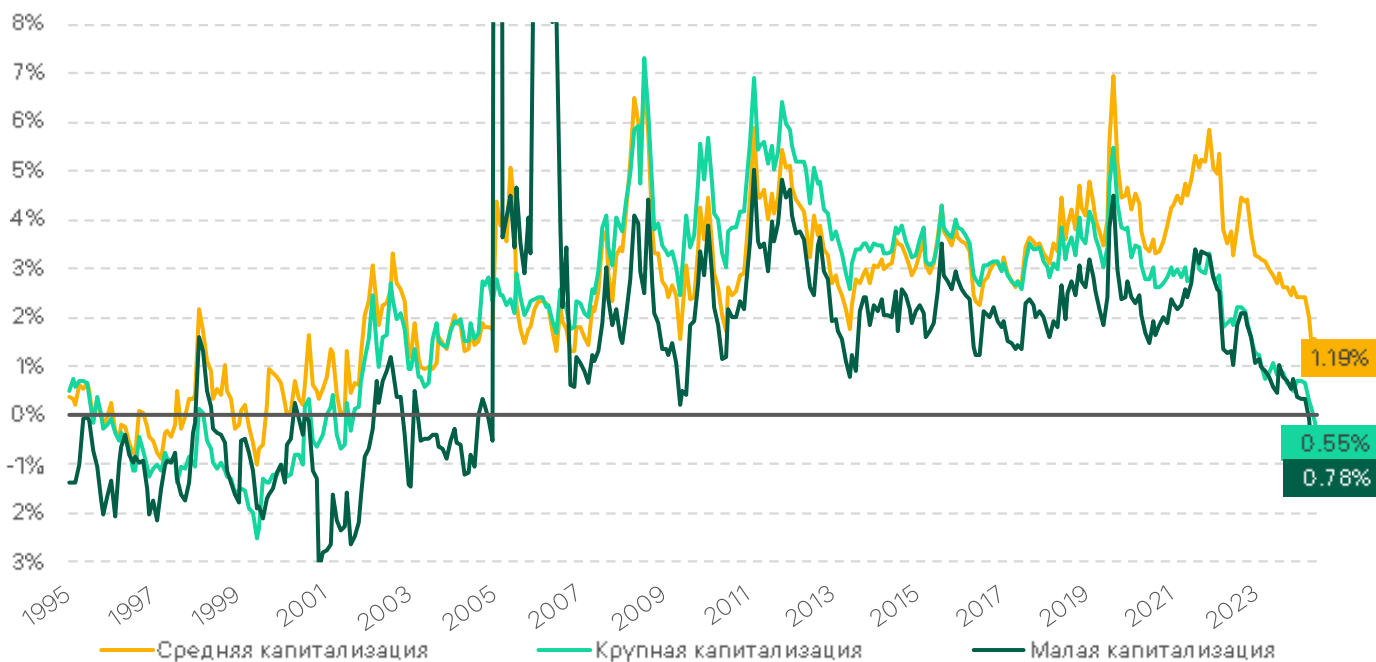


С учетом того, что компании средней капитализации продолжают демонстрировать более привлекательные показатели с точки зрения «премии за риск» (Equity Risk Premium)<sup>42</sup>, мы считаем их более привлекательными для инвестиций в ближайшие кварталы. Однако следует учитывать, что исходя из наших расчетов<sup>43</sup>, общий тренд с 2021 года показывает снижение ERP до значений близких к 0%, что указывает на минимальную или отрицательную дополнительную доходность по сравнению с безрисковыми активами. В данном случае наиболее интересным является тот факт, что компании малой и крупной капитализации имеют отрицательный ERP.

<sup>42</sup> Equity Risk Premium (ERP) — это показатель, который измеряет дополнительную доходность, которую инвесторы ожидают получить от акций по сравнению с безрисковыми активами, такими как казначейские облигации. Он отражает вознаграждение за принятие риска инвестирования в акции, которые обычно более волатильны и рискованны.

<sup>43</sup> Для расчетов мы использовали следующие индексы: крупная капитализация – S&P 500, средняя капитализация – S&P MidCap 400, малая капитализация – Russell 2000. Формула для расчета ERP:  $ERP = BEY - YTM$ , где BEY – Blended Earnings Yield (доходность, которую инвесторы ожидают получить от акций) или  $1/P$  (Forward P/E), YTM – Yield to Maturity (доходность 30-летних казначейских облигаций).

Рис. 16. Премия за риск (Equity Risk Premium)



Источник: Bloomberg, расчеты Halyk Finance

Таб. 11. Сравнение компаний с различной капитализацией

	Уменьшение экспозиции	Нейтральный взгляд	Увеличение экспозиции
US large-cap			● <sup>44</sup>
US mid-cap			●
US small-cap		○ <sup>45</sup>	

Наши предпочтения по-прежнему склоняются в сторону компаний средней и крупной капитализации, особенно в условиях базового сценария, предполагающего замедление темпов экономического роста. Несмотря на это, компании малой капитализации сохраняют привлекательность благодаря более высокому бета-коэффициенту и интересным оценкам. Однако учитывая значительные потенциальные риски, мы считаем целесообразным уделить этим компаниям гораздо меньшее внимание при формировании инвестиционного портфеля. В случае выбора более агрессивной стратегии и готовности принять на себя повышенный риск, можно рассматривать малые компании, однако этот шаг должен быть оправдан в рамках более высокорискованных инвестиций, ориентированных на более длинный временной промежуток нежели чем прогнозируемый.

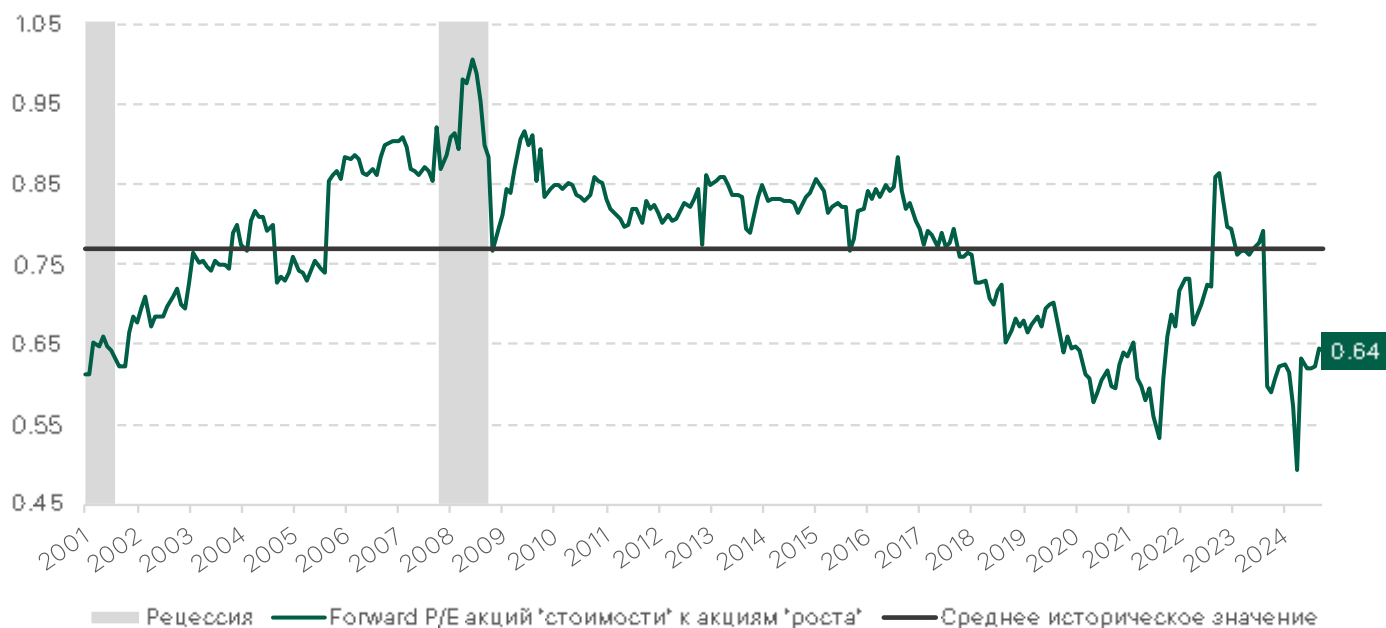
## Value vs Growth

На протяжении последних 12 месяцев акции «роста» продемонстрировали опережающую динамику, поддерживаемую энтузиазмом вокруг потенциального положительного эффекта искусственного интеллекта и сильного роста прибыли крупных технологических компаний. Мы предполагаем, что данный интерес к искусственному интеллекту будет сохраняться и дальше. Однако, с учетом текущей макроэкономической конъюнктуры, которую мы описываем в соответствующем разделе, мы предполагаем, что необходимо соблюдать баланс между акциями «роста» и «стоимости», с небольшим превалированием акций «стоимости». Однако еще раз подчеркнем важность включения как историй «роста», так и «стоимости», чтобы одновременно извлекать выгоду как из циклических, так и секулярных трендов. Мы по-прежнему уверены, что ИИ и связанные с ними инвестиции сохраняют долгосрочный потенциал. В то же время, акции «стоимости» продолжают торговаться с относительно низкими коэффициентами. Так, отношение Forward P/E акций «стоимости» к акциям «роста» все еще находится на низком уровне относительно динамики последних 24 лет (0.64x).

<sup>44</sup> Умеренно позитивный.

<sup>45</sup> Умеренно негативный.

Рис. 17. Forward P/E акций «стоимости» к акциям «роста»



Источник: Bloomberg

Дополнительно отметим, что нейтрально позитивный взгляд на акции «стоимости» связан с тем, что эти компании в первую очередь выигрывают от снижения процентных ставок. Более того, акции данного сектора значительно отстали от технологического ралли, а уже начавшееся смягчение ДКП должно снизить их финансовые расходы. Дополнительным стимулом для них будут выступать возможные корпоративные сокращения.

Однако мы подчёркиваем внимание на выборе именно высококачественных имён с сильными балансовыми показателями и стабильной прибылью.

Таб. 12. Сравнение компаний стоимости и роста

	Уменьшение экспозиции	Нейтральный взгляд	Увеличение экспозиции
US Value Stock			○ <sup>46</sup>
US Growth Stock		○	

<sup>46</sup> Нейтрально позитивный.



## Выбор секторов для инвестирования

В первом полугодии 2025 года мы видим высокие риски реализации стагфляционного сценария: замедление темпов экономического роста на фоне устойчивой инфляции. Учитывая ожидаемую макроэкономическую конъюнктуру и предполагаемую политику новой администрации США, мы выделяем несколько секторов, которые представляют наибольший интерес на первое полугодие 2025 года.

Сектор экономики	Комментарий
Энергетический сектор <span style="float: right;">●<sup>47</sup></span>	<p>Энергетический сектор, особенно нефтегазовый, традиционно остаётся одним из самых чувствительных к экономическим и политическим изменениям. В условиях замедления глобальной экономики и политики Трампа, ориентированной на стимулирование внутреннего производства и сокращение регулирования (традиционная риторика «Drill, baby, drill»), мы ожидаем, что upstream-компании энергетического сектора окажутся под давлением. Напротив, компании в сегменте mid-stream и нефтесервисные фирмы являются более стабильными и менее подверженными рискам в таких условиях. Эти компании выигрывают от долгосрочных контрактов и устойчивого спроса на транспортировку и хранение углеводородов, что делает их более привлекательными для инвесторов.</p> <p>Кроме того, политика Трампа, поддерживающая развитие энергетической инфраструктуры — включая расширение трубопроводных сетей и объектов хранения, а также ослабление экологических стандартов и регуляций — будет способствовать росту сектора.</p>
Материалов <span style="float: right;">●<sup>48</sup></span>	<p>Сектор объединяет в себе два противоположных аспекта. С одной стороны, он подвержен замедлению экономического роста. Кроме того, стабилизация темпов роста инфляции на высоких уровнях может привести к увеличению издержек на производство материалов. Ранее это часто компенсировалось высоким спросом со стороны Китая. Однако в текущем году мы наблюдаем рост запасов сырья, что дополнительно подчёркивает слабую экономическую активность. С другой стороны, сектор может извлечь выгоду от продолжения политики стимулирования инфраструктурных проектов и перераспределения ресурсов на ре-шоринг (возвращение производства в США).</p>
Промышленность <span style="float: right;">●</span>	<p>Политика Трампа, направленная на поддержку инфраструктурных проектов и снижение налогового бремени, создаст дополнительные возможности для роста компаний в данном секторе, особенно тех, которые ориентированы на внутренний рынок и инфраструктурные проекты. Важно также учитывать возможное влияние протекционистской торговли и тарифных барьеров на международную торговлю и зависимость от глобальных цепочек поставок. Интересны могут быть компании, которые поставляют строительную технику и оборудование, поставщики материалов и строительных компонентов.</p>
Технологический сектор и компании, работающие в сфере интернета <span style="float: right;">●</span>	<p>Технологический сектор продолжает оставаться одним из наиболее динамичных, несмотря на возможное замедление экономического роста, а также дополнительно выигрывает от налоговых сокращений, возобновления амортизации затрат на R&amp;D и ре-шоринга. Дополнительно мы выделяем возможные налоговые послабления в сфере R&amp;D. Однако торговые споры и возможные изменения на законодательном уровне (напр., отмена Закона о нейтральности интернета или Section 230) могут внести в это некоторые коррективы. В данном случае в качестве выгодоприобретателей мы выделяем производителей оборудования (для автоматизации, обработки и хранения данных и полупроводников).</p>

<sup>47</sup> ● — уменьшение экспозиции, ○ — нейтральный взгляд, ● — увеличение экспозиции.

<sup>48</sup> Умеренно негативный



Финансовый сектор ●	<p>Финансовый сектор, в первую очередь региональные банки и финансовые учреждения, будут выигрывать от инициатив в области дерегуляции и налоговых сокращений. Позиции крупных баков будут усилены за счет продолжения тренда 2024 года на M&amp;A. С учетом нашего базового макроэкономического прогноза стоит отдать внимание банкам с устойчивыми балансами и хорошей диверсификацией.</p>
Товары первой необходимости ○	<p>Сектор товаров первой необходимости включает в себя товары и услуги, которые являются базовыми для жизни и потребляются независимо от экономической ситуации. С учетом нашего макроэкономического прогноза представители данного сектора должны чувствовать себя относительно стабильно.</p>
Товары вторичного спроса ● <sup>49</sup>	<p>Сектор товаров вторичной необходимости включает товары и услуги, которые потребители начинают приобретать по мере роста их доходов и благосостояния. Он отличается высокой фрагментацией, что приводит к значительным различиям в ситуации в разных отраслях и подотраслях. Также важно отметить, что этот сектор сильно уязвим к изменениям тарифной политики, поскольку зависит от импорта и имеет ограниченные возможности для повышения цен.</p> <p>С точки зрения нашего базового сценария, данный сектор выглядит привлекательным. При этом стоит подчеркнуть, что выгодоприобретателями от изменений в политике новой администрации, таких как снижение налогов и поддержка внутреннего бизнеса, могут стать компании, ориентированные на локальный рынок и с локализованным производством.</p> <p>Так, к примеру, автомобильная промышленность может временно столкнуться с трудностями из-за возможных заявлений новой администрации о пересмотре тарифной политики (хотя мы считаем, что изменение эффективной ставки маловероятно). В то же время, локальный ресторанный бизнес выглядит перспективным и привлекательным.</p>
Коммунальный ●	<p>Компании данного сектора в США будут сохранять стабильность, особенно традиционные компании, такие как поставщики электроэнергии. Одним из положительных аспектов выступает рост энергопотребления, подкреплённый трендом развития искусственного интеллекта.</p>
Здравоохранение ● <sup>50</sup>	<p>Основными темами, требующими внимания, остаются бюджетные и финансовые вопросы, а также возможные изменения в сфере здравоохранения, которые будут зависеть от новых назначений и политического курса новой администрации. Неопределенность, связанная с политикой Трампа, продолжит оказывать влияние на волатильность рынка. Хотя отдельные отрасли, такие как дистрибьюторы, компании медицинского страхования и биотехнологические компании, могут продемонстрировать положительную динамику, общие перспективы сектора остаются неопределенными из-за непредсказуемости политической ситуации.</p>
Сектор недвижимости ○	<p>Сектор недвижимости США продолжает оставаться привлекательным для инвесторов, несмотря на текущие вызовы, такие как высокие ипотечные ставки, растущая инфляция и протекционистская политика нового президента. В сегменте инвестиционных фондов недвижимости выделяется многоквартирное жилье в штатах с ограниченным строительным разрешением, а также частные дома на юге страны, где предложение остается ниже спроса. В нежилом секторе приоритет отдается торговым помещениям и дата-центрам, при этом наблюдается тенденция к стабилизации рынка офисной аренды.</p>

<sup>49</sup> Умеренно позитивно.

<sup>50</sup> Умеренно негативный

# Наш взгляд на облигации

Наше мнение

## Облигации США

Победа Республиканской партии и сильные данные по рынку труда сдерживают ожидания по снижению ставки ФРС, поддерживая интерес к короткому отрезку кривой доходности Treasuries, где снижен риск реинвестирования под более низкие ставки. Средний отрезок также остаётся привлекательным благодаря оптимальному балансу риска и доходности. Вместе с тем, про-инфляционные риски новой администрации и сильная экономика ограничивают потенциал снижения доходностей на дальнем конце. Мы не рекомендуем тактическое увеличение дюрации, но текущие уровни доходностей продолжают оставаться очень привлекательными для долгосрочных инвесторов.

Среди корпоративных облигаций и облигаций суверенных эмитентов с развивающихся рынков в 2025 году, мы ожидаем схожий рост (6.5-7.5%) у облигаций корпоративных эмитентов «инвестиционного» и «спекулятивного» уровня, деноминированных в долларах США, (USD IG и USD HY). На фоне этого, мы отдаём предпочтение бумагам эмитентов с более высоким кредитным качеством, так как мы допускаем вероятность большего расширения спредов у HY бумаг, чем в нашем базовом сценарии, в случае резкого усиления «медвежьих» настроений. Долларовые облигации корпоративных и суверенных эмитентов с развивающихся рынков (USD EM) выглядят менее привлекательно. Их перспектива роста составляет 5-6% на фоне укрепления доллара и уязвимости к протекционистской политике новой административной администрации в США.

## Облигации еврозоны

Мы рекомендуем тактическое увеличение экспозиции на средний и дальний конец кривой на фоне избыточного роста доходностей с начала декабря 2024 года. С другой стороны, мы нейтрально смотрим на ближний конец, так как продолжающийся цикл снижения ставки ЕЦБ создаёт риск реинвестирования по более низким ставкам.

В корпоративном сегменте еврооблигаций мы не видим потенциала для дальнейшего сужения спредов. Наш взгляд на IG облигации остаётся нейтральным, с акцентом на нециклических эмитентов, минимально зависящих от экспорта в США. В сегменте HY ожидаем расширения спредов на 40-60 бп, что снижает его привлекательность относительно IG облигаций.

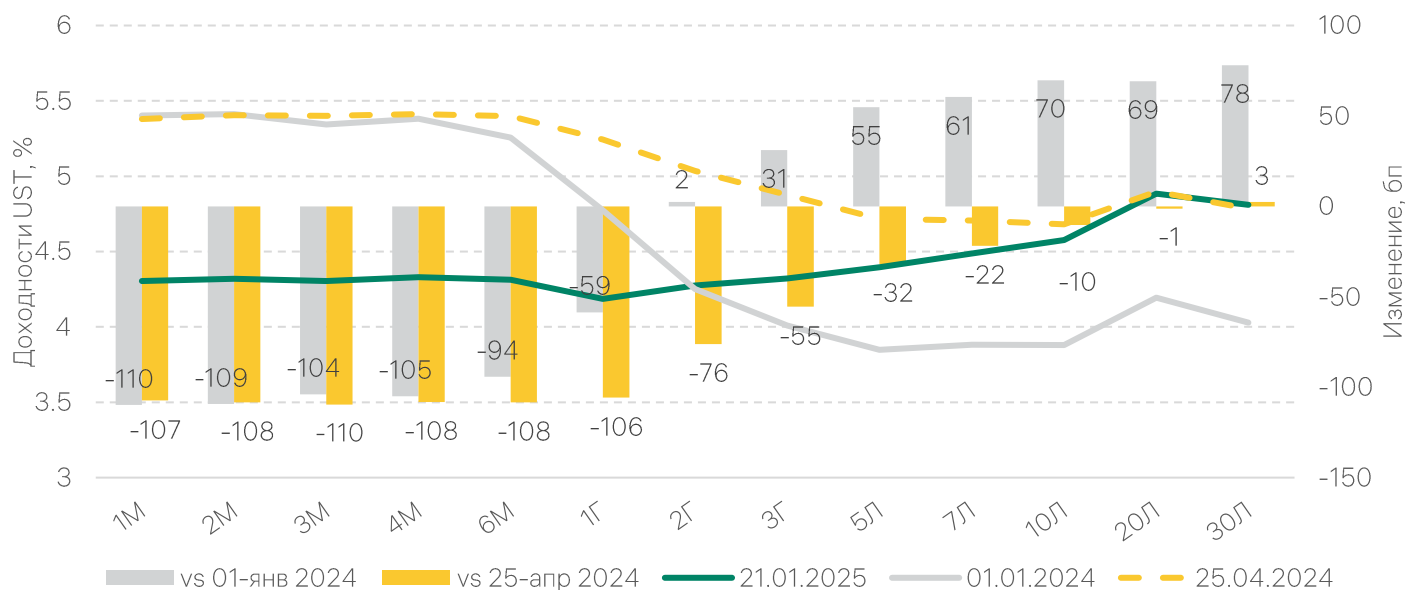
## Казначейские облигации США

В 2024 году рынок UST испытывал значительные колебания доходностей. В начале года доходности снизились на фоне ожиданий раннего смягчения политики ФРС благодаря дезинфляции. Участники рынка закладывали до шести снижений ставок до конца года. Однако в апреле более высокие, чем ожидалось, данные по инфляции и экономическому росту привели к усилению «медвежьих настроений», и кривая доходности достигла локального максимума. Таким образом, рынок начал закладывать сценарий «выше-дольше», пока в середине года серия слабых данных по инфляции (3-месячный базовый CPI на конец июля – 2.6% годовых, против 5.4% годовых на конец апреля) и ухудшение на рынке труда (уровень безработицы в июле – 4.2%, +0.2 пп м/м) заставили участников рынка пересмотреть свои ожидания в сторону более агрессивного и частого снижения ставок.

Однако решение о снижении ставки на 50 бп во время сентябрьского заседания FOMC стало неожиданностью для половины участников рынка (по данным CME FedWatch). Вкупе с улучшением данных по рынку труда за сентябрь и победой Республиканской партии во главе с Дональдом Трампом на выборах это привело к увеличению ожиданий ускорения экономического роста и темпов инфляции, что вызвало «распродажу» на рынке UST в октябре и ноябре. Прошедшее в середине декабря заседание ФРС ещё сильнее усилило «медвежий настрой» на рынке. Прогнозы ФРС на 2025 год оказались менее оптимистичными, чем в сентябре. Так, ожидания по дефлятору потребительских расходов (PCE) были пересмотрены в сторону повышения (с 2.1% до 2.5%), а ожидания по количеству снижений ставки в 2025 году были снижены с 3-х до 2-х. С другой стороны, из пресс-конференции Джерома Пауэлла стало ясно, что ослабление рынка труда больше не является угрозой, что было подтверждено публикацией данных по рынку труда за декабрь, неожиданно указавших на сокращение уровня безработицы. На фоне этого, участники рынка окончательно убедились, что на ближайших заседаниях ставка

снижена не будет и доходности по 10-летним нотам выросли до диапазона в 4.6%-4.7%. Единственной оптимистичной новостью для рынка UST за последние недели стала публикация данных по инфляции за декабрь, оказавшихся ниже ожиданий (базовый CPI +0.2% м/м против консенсус-прогноза +0.3% м/м).

Рис. 18. Кривая доходности US Treasuries и изменение в доходностях



Источник: Bloomberg

Таким образом, с начала 2024 года снижение доходностей произошло только на ближнем участке кривой доходности, а относительно внутригодовых максимумов, которые наблюдались в конце апреля, доходности снизились и на среднем участке. В сравнении с апрельскими значениями, для облигаций с погашением от 1 месяца до 2 лет снижение доходностей составило 76-110 бп, тогда как для бумаг со сроками от 3 до 7 лет снижение было менее значительным, в пределах 22-55 бп. На дальнем участке кривой доходности остались практически неизменными, за исключением 10-летних нот, доходность по которым снизилась на 10 бп. В результате, кривая доходности, начавшая год в инвертированном положении, стала приобретать нормализованную форму. Основным драйвером этого процесса стало снижение ближнего конца в ответ на начало цикла снижения ставки ФРС. Спред между 10-летними и 2-летними нотами также вышел из отрицательной зоны, где он находился последние два года (рисунок-19). Сейчас спред между 2-летними и 10-летними облигациями составляет 30 бп, и мы видим потенциал его расширения до 50 бп к концу 2025 года.

Рис. 19. Инверсия и ставка ФРС, %

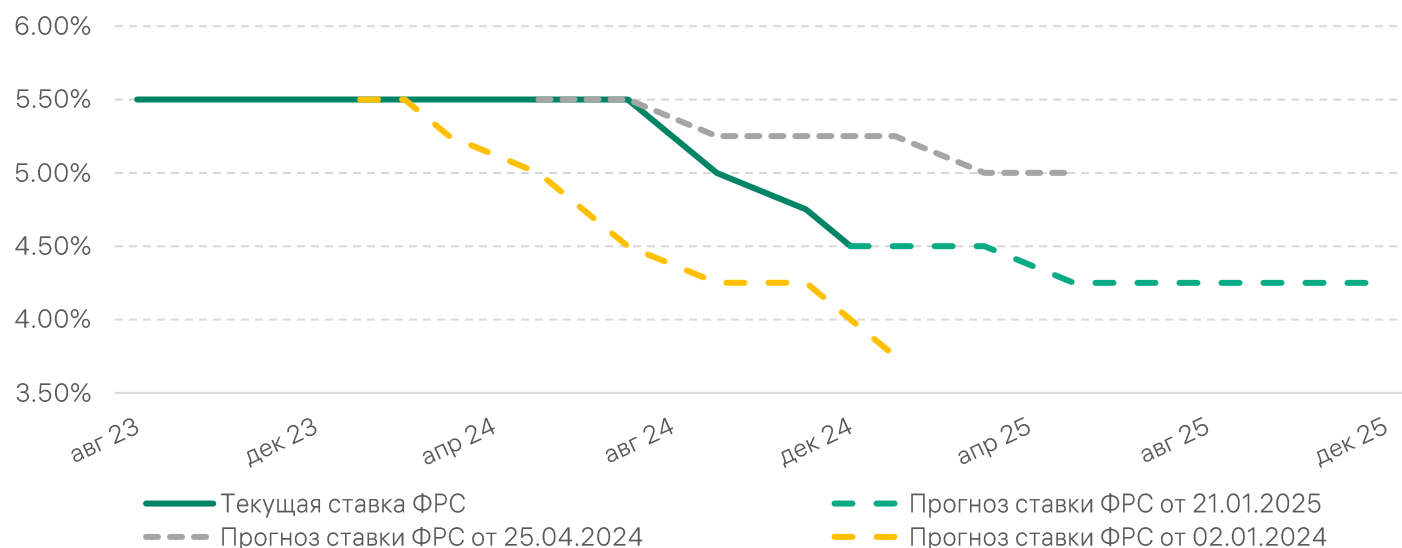


Источник: Bloomberg

В настоящий момент ожидания рынка предполагают 1 снижение за весь 2025 год, что ниже ожиданий участников FOMC. Мы также считаем траекторию, закладываемую рынком фьючерсов, слишком пессимистичной. Наш

базовый сценарий предполагает одно снижение на майском или июньском заседании, что подразумевает диапазон ставки ФРС в 4.00%-4.25% к концу первой половины года, и ещё одно снижение на 25 бп во второй половине года. На последнем заседании FOMC также были обновлены прогнозу по долгосрочному нейтральному уровню ставки ФРС, который теперь составляет 3.0% (против 2.9% в сентябре), однако мы предполагаем, что этот уровень теперь будет достигнут не раньше 2027 года.

Рис. 20. Траектория снижения ставки, заложенная рынком фьючерсов



Источник: CME FedWatch Tool

На протяжении года, ближний конец кривой продолжит снижаться вслед за снижениями ставки, поскольку данный участок является её производной. Наш базовый сценарий с одним снижением ставки предполагает пропорциональное снижение доходностей по данному участку на 20-25 бп в первой половине года. Средний конец, по нашему мнению, тоже имеет потенциал для корректирования на 10-20 бп к концу первой половины года. С другой стороны, мы считаем, что про-инфляционные риски новой администрации всё ещё сохраняются, что подтверждается в обновлённых прогнозах FOMC. В связи с этим мы предполагаем, что в первой половине года 10-летние UST продолжают торговаться в диапазоне 4.3%-4.6%. В ближайшие несколько месяцев на рынке могут наблюдаться эпизодические «распродажи» в ответ на политические решения Дональда Трампа или новые экономические данные, указывающие на более сильное состояние рынка труда или устойчивую инфляцию. Это будет возвращать доходности к верхней границе указанного нами диапазона или даже за его пределы.

Основываясь на нашем базовом сценарии с двумя снижениями ставки ФРС и прогнозируемом спреде между 2-ух и 10-и летними нотами в 50 бп, и если сделать предположение, что 2-ух летние ноты будут торговаться вблизи ставки ФРС, то мы выйдем на целевое значение по 10-летним нотам 4.4%-4.5% к концу года. На основе этого, мы не считаем тактическое увеличение дюрации уместной стратегией на предстоящий год. Однако текущий уровень доходности по дальнему концу является очень привлекательным, в сравнении с уровнями, наблюдавшимися на протяжении всего прошлого десятилетия, и мы имеем положительный взгляд на увеличение дюрации для долгосрочных инвесторов.

Риском для нашего прогноза является значительное улучшение картины по инфляции или резкое ослабление рынка труда, что может заставить ФРС вновь ускорить темпы снижения ставок, а участников рынка – пересмотреть ожидание роста экономики в сторону замедления. Это приведёт к снижению доходностей по всей кривой. Тем не менее, это не является нашим базовым сценарием.

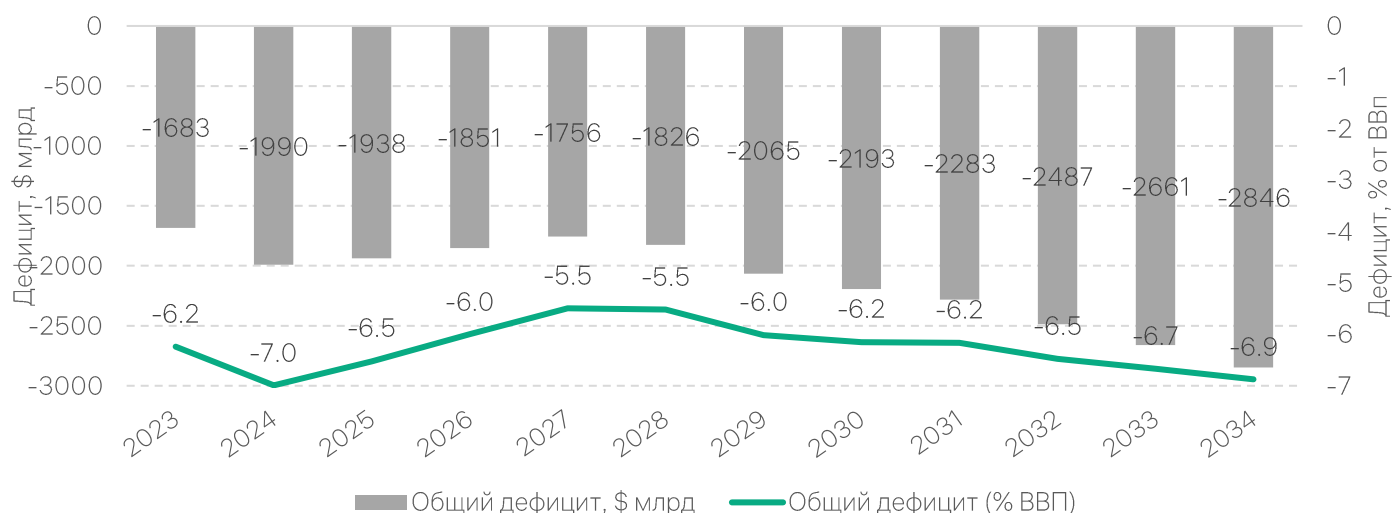
### Влияние количественного ужесточения и бюджетного дефицита на доходности US Treasuries

Количественное ужесточение («Quantitative Tightening» или «QT») – это процесс, который предполагает продажу ценных бумаг с баланса ФРС. По сути, это сокращение денежной массы и способ изъятия ликвидности из системы. Последняя программа по количественному ужесточению была начата в июне 2022 года. С сентября того же года ФРС сокращал баланс на \$95 млрд в месяц. Из этого на \$60 млрд в месяц продавали US Treasuries, а на остальные \$35 млрд MBS («Mortgage-backed securities» или ипотечные ценные бумаги). В начале мая этого года было объявлено о том, что темп продажи UST с июня будет снижен на \$35 млрд и составит \$25 млрд в месяц, а продажи MBS останутся неизменными. За 2024 г. баланс ФРС уже снизился на \$662 млрд, по прогнозам в 2024 году совокупный объем активов в портфеле SOMA сократится примерно на \$800 млрд. Мы считаем, что данная

программа продлится до конца первого квартала 2025 года, и её окончание снизит давление на цены облигаций, становясь попутным ветром для снижения доходностей. Кроме того, после завершения программы QT, ожидается, что все погашения MBS будут реинвестированы в UST, около \$15 млрд в месяц, начиная со второго квартала 2025 г., учитывая долгосрочную цель ФРС — перейти к балансу, состоящему только из казначейских ценных бумаг. Мы видим возможность уклона в сторону сокращения дюрации портфеля ФРС, учитывая, что как минимум пять членов FOMC, включая председателя и других, выразили поддержку сокращению дюрации баланса ФРС, усиливая потенциал снижения доходностей для облигаций с короткими сроками погашения.

Однако даже после завершения программы QT, прогноз по бюджетному дефициту США в ближайшие годы (на уровне 6–6.5% ВВП) предполагает устойчивый рост объема выпущенных UST. Дефицит федерального бюджета достиг \$1.83 трлн и остается на исторически высоких уровнях (более 6% ВВП). Согласно прогнозу Congressional Budget Office (далее - «CBO»), которые основываются на текущем законодательстве, дефицит бюджета расширится до \$1.9 трлн в FY25 (рисунок 21). Победа Республиканской партии на выборах создала риски дальнейшего увеличения бюджетного дефицита, и по оценке Комитета за ответственный федеральный бюджет (Committee for a Responsible Federal Budget) план избранного президента Трампа увеличит долг на дополнительные \$7.75 трлн к FY35. Таким образом, годовые дефициты увеличатся относительно базового сценария CBO, начиная с FY26. Отмечаем, что существует высокая степень неопределенности относительно деталей налогового пакета, который заменит TCJA 2017 г. Казначейство сможет сохранять текущие объемы номинальных аукционов до осени 2025 г., а затем, учитывая масштаб ожидаемого дефицита финансирования, начнет цикл увеличения объема аукционов.

Рис. 21. Дефицит фискального бюджета США



Источник: Bloomberg

## Наш взгляд на дюрацию

Таб. 13. Взгляд на дюрацию

Дюрация		Комментарий
Длинные (8 лет и больше)	○ <sup>51</sup>	Мы не видим значимых катализаторов для снижения доходностей по данному участку на горизонте в 6 месяцев. Напротив, как мы отмечали выше, неопределённость касаясь политики новой администрации и создаваемые ею про-инфляционные риски будут способствовать сохранению доходностей в диапазоне 4.3%-4.6%. В связи с этим мы придерживаемся нейтрального взгляда на данный сегмент. Однако, мы считаем нужным подчеркнуть, что для долгосрочных инвесторов, текущий уровень доходностей является очень привлекательным. Поэтому, на долгосрочном горизонте, мы сохраняем положительный взгляд на данный сегмент.

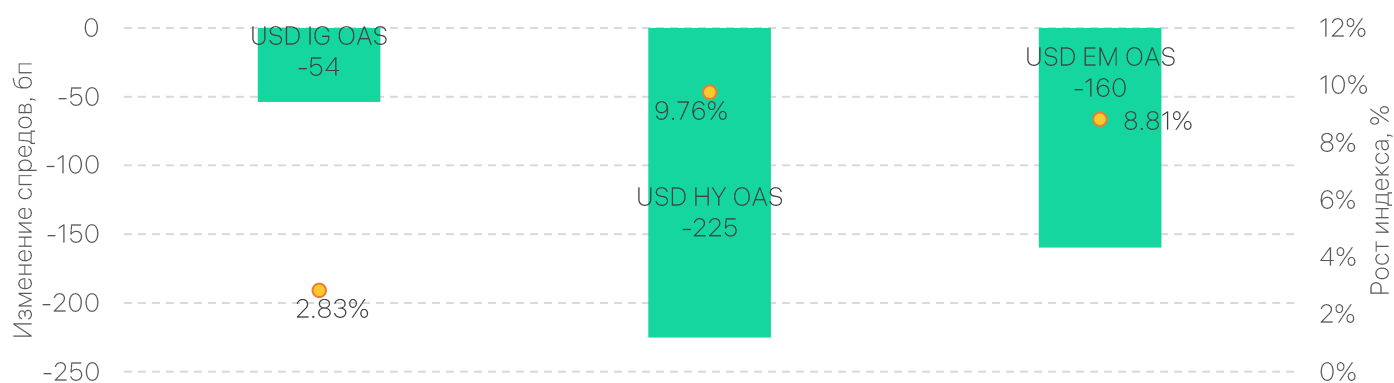
<sup>51</sup> ● – уменьшение экспозиции, ○ – нейтральный взгляд, ● – увеличение экспозиции.

Дюрация			Комментарий
Средние (от 3-х до 7 лет)		●	Мы считаем средний сегмент наиболее привлекательным в данный момент. Помимо, в целом, привлекательных уровней доходности на данный момент, мы также видим потенциал снижения доходностей на участке от 3-х до 7-и лет на 10-20 бп. Более того, средний конец является отличным хеджем против резко «медвежьих» настроений на рынке, так как они будут 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 считаем, что инвестирование в ближний конец вновь актуально. Доходности по нему остаются привлекательными, и он, являясь производной от ставки, наименее уязвим к «медвежьим настроениям» на рынке. А риск реинвестирования по более низким ставкам в будущем теперь значительно ниже, на фоне более медленных темпов снижения ставки ФРС. Однако, несмотря на сохраняющиеся относительно высокие доходности на ближнем конце, наш взгляд на этот сегмент остаётся нейтральным. Мы считаем, что другие участки кривой представляют более привлекательные возможности ввиду недавних ценовых коррекций и завершившейся инверсии.

## USD облигации корпоративных и суверенных эмитентов

С начала 2024 года совокупная доходность по высокодоходным (HY) облигациям превысила показатели бумаг инвестиционного уровня (IG) (рисунок-22). Это произошло благодаря более значительному сужению спредов – на 225 бп для HY бумаг против 54 бп для IG. Бумаги развивающихся рынков (EM) тоже превзошли IG бумаги: индекс вырос на 8.8%, а спреды сузились на 160 бп. Это указывает на усиление аппетита к риску среди инвесторов, которые стремились зафиксировать более высокую доходность в сегментах HY и EM облигаций. Такая динамика отражает их возросшую уверенность в стабилизации макроэкономической ситуации и снижение опасений относительно рецессии, что способствует снижению вероятности дефолтов за счёт положительного влияния на платёжеспособность более рискованных эмитентов.

Рис. 22. Изменения в спредах и доходностях корпоративных облигаций

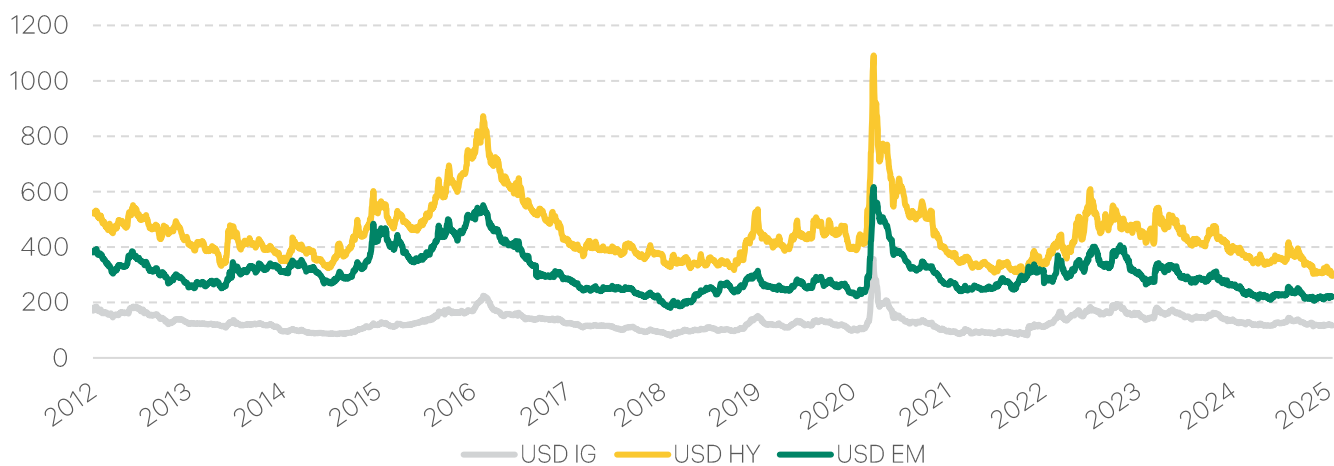


Источник: Bloomberg

В настоящий момент многие корпоративные облигации торгуются с крайне узким спредом даже по историческим меркам. OAS (Option-adjusted spread) по USD HY (United States Dollar High Yield) находится в 0-м перцентиле с 2012 года, то есть на своих минимальных значениях. Аналогичную картину можно наблюдать и по облигациям USD EM (United States Dollar Emerging Markets), спреды которых находятся на 7-м перцентиле. Единственный класс активов, отличающийся от остальных – это USD IG (United States Dollar Investment Grade), который находится на 38-м перцентиле, даже несмотря на исторически узкие спреды по бумагам эмитентов из США, находящиеся на 1-м перцентиле за аналогичный период.



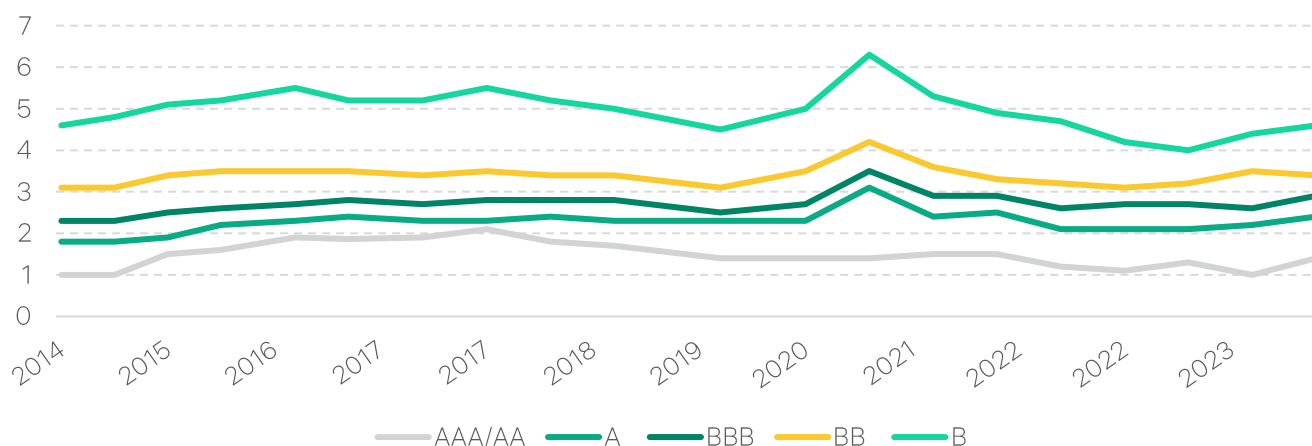
Рис. 23. Динамика кредитных спредов по облигациям, деноминированным в долларах США



Источник: Bloomberg

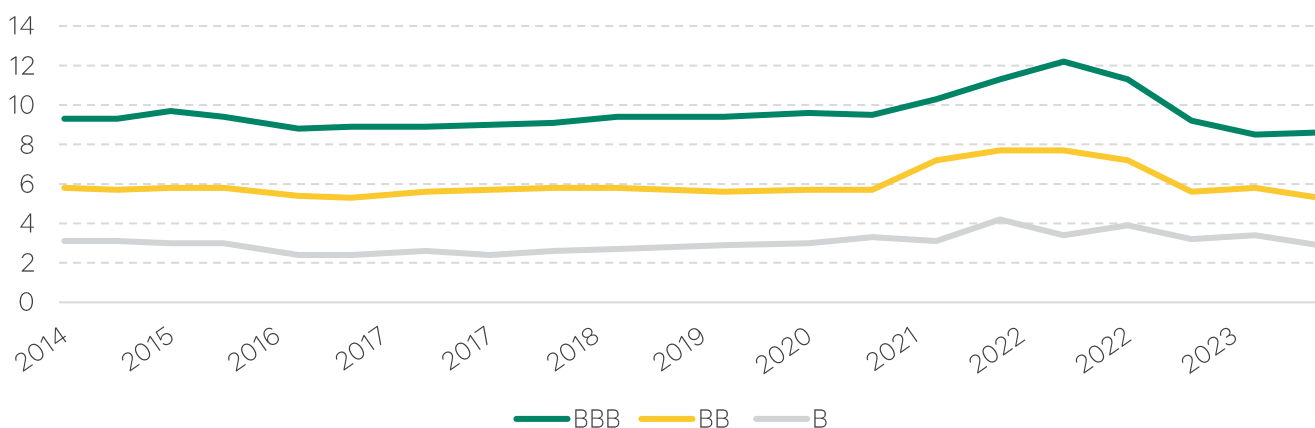
Фундаментальные показатели эмитентов продолжают оставаться комфортными, несмотря на прошедший цикл повышения ставок. За период с его начала кредитное качество эмитентов в среднем не продемонстрировало значительного ухудшения и продолжает находиться на среднеисторическом уровне почти во всех рейтинговых категориях. Расходы на обслуживание долга прилично выросли, но вместе с этим растёт и прибыль эмитентов, поэтому их способность обслуживать долг находится на среднеисторических уровнях и пока не вызывает беспокойства.

Рис. 24. Соотношение Total Debt/EBITDA по глобальным корпоративным эмитентам в разных рейтинговых категориях



Источник: Bloomberg Intelligence

Рис. 25. Соотношение EBITDA/Interest expense по глобальным корпоративным эмитентам в разных рейтинговых категориях



Источник: Bloomberg Intelligence

## Наш взгляд на USD IG облигации

Мы считаем, что данный класс корпоративных облигаций может продолжить свой рост в 2025 году. Как было отмечено выше спреда по USD IG бумагам в целом находятся довольно далеко от своих минимумов. Даже среди бумаг американских эмитентов в прошлом были эпизоды, когда спреды сужались ещё сильнее. Например, в середине 1997 года OAS по US IG бумагам находился на уровне 50-55 бп, что указывает на потенциал для сужения ещё на 20-25 бп от текущих уровней. На фоне этого, мы видим перспективу снижения спредов ещё на 5-10 бп. Макроэкономическая ситуация, в целом, остаётся благоприятной, а общий уровень доходностей IG облигаций останется привлекательным, что должно способствовать сохранению сильного спроса со стороны инвесторов. Однако, мы воздерживаемся от более оптимистичных прогнозов в связи с рисками, создаваемыми агрессивной торговой политикой новой администрации в США и негативным влиянием сильного доллара США на платёжеспособность иностранных эмитентов.

## Наш взгляд на USD HY облигации

Мы придерживаемся более осторожного взгляда на HY сегмент. Как и в случае с IG сегментом, макроэкономические условия должны способствовать сохранению кредитных метрик в их текущих диапазонах, а совокупная доходность остаётся привлекательной для инвесторов. Однако, у нас менее оптимистичный взгляд на текущий уровень спредов, находящийся на историческом минимуме, и мы допускаем возможность его расширения на 30-40 бп в следующем году. HY эмитенты могут оказаться более чувствительными к торговой политике новой администрации в США, а потенциальный рост объёма сделок по слиянию и поглощению (M&A), преимущественно благодаря более лояльной к сделкам Федеральной Торговой Комиссии в США и более низким ставкам в Европе, может оказывать негативное влияние на кредитное качество компаний, если сделки будут финансироваться за счёт выпуска нового долга.

## Наш взгляд на USD EM облигации

По нашему мнению, исход выборов в США оказал негативное влияние на облигации эмитентов с развивающихся рынков. Если намерения Дональда Трампа по введению тарифов будут реализованы, это приведёт к замедлению темпов роста экономик развивающихся стран. Это может привести к перераспределению денежных средств инвесторов в пользу американских активов, приводя к росту доходностей облигаций EM сегмента. Укрепившийся курс доллара США также является негативным фактором для платёжеспособности как корпоративных эмитентов, основная доля выручки которых приходится на иные валюты, так и для суверенных эмитентов. В связи с этим, мы считаем, что наиболее правильным подходом в данной ситуации будут точечные инвестиции в бумаги эмитентов, значительная доля выручки которых приходится на доллары США или которые имеют эффективные хеджирующие инструменты для управления валютными рисками, а также суверенных эмитентов со стабильным уровнем инфляции местной валюты и обширными запасами долларов США.

## Наш взгляд на кредитный риск

Таб. 14. Взгляд на корпоративные облигации<sup>52</sup>

Класс		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 6.5%-7.5% на основе прогнозируемого нами снижения доходности индекса на 23 бп (-16 бп по UST и сужения спредов на 7 бп).

<sup>52</sup> 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).

Класс		Комментарий
USD HY	○	<p>Как нами было отмечено выше, спреды по данным облигациям находятся на исторических минимумах, и мы допускаем вероятность их расширения в предстоящем году под влиянием политических рисков и менее «дружелюбных» для кредитного качества сделок M&amp;A. На основе этого, мы прогнозируем расширение спредов на 30–40 бп, что приведёт к совокупной доходности индекса в 6.5%–7.5%. Текущие уровни доходности выглядят привлекательными для инвесторов, однако мы сохраняем нейтральный взгляд на эмитентов данного класса. Это связано с тем, что ожидаемая доходность HY облигаций в настоящее время лишь незначительно превышает доходность IG бумаг. При этом 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, в сравнении с нашим базовым сценарием.</p>
USD EM	○	<p>Корпоративные эмитенты с развивающихся рынков будут наиболее чувствительны к протекционистским изменениям в торговой политике США. В случае полномасштабной торговой войны между США и Китаем, азиатские компании могут оказаться самыми уязвимыми. Также, как мы писали выше, платёжеспособность компаний и эмитентов с развивающихся рынков может пострадать из-за укрепившегося курса доллара. Наконец, спреды по бумагам данных эмитентов находятся довольно близко к своим историческим минимумам, и мы считаем, что, на фоне вышеописанных факторов, они могут расширяться на 15–25 бп в следующем году. В связи с этим, мы ожидаем совокупную доходность по данному классу в 5.0%–6.0%, что делает данный класс наименее привлекательным для нас. Однако, как и в случае с USD HY, текущая доходность к погашению по индексу в 6.6% является привлекательной, и мы сохраняем нейтральный взгляд на этот класс.</p>

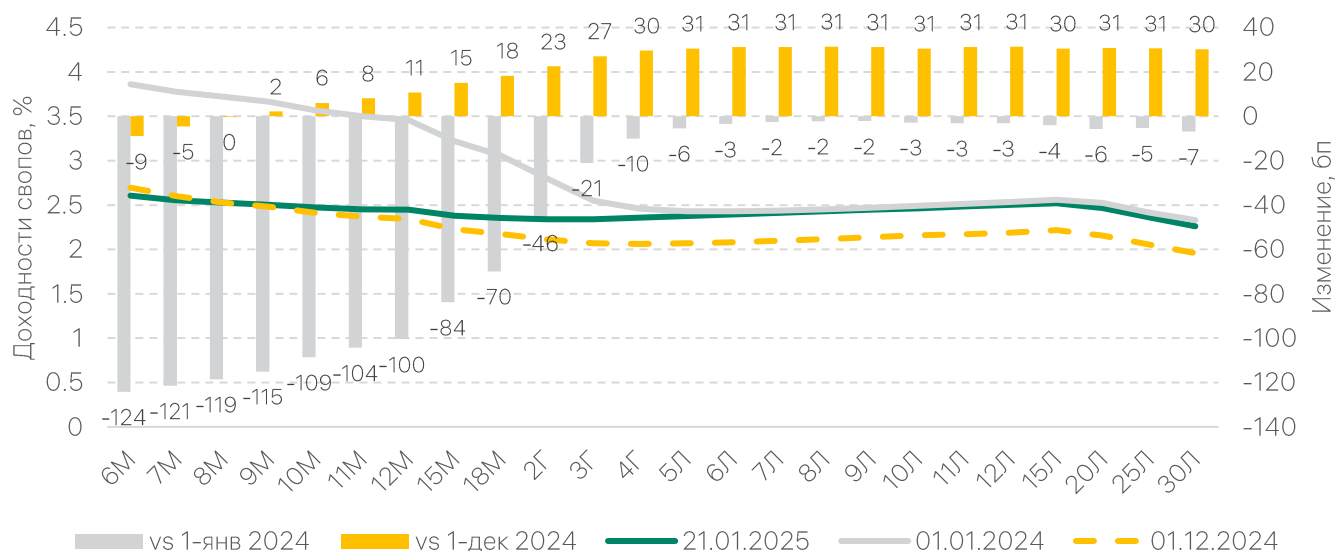
## Облигации еврозоны

### Кривая свопов в евро

Своп-кривая по евро на данный момент имеет слегка инвертированную форму. С начала года доходности скорректировались только на ближнем отрезке (до 2-ух лет). Это связано с тем, что в этом году в еврозоне не было скачка инфляции, как в США. Этот фактор развязал руки ЕЦБ, и он опередил ФРС в гонке по снижению ставки. На данный момент процентная ставка ЕЦБ составляет 3.15%, и мы считаем, что её снижение продолжится пока не будет достигнут терминальный уровень в 1.75% во второй половине года, что подразумевает снижение на 150 бп или одно снижение на 25 бп на каждом заседании. Исход выборов в США привёл к увеличению опасений по темпам экономического роста еврозоны на фоне неопределённости касательно торговой политики новой администрации. И хотя мы оцениваем вероятность введения прямых тарифов на страны еврозоны как низкую, мы допускаем, что реализация этого сценария может сподвигнуть Европейский Центральный Банк на ускорение темпов снижения ставки для поддержания экономики.

Несмотря на то, что цикл снижения ставок уже был начат, стратегия, которая подразумевает покупку длинных бумаг и увеличение дюрации всё ещё остаётся актуальной, благодаря резкому росту доходностей с начала декабря 2024 года. С тех пор доходности по длинным бумагам выросли на 25–30 бп, что было вызвано, по нашему мнению, «распродажей» UST. Однако, мы считаем, что это идёт вразрез с текущей макроэкономической картиной. В связи с этим, мы считаем, что прошедшая «распродажа» предлагает привлекательную возможность для тактического увеличения дюрации с перспективой снижения доходностей на 30–35 бп. Мы также положительно смотрим на средний конец, так как доходности по нему за прошедший месяц также выросли на 30–40 бп и мы ожидаем, что они тоже вернуться к своим прежним уровням, а затем продолжат снижение, вслед за ближним концом. С другой стороны, покупка ближнего конца не сулит большую выгоду, поскольку у инвестора с длинным инвестиционным горизонтом возникает риск реинвестирования по более низким ставкам. Однако, мы отмечаем, что в краткосрочной перспективе, доходности на этом отрезке снизятся сильнее, чем на двух других, что делает его привлекательным для краткосрочных инвесторов, особенно в случае резкого смягчения монетарной политики ЕЦБ. В связи с этим, наш взгляд на данный сегмент – нейтральный.

Рис. 26: Кривая свопов в евро (левая ось, в %) и изменение в доходностях (бп)

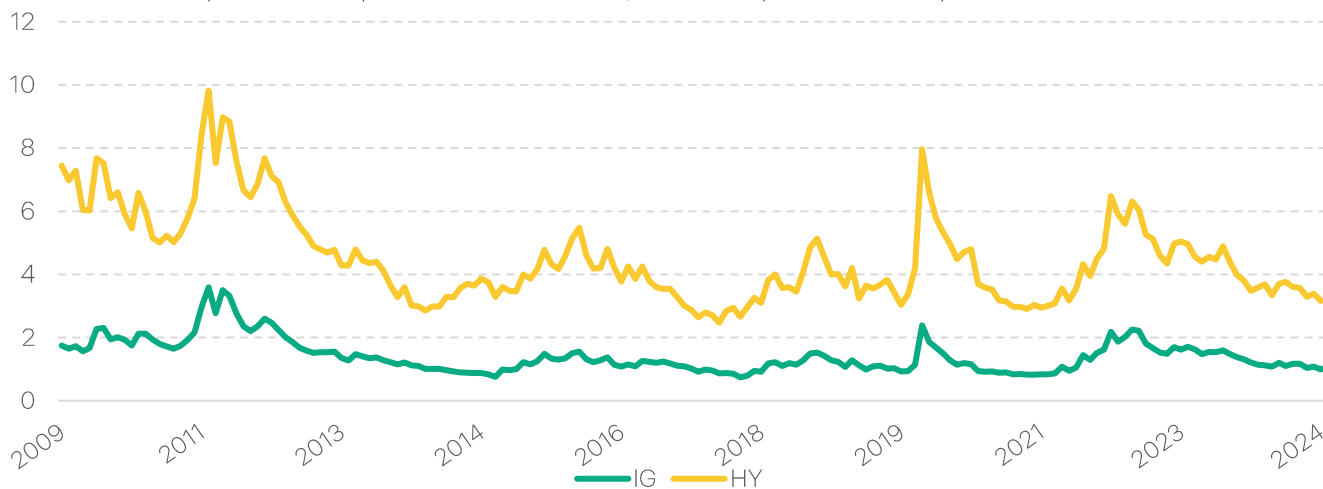


Источник: Bloomberg

### Корпоративные облигации

Спреды по корпоративным облигациям, деноминированным в евро, сильно сузились и торгуются близко к своим историческим минимумам (как по IG, так и по HY). В прошлом наблюдались эпизоды, когда спреды по обоим классам облигаций достигали более узких значений, например в 2014-2015 годах (EUR IG) или в 2017-2018 годах (EUR IG и EUR HY). Однако, в настоящий момент, мы видим мало перспектив для дальнейшего сужения, на фоне неопределённости по торговой политике США, а также относительно слабого роста европейской экономики. В связи с этим, у нас нейтральный взгляд на бумаги EUR IG эмитентов, при этом, мы отдаем предпочтение облигациям компаний из нециклических секторов с высоким кредитным качеством (рейтинг A и выше). Для минимизации негативного эффекта в случае введения тарифов со стороны США мы также рекомендуем сократить экспозицию на облигации компаний, большая часть выручки которых приходится на экспорт в США. С другой стороны, у нас более негативный взгляд на бумаги из HY сегмента. Мы считаем, что есть вероятность расширения их спредов на 40-60 бп на фоне давления торговой политики, а также возможного увеличения сделок M&A, что может оказать негативное влияние на фундаментальные показатели.

Рис. 27: Динамика кредитных спредов по облигациям, деноминированным в евро



Источник: Bloomberg

# Секторальный анализ

## Сектор информационных технологий

Арыстан Байбатшаев  
Старший аналитик Департамента Торговых Идей

### Наше мнение

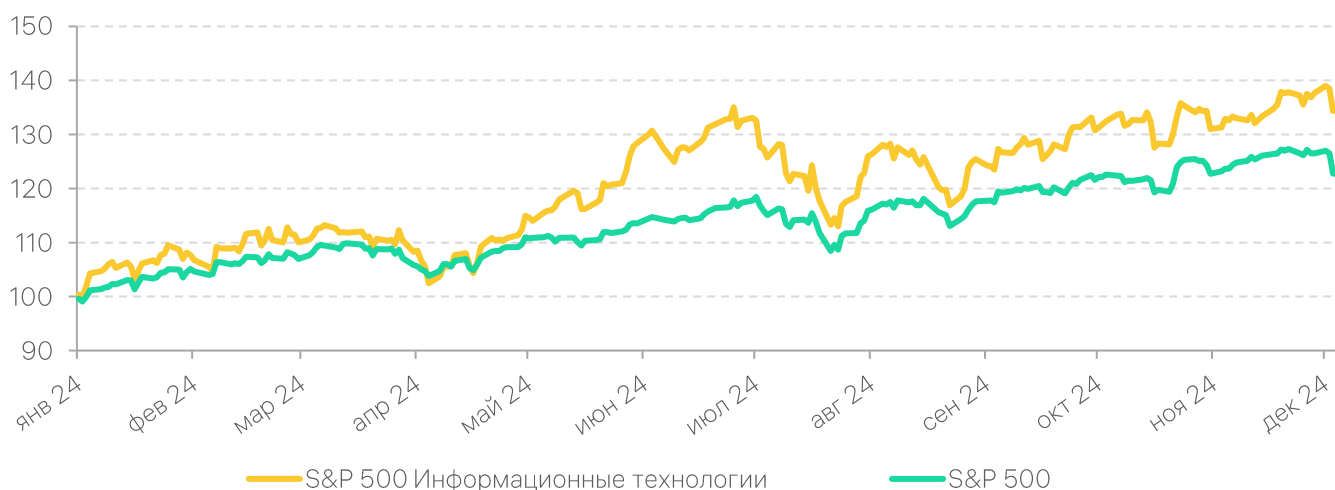
По нашему мнению, рост большинства компаний сектора информационных технологий продолжится вне зависимости от текущего этапа бизнес-цикла. В них входят отрасли производства полупроводников, электронного и технологического оборудования, а также часть подотраслей ИТ услуг и программного обеспечения которые наиболее восприимчивы к внедрению технологий на основе машинного обучения. В остальном компании остаются достаточно уязвимыми к тренду на сокращение ИТ расходов у корпоративных клиентов и низкий спрос на электронику у потребителей. По данной причине отдельные отрасли следуют тренду на консолидацию.

Это происходит, потому что каждая отрасль растет в ответ на увеличивающийся спрос на технологии, сокращающие затраты компаний. Самым многообещающим трендом в секторе стало развитие ИИ технологий, оказавшее наиболее сильное влияние на рынок полупроводников, и услуг «облачного вычисления».

- **Искусственный интеллект и этапы его развития.** Искусственный интеллект и весь сегмент ИТ связанный с машинным обучением продолжает развитие, которое можно описать в три этапа – инфраструктура, платформы и приложения. Если создание инфраструктуры для развития ИИ уже прошло начальные этапы, благодаря наличию «фундамента» из существующих облачных дата-центров, то платформы и приложения только начали появляться.
- **Кибербезопасность: первая волна консолидации на рынке программного обеспечения и ИТ услуг.** Рынок кибербезопасности ускоряет консолидацию благодаря новым регуляторным нормам, технологическим прорывам и росту генеративного ИИ. Лидеры, такие как Microsoft и Palo Alto Networks, укрепляют позиции, расширяя инновационные решения.

В 2024 году компании, работающие в сфере информационных технологий, продемонстрировали значительный рост, который не всегда согласуется с традиционными представлениями об экономических циклах. Даже несмотря на замедление экономики в 2022 и 2023 годах, этот сектор продолжал активно развиваться. Такой высокий темп роста во многом обусловлен деятельностью ведущих компаний в области информационных технологий. Искусственный интеллект остаётся одним из ключевых направлений, привлекающих внимание инвесторов. Его текущие инновации – результат многолетних и дорогостоящих исследований. В течение 2024 года индекс S&P 500 ИТ продемонстрировал рост более чем на 34%. Это было связано с успехами таких компаний, как Apple (+28.2%), Microsoft (+18.6%), Google (+25.7%) и Nvidia (+180.3%). Последняя вошла в число крупнейших компаний, превысив капитализацию в \$3 трлн, после успешной презентации новых технологических продуктов, предназначенных для разработки искусственного интеллекта.

Рис. 28. Изменение индекса ИТ сектора в составе S&P 500 и самого индекса



Источник: Standard & Poor's

**Искусственный интеллект и этапы его развития.** Искусственный интеллект – одна из самых важных технологий нашего времени, которая меняет подход к бизнесу, науке и повседневной жизни. Он развивается в трёх основных направлениях: создание инфраструктуры, разработка платформ и внедрение приложений.

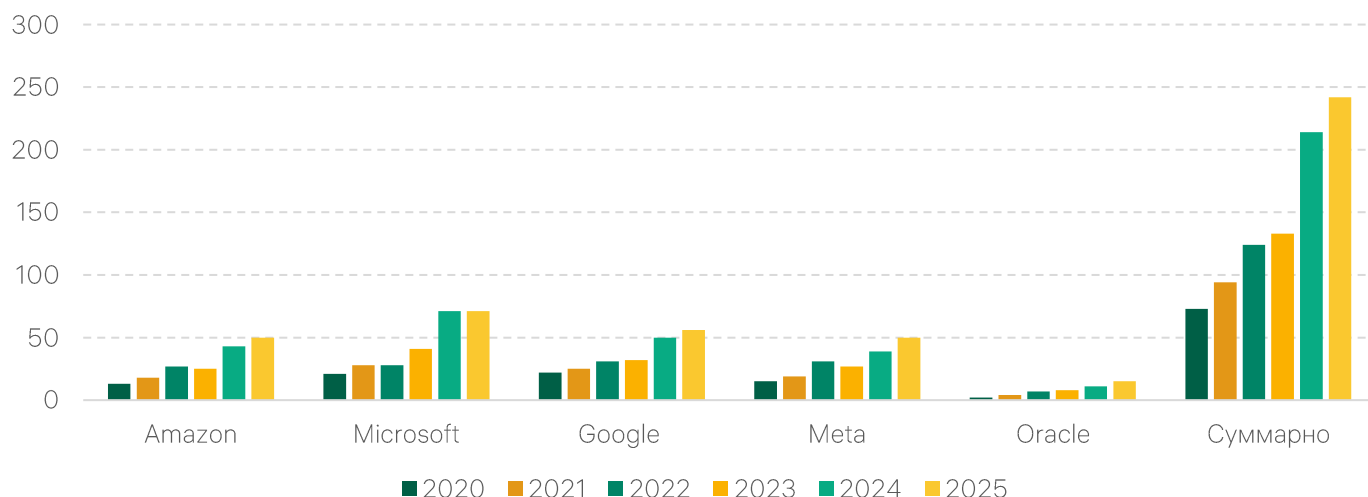
Для развития искусственного интеллекта необходима соответствующая вычислительная инфраструктура, которая обеспечивает обучение и работу моделей. Крупные IT-компании, такие как Microsoft, Google и Amazon, активно инвестируют в развитие центров обработки данных, закупку специализированных графических процессоров (GPU) и создание суперкомпьютеров. Среди компаний, работающих в этой сфере, выделяется Nvidia. Она занимает ведущие позиции в производстве графических процессоров для искусственного интеллекта. Эти процессоры обеспечивают эффективное обучение сложных нейронных сетей, что делает их незаменимыми в области ИИ.

По прогнозам Goldman Sachs, к 2025 году общие затраты на развитие искусственного интеллекта достигнут 200 миллиардов долларов. Это значительно превышает объёмы инвестиций на ранних этапах развития облачных вычислений и станет основой для будущего роста отрасли.

Следующий уровень – это платформы, которые предоставляют доступ к инструментам для работы с данными и создания сложных моделей. Среди них выделяются предложения от крупных компаний, таких как Microsoft Azure AI, Google Cloud и Amazon Web Services (AWS), которые предлагают универсальные решения для обучения и применения ИИ. Эти платформы включают в себя базовые модели, по типу GPT-4o, которые служат основой для разработки прикладных решений. Например, Microsoft активно интегрирует Copilot в свои продукты, включая пакеты Microsoft 365, что делает использование искусственного интеллекта более удобным в повседневной работе. Google, в свою очередь, сосредоточен на инструментах обработки данных и аналитике, расширяя возможности Google Cloud.

Цель внедрения искусственного интеллекта – создание продуктов и решений, которые повышают эффективность бизнеса и улучшают пользовательский опыт. Уже сейчас генеративный искусственный интеллект, такой как ChatGPT и DALL-E, находит применение в творческих и аналитических задачах. По прогнозам Microsoft, в 2024 году доход от генеративного ИИ составит 20 миллиардов долларов. Это говорит о том, что технологии внедряются очень быстро, даже быстрее, чем облачные вычисления в начале 2010-х. Искусственный интеллект находит применение в самых разных сферах: от оптимизации рабочих процессов в компаниях до научных исследований в медицине. Благодаря масштабируемости технологий разработчики могут создавать уникальные решения, адаптированные под нужды конкретных пользователей. Это значительно повышает ценность создаваемых продуктов.

Рис. 29. Капитальные затраты крупнейших поставщиков облачных услуг на проекты, связанные с ИИ, \$ млрд



Источник: Goldman Sachs Global Investment Research

**Кибербезопасность: первая волна консолидации на рынке программного обеспечения и IT услуг.** Рынок программного обеспечения постоянно развивается под влиянием растущей конкуренции, новых технологий и увеличивающегося спроса на инновационные решения. В этой динамичной среде сектор кибербезопасности становится одним из ключевых направлений для консолидации. Лидеры отрасли, такие как Palo Alto Networks, CrowdStrike и Fortinet, стремятся укрепить свои позиции, расширяя ассортимент продуктов, внедряя новые технологии и вытесняя менее успешных конкурентов.



Кроме того, процесс консолидации стимулируется ужесточением нормативных требований. В США Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC) недавно усилила требования к кибербезопасности, а в Европейском союзе была принята директива NIS-2. Эти меры требуют от компаний внедрения более сложных систем защиты, что создаёт дополнительные сложности для новых участников рынка и даёт преимущество крупным игрокам с уже развитыми системами. Такие организации, как Microsoft и Palo Alto Networks, успешно адаптировались к новым требованиям, что позволяет им сохранять лидирующие позиции на рынке.

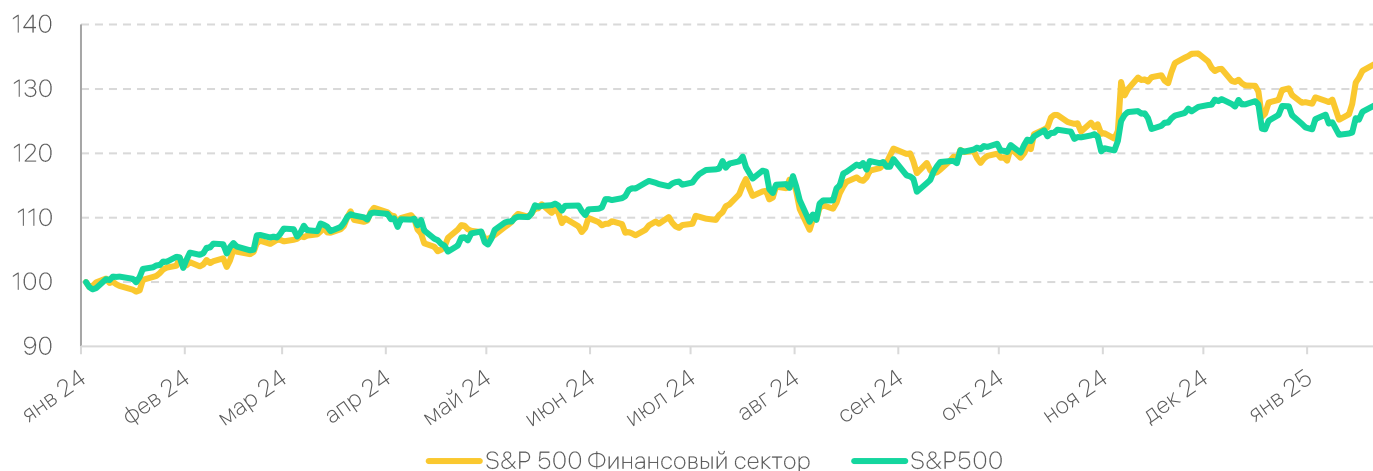
Развитие технологий генеративного ИИ не только создаёт новые вызовы, но и открывает новые перспективы в области кибербезопасности. Решения на основе искусственного интеллекта, такие как Security Copilot от Microsoft и аналитические системы CrowdStrike, позволяют быстрее обнаруживать угрозы и автоматизировать процесс защиты. Это, в свою очередь, позволяет компаниям предоставлять клиентам более ценные услуги, что способствует повышению их прибыльности. Однако обеспеченный популяризацией ИИ рост доступности программ для взлома и распространение инструментов, которые могут быть использованы в мошеннических целях, компании сталкиваются с новыми рисками. По прогнозам Goldman Sachs, выручка от решений на основе ИИ будет расти опережающими темпами в ближайшие годы. Этот тренд уже мотивирует компании инвестировать значительные средства в разработку и внедрение новых продуктов.

## Наше мнение

Актуальные вопросы на данный момент включают увеличение активности сделок слияний и поглощений (M&A), дерегулирование финансового сектора, а также возможные изменения в регулировании криптовалют<sup>53</sup>, которые будут зависеть от новых назначений и направлений политики администрации Президента. По нашему мнению, политика Трампа, наряду с ожидаемым ростом экономики за счет снижения ставок положительно повлияют на финансовый сектор.

- **Администрация Трампа и изменения в банковском регулировании.** В июле 2023 года регуляторы США представили проект завершения внедрения стандартов Базель III<sup>54</sup>, предполагающий увеличение резервных требований для банков с активами более \$100 млрд, что может привести к росту капитала на 20%. Однако администрация Трампа 2.0 работает над смягчением требований, снижая дополнительный капитал до 1%, с реализацией изменений не ранее 2027–2028 годов.
- **Республиканцы и барьеры для сделок M&A.** В 2025 году ожидается рост активности на рынке слияний и поглощений (M&A) благодаря использованию высоко оцененных акций в качестве средств платежа и смягчению антимонопольной политики новой администрации. Это создаёт позитивные перспективы для инвестиционных банков, таких как JPMorgan, Goldman Sachs, Bank of America и Morgan Stanley.
- **Министерство труда США и новые подходы к пенсионным планам.** Рынок 401(k)<sup>55</sup> может открыться для частных инвестиций благодаря потенциальному пересмотру позиции Министерства труда, что создаст возможности для управляющих альтернативными активами, таких как Blackstone, Apollo и KKR. К 2030 году объем рынка 401(k) прогнозируется на уровне \$12 трлн, с долей частных рынков до 6%, что обеспечит рост доходов от комиссий и укрепление позиций ведущих игроков.
- **Либерализация криптовалютного сектора.** Администрация Трампа предлагает передать надзор за криптовалютами от SEC к CFTC, создать стратегический резерв биткойнов и снять регуляторные барьеры для укрепления позиций США в сфере цифровых активов. Эти меры, включая возможное приобретение 1 млн биткойнов, могут стимулировать рост крипто-компаний, таких как Coinbase, Marathon Digital и Galaxy Digital.
- **Индустрия потребительских финансов и перспективы на 2025 год.** Индустрия потребительских финансов демонстрирует сильные перспективы на 2025 год благодаря снижению кредитных убытков, росту маржинальности и ослаблению регуляторных рисков. Эмитенты платежных карт ожидают стабилизации расходов, снижения убытков и высвобождения резервов, что создаёт потенциал для роста прибыли.

Рис. 30. Сравнение индекса S&P 500 с его компонентами из финансового сектора



<sup>53</sup> Криптовалюта – децентрализованная цифровая или виртуальная валюта, основанная на технологии блокчейн и криптографических методах для обеспечения безопасности операций. Криптовалюты не контролируются центральным органом, и часто используется для финансовых транзакций, инвестиций и торговли.

<sup>54</sup> Базель III – это международный регуляторный стандарт, разработанный Базельским комитетом по банковскому надзору (BCBS) для укрепления регулирования, надзора и управления рисками в банковском секторе.

<sup>55</sup> Пенсионная программа 401(k) – это налогово-льготный пенсионный план, предоставляемый работодателями в США для их сотрудников. Программа названа в честь раздела 401(k) Налогового кодекса США, регулирующего такие планы.

Источник: Bloomberg

Индекс финансового сектора S&P 500 представлен 72-мя компаниями из 3 групп отраслей и 13-ти индустрий, среди которых представители финансовых услуг формируют 50%. Наибольшую долю занимают следующие: Berkshire Hathaway (13%), JPMorgan Chase & Co (9%), Visa Inc (8%), Mastercard Inc (6%) и Bank of America Corporation (5%). Общая капитализация индекса составляет около \$7.7 трлн.

**Администрация Трампа планирует отложить либо скорректировать требования Базель III, снизив минимальный порог обязательных резервов банков до 9%.** В июле 2023 г. ФРС, Федеральная корпорация по страхованию депозитов (FDIC)<sup>56</sup> и Управление контроля денежного обращения (OCC)<sup>57</sup> опубликовали проект постановления о завершении внедрения стандартов Базель III. В рамках предложенного варианта стандартов Базель III, банки с активами более \$100 млрд обязаны увеличивать резервные средства для покрытия возможных убытков. Новые правила позволят банкам рассчитывать риски активов, таких как кредиты и инвестиции, с использованием различных методов. Банки должны будут выбирать тот метод, который требует большего капитала, с целью обеспечения дополнительной безопасности и стабильности. Другими словами, крупнейшим банкам придется увеличить объем имеющегося у них капитала на 20% по сравнению с тем, что они хранят в резерве сейчас. Различия в подходах к внедрению Базельских стандартов между США и остальным миром также вероятно создаст несоответствие в капитальных требованиях, что окажет влияние на конкурентоспособность банков на международной арене.

На текущий момент, ФРС и другие регуляторы уже работают над переработанным предложением, которое должно снизить данный показатель до 9%. В версии, предложенной администрацией Трампа 2.0<sup>58</sup>, планируется исключить или упростить ряд положений, которые вызывают наибольшие опасения у представителей отрасли, а также внести корректировки, направленные на минимизацию воздействия, снижая увеличение общего капитала до низких значений в пределах одного процента. Процесс переработки, публикации для обсуждения и окончательного утверждения предложения, по оценкам, займет как минимум до конца 2025 года, а возможно, и до середины 2026 года. Реализация изменений, скорее всего, начнется не раньше января 2027 года, с более вероятным стартом в январе 2028 года.

**Республиканцы вероятнее всего снизят барьер для проведения сделок слияний и поглощений (M&A).** Ожидается, что в следующем году активность на рынке слияний и поглощений в различных отраслях значительно возрастет. Это связано с возможностью компаний-покупателей выбрать свои акции, цены которых находятся на достаточно высоких уровнях, в виде средств платежа. Жесткая антимонопольная политика администрации Байдена ограничивала активность сделок, в результате чего несколько крупных сделок не были реализованы, в том числе слияние компаний JetBlue и Spirit Airlines. Согласно данным Института слияний, поглощений и альянсов, в период президентства Байдена, начиная с 2021 г. по ноябрь 2024 г. количество сделок M&A сократилось на 45% до 13.9 тыс. сделок. Сумма же данных сделок сократилась с \$3.4 млрд до \$1.6 млрд (-55% по состоянию на 30 ноября 2024 г.). В отличие от Байдена, ожидается, что новая администрация будет более благосклонно относиться к предложенным слияниям банков, по крайней мере в общем направлении.

Однако, стоит отметить, что некоторые республиканские законодатели поддержали подход председателя Федеральной торговой комиссии (FTC)<sup>59</sup>. Кроме того, предыдущая администрация Трампа не была особенно дружелюбно настроена к сделкам M&A. Некоторые сделки, которые были заблокированы его Министерством юстиции (DOJ), включают AT&T и Time Warner, Sinclair и Tribune Media, Broadcom и Qualcomm, а также DraftKings и FanDuel. Министерство юстиции также требовало от компаний, таких как Bristol-Myers Squibb и Harris Corp., значительных инвестиций для завершения крупных сделок. Тем не менее, фондовые рынки изначально продемонстрировали уверенный рост после выборов 2024 года на ожиданиях экономической политики Трампа, которая, как ожидается, будет напоминать масштабные корпоративные налоговые льготы его первого срока. Эти факторы, в совокупности с изменениями в требованиях Базель 3, по нашему мнению, благоприятно влияют на перспективу инвестиционных банков (JPM, GS, BAC, MS и C).

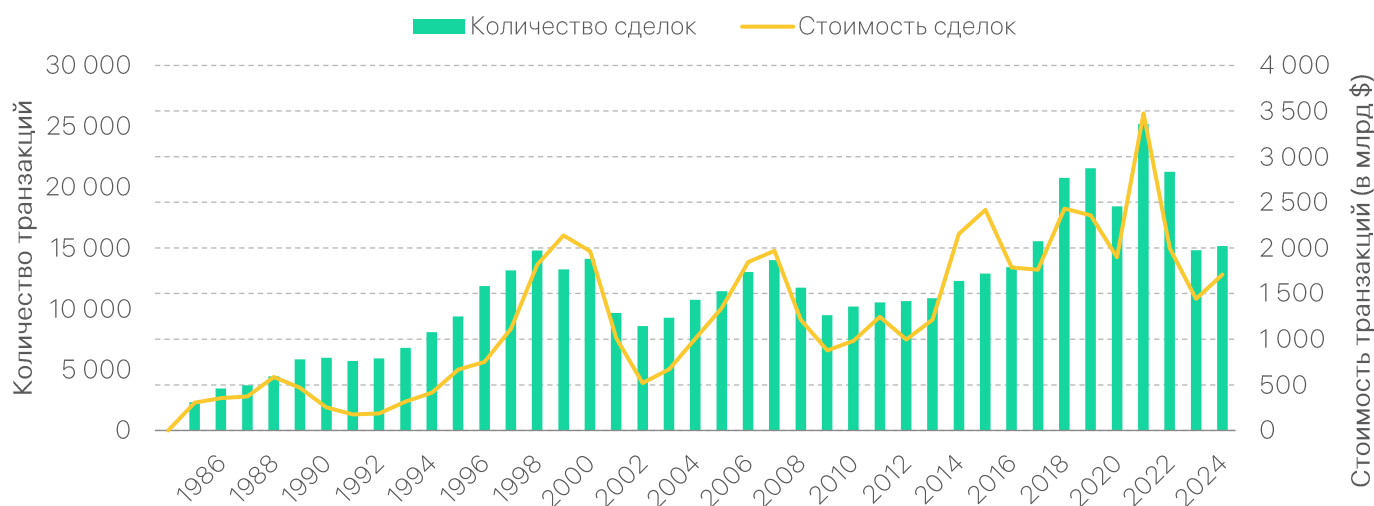
<sup>56</sup> Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) – Федеральная корпорация по страхованию депозитов. Данный орган защищает вкладчиков от потери их средств в случае банкротства банка. FDIC страхует депозиты до определенного лимита (\$250,000 на одного вкладчика в одном банке) и способствует стабильности банковской системы путем надзора и регулирования финансовых учреждений.

<sup>57</sup> Office of the Comptroller of the Currency (OCC) – Управление контроля денежного обращения. Это независимое бюро Казначейства США, отвечающее за регулирование и надзор за национальными банками, федеральными сберегательными ассоциациями и филиалами иностранных банков в США.

<sup>58</sup> Трамп 2.0 – относится к возвращению Дональда Трампа на пост президента США после победы на выборах 2024 г., что означает его второй срок. Этот этап характеризуется продолжением и усилением его прежней политики, в частности повестки «Америка на первом месте», которая акцентирует внимание на национализме, протекционизме и приоритете внутренних вопросов над международным сотрудничеством.

<sup>59</sup> Federal Trade Commission (FTC) – Федеральная торговая комиссия США, независимое агентство правительства, которая защищает права потребителей и следит за соблюдением антимонопольного комитета.

Рис. 31. Динамика сделок слияний и поглощений в США



Источник: Институт Слияний, Поглощений и Альянсов (ИМАА)

**Министерство труда США рассматривает возможность смягчить требования по ликвидности инвестиций по пенсионному плану 401(k), что создает новые возможности для альтернативных управляющих активами.** Рынок 401(k) в значительной степени закрыт для управляющих альтернативными активами из-за опасений спонсоров и администраторов планов по поводу высоких комиссий, низкой ликвидности и относительно индивидуального/непрозрачного характера частных инвестиций. На протяжении многих лет рынок 401(k) смещается в сторону пассивных ликвидных инвестиций несмотря на то, что долгосрочный характер большинства участников планов 401(k) не требует ежедневной ликвидности. В отличие от планов с установленными взносами (401(k)), традиционные планы с установленными выплатами имеют аллокацию в стратегии частных рынков на уровне 15-20%, что может обеспечить более высокую доходность с течением времени по сравнению с некоторыми ликвидными опциями, используемыми в современных планах 401(k).

В связи с изменениями в администрации ряд управляющих альтернативными инвестициями указывают на возможность пересмотра позиции Министерства труда относительно частных инвестиций в рамках планов 401(k), что может создать условия для расширения доступа частного капитала для розничных инвесторов.

По прогнозам Cerulli и Goldman Sachs (GS), к 2030 году объем рынка 401(k) может превысить \$12 трлн. GS предполагает, что частные рынки могут занять от 3% до 6% доли активов в рамках планов 401(k) в течение следующих пяти лет. Предполагается, что комиссии будут достаточно конкурентоспособными — ближе к уровню тарифов на отдельно управляемые счета (SMA)<sup>60</sup>, наблюдаемому у крупных институциональных клиентов, что значительно ниже уровня комиссий для нерыночных розничных продуктов альтернативных активов. Исходя из этого, инвестиционный банк делает прогноз, что диапазон базовых комиссий за управление будет составлять от 60 б.п. до 100 б.п.

Ожидается, что крупные компании с высокой узнаваемостью бренда и развитой инфраструктурой обслуживания завоюют относительно большую долю доходов от комиссий на рынке альтернативных активов в рамках 401(k). Кроме того, наличие значительного присутствия в розничном и частном капитале в данном сегменте может оказать положительное влияние, а потенциальные партнерства (например, совместное предприятие KKR и Capital Group JV) способны обеспечить дополнительные преимущества. Это позволяет сделать вывод, что такие компании, как Blackstone, Apollo Global Management и KKR, находятся в сильной позиции для реализации данной возможности. В то же время мы предполагаем, что другие управляющие также будут активно стремиться укрепить свои позиции в этом сегменте.

<sup>60</sup>Separately managed accounts (SMA) — индивидуально управляемый инвестиционный счет, принадлежащий одному инвестору и управляемый профессиональным инвестиционным менеджером. В отличие от паевых инвестиционных фондов, где средства объединяются, в SMA активы принадлежат только одному клиенту, что дает ему большую прозрачность, гибкость и контроль над инвестициями.

## Предложения администрации Трампа предполагают значительное смещение в сторону либерализации криптовалютного сектора, с акцентом на улучшение ясности, инноваций и конкурентоспособности.

Администрация президента предлагает перевод надзора криптовалют от комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC)<sup>61</sup> к комиссии по торговле товарными фьючерсами (CFTC)<sup>62</sup>, создание стратегического резерва биткойнов<sup>63</sup> и снятие регуляторных барьеров для укрепления позиций США как мирового лидера в сфере цифровых активов.

31 июля 2024 г. Конгресс США представил акт о Биткойне<sup>64</sup>. Согласно данному акту, департамент казначейства обязан приобрести 1 млн биткойнов в течение пятилетнего периода и хранить их не менее 20 лет, за исключением случаев их использования для погашения федерального долга.

Законопроект поручает департаменту казначейства создать Стратегический резерв биткойнов для безопасного хранения биткойнов, принадлежащих США. Этот резерв должен представлять собой децентрализованную сеть безопасных объектов, расположенных по всей территории страны. Существующие биткойн-активы США должны быть переданы в этот резерв. Штаты могут добровольно хранить свои биткойн-активы в резерве на отдельных счетах. Кроме того, законопроект снижает общий объем избыточных резервов в долларах США, которые могут удерживаться ФРС, и обязывает их ежегодно направлять определенную долю чистой прибыли на приобретение биткойнов. Напоминаем, что законопроект еще не вступил в силу и находится на рассмотрении.

Администрация Трампа планирует назначить Дэвида Сакса руководителем политики Белого дома в области искусственного интеллекта и криптовалют. Это решение подчеркивает растущее влияние лидеров и сторонников технологического сектора в новой администрации. «Дэвид Сакс, опытный венчурный капиталист, который более 20 лет назад работал с Илоном Маском в PayPal, займет должность «Куратора ИИ и криптовалют Белого дома», заявил Трамп в своей социальной платформе Truth Social. На кануне Трамп также заявил, что планирует назначить Пола Аткинса председателя Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC). Аткинс поставил под сомнение текущие действия Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) по отношению к криптовалютным компаниям и, вероятно, примет более дружелюбный подход к рынку, что соответствует новому положительному отношению Трампа к этой отрасли. Многие другие республиканцы считают, что регулятор должно подходить к рынку с большей открытостью, чем это происходило в период администрации Байдена. Таким образом, либерализация цифровых валют может способствовать росту крипто-компаний (COIN, MARA, GLXY.TO и CORZ).

**Индустрия потребительских финансов хорошо позиционирована на 2025 год.** Одной из наиболее перспективных индустрий сектора финансов на 2025 год является индустрия потребительских финансов. Акции компаний потребительских финансов выросли на 50% с начала 2024 года, что выше 28%-го роста индекса S&P 500. По мнению Goldman Sachs, данная индустрия имеет хорошие перспективы на 2025 год благодаря следующим факторам:

1. Кредитные убытки продолжают стабилизироваться и сокращаться, что, вероятно, приведет к снижению резервов и создаст дополнительный потенциал для роста прибыли.
2. Маржинальность, вероятно, будет расти, так как ставки по депозитам снижаются, а компании получают выгоду от своей текущей структуры баланса.
3. Риск регулирования штрафов за просрочку платежей, который являлся «встречным ветром» в 2024 году, может стать «попутным ветром», так как компании внедряют изменения в своей политике, которые могут закрепиться, даже если правило не вступит в силу.

Эмитенты платежных карт отметили стабилизацию потребительских расходов, называя потребителей финансово устойчивыми, несмотря на высокие списания задолженностей в 2024 году. Компании также отметили следующее:

- **Расходы:** AXP зафиксировал рост в праздничный сезон, SYF – стабильность расходов из-за позднего Дня Благодарения, COF – умеренные траты.
- **Кредитный рост:** SYF сообщил о росте ниже ожиданий.

<sup>61</sup> Securities and Exchange Commission (SEC) – Комиссия по ценным бумагам и биржам. Это независимое федеральное агентство, которое отвечает за защиту инвесторов, обеспечение справедливости и прозрачности на рынке ценных бумаг, а также за предотвращение манипуляций и мошенничеств.

<sup>62</sup> Commodity Futures Trading Commission (CFTC) – Комиссия по торговле товарными фьючерсами США, независимое агентство, регулирующее рынки деривативов, включая фьючерсы, опционы и свопы. Основная задача CFTC – защита участников рынка от мошенничества, манипуляций и системных рисков, а также обеспечение прозрачности и честной конкуренции.

<sup>63</sup> Биткойн – первая и самая известная криптовалюта, созданная в 2009 г. анонимным разработчиком (или группой разработчиков) под псевдонимом Сатоши Накамото.

<sup>64</sup> Акт о Биткойне 2024 – предложенная законодательная инициатива Конгрессом США, направленная на создание национального резерва биткойнов. Акт все еще находится на рассмотрении.

- **Кредитное качество:** Эмитенты отметили возвращение к сезонным трендам. SYF ожидает снижения убытков до 5.5–6%, несмотря на крупные суммы просрочек. COF прогнозирует более высокие убытки по сравнению с докризисными уровнями из-за снижения возвратов и задержек списаний.
- **Резервы:** Компании считают резервы достаточными, и в случае стабилизации кредитов возможно их высвобождение в 2025 году.
- **Регулирование штрафов:** Новые правила вряд ли вступят в силу до 2025 года, что дает компаниям пространство для маневра.

Эмитенты также ожидают повышение APR<sup>65</sup> и оптимизацию затрат.

---

<sup>65</sup> Annual Percentage Rate (APR) - Годовая процентная ставка, которая показывает стоимость заимствования в процентах от суммы кредита

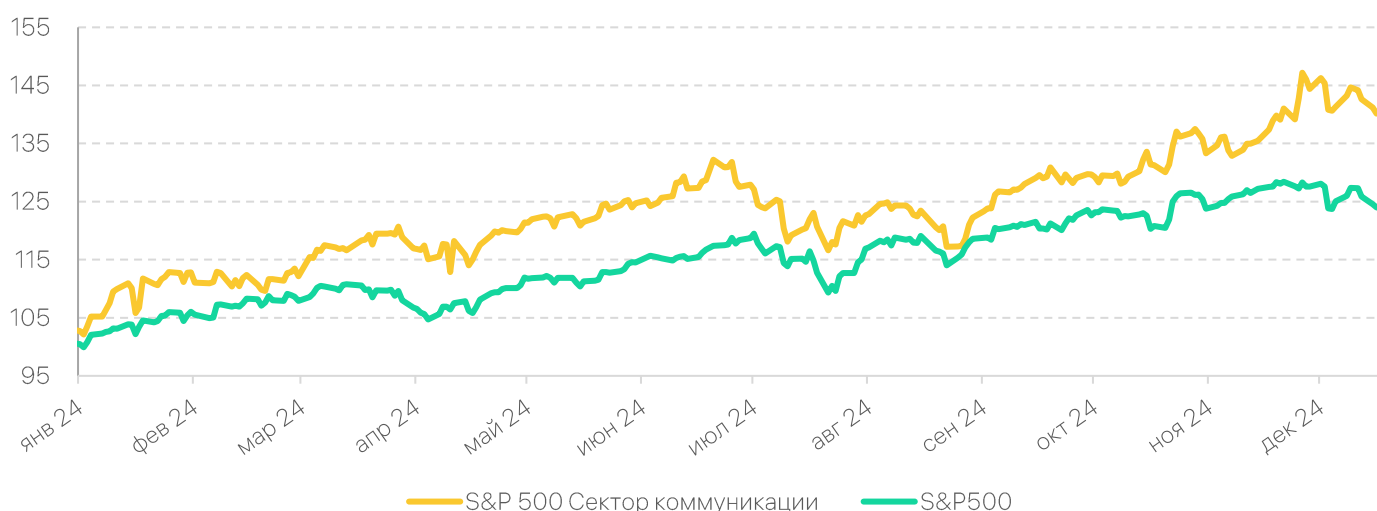


## Наше мнение

Ключевыми темами сектора коммуникаций на данный момент являются пересмотр раздела 230<sup>66</sup>, рост потребления интернет-услуг, развитие спутникового интернета и введение тарифов администрацией Трампа. По нашему мнению, рост потребления интернета, активное партнерство между медиа компаниями и развитие облачного гейминга окажет позитивное влияние на сектор коммуникаций.

- **Раздел 230 и планы администрации Трампа.** Пересмотр Раздела 230 Закона о пристойности может привести к увеличению юридической ответственности онлайн-платформ за контент пользователей и усилению их модерации. Это, в свою очередь, может ограничить свободу самовыражения, в то время как компании, такие как Meta и Fox News, могут укрепить свои позиции среди республиканской аудитории.
- **Развитие инфраструктуры: рост потребления интернета на фоне ИИ<sup>67</sup> и облачных технологий.** Рост потребности в надежных интернет-соединениях, включая мобильные сети и облачные технологии, будет стимулировать международную конкуренцию среди провайдеров дата-центров и операторы 5G. В то же время, спутниковый интернет, несмотря на высокие затраты на инфраструктуру, найдет свое применение в отраслях, требующих связи в удаленных регионах, с лидирующими игроками, такими как Starlink и Viasat, в ближайшие годы.
- **Космическая гонка: усиление конкуренции в аэрокосмической отрасли.** Спутниковый интернет, хотя и не доказал свою коммерческую ценность, продолжает развиваться с поддержкой правительств, и в 2025 году ожидается его ограниченное внедрение, в основном среди предприятий. Лидерами остаются Starlink, Viasat и Echo Star, а конкуренцию им составляют Eutelsat OneWeb и проект Kuiper от Amazon, с сильной конкуренцией со стороны традиционных наземных телекоммуникаций.
- **Тарифы на товары, произведенные за пределами США.** Тарифы могут повлиять на повышение цен абонентских услуг, так как для развертывания 5G<sup>68</sup> телеком компании используют иностранное оборудование. В добавок ограничение импорта может замедлить внедрение 5G.

Рис. 32. Сравнение индекса S&P 500 с его компонентами из сектора коммуникаций



Источник: Bloomberg

<sup>66</sup> Раздел 230 – Положение закона, принятого в 1996 г., которое освобождает интернет-платформы от ответственности за контент, созданный пользователями. Согласно этому разделу, ни провайдер, ни пользователь интерактивного компьютерного сервиса не считаются издателями информации, предоставленной другими, что позволяет платформам модерировать контент без страха судебных исков.

<sup>67</sup> ИИ – Искусственный Интеллект. Это область компьютерных наук, занимающаяся созданием систем и технологий, способных выполнять задачи, требующие человеческого интеллекта.

<sup>68</sup> 5G – Пятое поколение мобильной связи, обеспечивающее более высокие скорости передачи данных, меньшую задержку и возможность подключения большего числа устройств одновременно по сравнению с предыдущими поколениями. 5G поддерживает развитие технологий Интернета вещей (IoT), автономных автомобилей и других инновационных приложений.

Индекс коммуникаций S&P 500 представлен 22-мя компаниями из 2 подотраслей и 5 индустрий, среди которых медиа-компании занимают 41%. Наибольшую долю занимают следующие: Alphabet (40%), Meta (29%), Netflix (7%), T-Mobile (5%) и Walt Disney (4%). Общая капитализация индекса составляет около \$5.3 трлн.

**Администрация Трампа планирует пересмотреть раздел 230 Закона о приличии в средствах связи.** Одним из наиболее значительных изменений может стать пересмотр Раздела 230 Закона о пристойности в сфере коммуникаций, который в настоящее время предоставляет онлайн-платформам иммунитет за контент, созданный пользователями. В рамках «Проекта 2025»<sup>69</sup> планируется, что Федеральная комиссия по связи (FCC)<sup>70</sup> при администрации Трампа будет сотрудничать с Конгрессом для внесения законодательных изменений, направленных на ограничение иммунитета, предоставляемого Разделом 230. Предложения включают условие сохранения юридической защиты только для платформ, которые существенно сократят свои практики модерации контента. Инициативы против Раздела 230 находят отклик среди консервативной аудитории, которая считает, что технологические компании проявляют предвзятость по отношению к их взглядам. Администрация президента акцентирует внимание на необходимости повышения ответственности этих платформ за управление пользовательским контентом.

Пересмотр или отмена Раздела 230 может привести к значительному росту юридической ответственности социальных медиа за контент, созданный пользователями. В ответ на это платформы могут внедрить более строгие политики модерации, чтобы минимизировать риск судебных исков, что потенциально ограничит свободу самовыражения в интернете.

Такие медиакомпании, как Meta Platforms, Fox News и Newsmax, имеют все шансы извлечь выгоду из своих устоявшихся отношений с республиканской аудиторией и финансовой поддержки консервативных кандидатов. По мере развития политической динамики, особенно в связи с изменениями в законодательстве, такими как Раздел 230, эти медиакомпании могут получить еще большее влияние на формирование общественного мнения среди избирателей-республиканцев.

**Рост потребления интернета на фоне развития инфраструктуры ИИ и облачных технологий.** Надежное интернет-соединение является еще одной важной характеристикой для бизнеса, связанного с ИИ и облачными технологиями, причем инфраструктура сети может различаться в зависимости от типа технологий. Миграция в облако в сочетании с ограниченной пропускной способностью в отдельных регионах будет способствовать росту международной конкуренции между провайдерами услуг дата-центров. Это может создать нагрузку на емкость подводных кабелей и других международных инфраструктурных объектов.

Хотя дата-центры являются стационарными объектами с предсказуемыми сетевыми потребностями, пользователи из сектора мобильности и B2C<sup>71</sup> полагаются на беспроводные технологии для доступа к ИИ и облачным решениям. Таким образом, доступность сетей 5G и мобильных решений будет играть ключевую роль в дальнейшем росте этих секторов. Это, в свою очередь, будет поддерживать существующую тенденцию в телекоммуникационной отрасли – использование вышек на условиях совместного размещения и повышение роли профессиональных компаний, управляющих инфраструктурой вышек, а также дальнейшую консолидацию рынка вышек.

**Космическая гонка будет набирать обороты.** Спутники на низкой околоземной орбите (LEO)<sup>72</sup> пока не доказали свою коммерческую ценность, однако правительства государств внимательно следят за развитием космических технологий. Уже в следующем году спутниковый интернет станет реальностью в большем числе стран, хотя пока лишь в рамках пилотных проектов. В этом году Саудовская Аравия, Южная Корея и Япония объявили о многомиллиардных инвестициях в данную область. Ни одна страна не хочет отставать от мировых стандартов, но национальная безопасность вызывает серьезные опасения, так как правительства не стремятся полагаться на инфраструктуру, созданную иностранными компаниями.

Лидер рынка – американская Starlink, уже развернула 6 200 спутников LEO и использует многоразовые ракеты, что снижает затраты на запуски. На втором месте находится европейская Eutelsat OneWeb с более чем 600 спутниками, а в 2025 году на рынок выйдет проект Kuiper от Amazon. В сегменте запусков лидирует американский

<sup>69</sup> Проект 2025 – представляет собой обширный план, разработанный консервативным аналитическим центром Heritage Foundation, который нацелен на радикальную реорганизацию правительства США после победы Дональда Трампа на выборах 2024 года.

<sup>70</sup> Federal Communication Commission (FCC) – Федеральная комиссия по связи, независимое агентство правительства, ответственное за регулирование межштатных и международных коммуникаций по радио, телевидению, спутникам и проводным сетям. FCC играет ключевую роль в установлении политики связи и обеспечении доступа к телекоммуникационным услугам.

<sup>71</sup> Business to Customers (B2C) – это модель бизнеса, при которой компания продает товары или услуги напрямую конечным потребителям.

<sup>72</sup> Спутники LEO – Спутники, находящиеся на низкой околоземной орбите (обычно на высоте от 160 до 2000 километров). Эти спутники обеспечивают низкую задержку связи и используются для различных приложений, включая интернет-сервисы и наблюдение за Землей

производитель космических аппаратов SpaceX, при этом сильную конкуренцию ему составит европейская ракета Ariane 6, разработанная Европейским космическим агентством.

Ожидается, что в 2025 году массовое внедрение спутникового интернета в розничном сегменте останется на низком уровне из-за высокой стоимости развертывания спутниковой инфраструктуры. Кроме того, наземная телекоммуникационная инфраструктура, которая уже зарекомендовала себя как надежная, создает серьезную конкуренцию. Основными пользователями спутникового интернета, по нашему мнению, останутся предприятия: морской транспорт, логистика, сельское хозяйство и военные организации, которые нуждаются в надежном интернет-соединении в удаленных регионах, недоступных для традиционной инфраструктуры.

По нашему мнению, учитывая тренды спутникового интернета, такие компании как Starlink, Viasat, Echo Star Corporation имеют высокий потенциал успешного развития и лидерство в данном секторе.

**Тарифы на товары, произведенные за пределами США.** Во время дебатов 10 сентября с вице-президентом Харрис, Дональд Трамп четко обозначил свою позицию относительно введения тарифов. Он заявил: «Другие страны, наконец, спустя 75 лет, возместят нам всё то, что мы сделали для мира. И в некоторых случаях тарифы будут значительными». Предложенные меры включают тарифы до 60% на китайские товары и от 10% до 20% на импорт из других стран. Тарифы могут повлиять на повышение цен абонентских услуг, так как для развертывания 5G американские телекоммуникационные компании используют иностранное оборудование. В добавок ограничение импорта может замедлить внедрение 5G и других телекоммуникационных проектов.

В телекоммуникационной отрасли наиболее пострадавшими от тарифов окажутся компании Nokia и Ericsson, поскольку обе эти компании базируются в Скандинавии. Многие телекоммуникационные поставщики уже подтвердили, что их продукция соответствует требованиям программы Build America, Buy America (BABA)<sup>73</sup> в рамках программы Broadband Equity, Access and Deployment (BEAD)<sup>74</sup>. Чтобы избежать тарифов, Nokia и Ericsson могут увеличить производство своей продукции в США, где они уже осуществляют часть производства, однако использование иностранных компонентов может создать дополнительные трудности.

Престон Паддед управляющий консалтинговой компанией Boulder Thinking, отметил: «Даже смартфоны содержат множество иностранных компонентов. Если на них будут введены тарифы, это может повысить стоимость телефонов». Аналитики группы Bernstein Société Générale написали, что компании, производящие оборудование, включая серверные производители, такие как Dell, которые зависят от иностранных компонентов или производства, могут оказаться особенно уязвимыми к ответным тарифам.

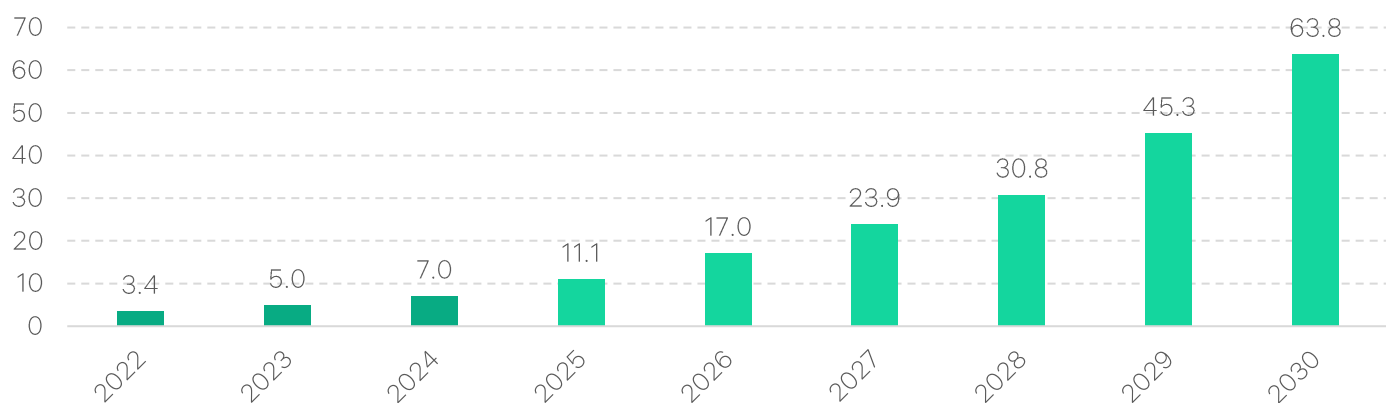
**Золотой век партнерства между медиа компаниями.** По мере расширения стриминговых и основанных на ИИ сервисов платформы стремятся заключать партнерства, обеспечивающие высококачественный контент и удержание аудитории. В 2025 году ожидается значительный рост сотрудничества между медиакомпаниями и технологическими гигантами, что подтверждается недавними соглашениями OpenAI с издателями, такими как The Financial Times и Vox Media. Стриминговые сервисы также объединяют свои предложения, чтобы справиться с усталостью подписчиков: Disney+, Hulu и Max предлагают совместные планы, а ESPN, Warner Bros. и Fox готовят масштабное приложение для спорта. Такая консолидация снижает фрагментацию аудитории по брендам, создавая условия для более интегрированного планирования и упрощенного измерения эффективности кампаний на разных платформах.

**Облачная революция видеоигр.** Согласно данным исследовательской организации Market.us, онлайн-гейминг является одним из ключевых направлений, куда стоит обратить внимание. По их расчетам, геометрический средний рост индустрии (CAGR) составляет 44%. Такой прогноз был основан на развитии инфраструктуры высокоскоростного интернета, изменение бизнес-модели игровых компаний и развитие игрового опыта.

<sup>73</sup> Build America, Buy America (BABA) – Законодательная инициатива в США, направленная на поддержку американского производства путем требования использования местных материалов и товаров в федеральных проектах инфраструктуры.

<sup>74</sup> Broadband Equity, Access and Deployment (BEAD) – Программа федерального правительства США, направленная на расширение доступа к высокоскоростному интернету в недостаточно обслуживаемых районах.

Рис. 33. Фактический и прогнозный объем рынка облачного гейминга \$ млрд



Источник: Market.us

Облачный гейминг трансформирует все уровни цепочки создания стоимости в индустрии видеоигр. Alix Partners прогнозирует, что в 2025 году продажи игровых консолей и оборудования для ПК снизятся, поскольку игроки будут покупать дисплеи и устройства для стриминга. Мобильные игры с высоким рейтингом и портативные игровые консоли будут набирать популярность благодаря переносу обработки игр и графики в облако. На данный момент индустрия находится на стадии роста и инноваций, как в свое время был Netflix в 2007 году.

2025 год станет ключевым для развития облачных игровых технологий по всей цепочке создания стоимости, и участникам рынка необходимо тщательно обдумать направления для инвестиций.

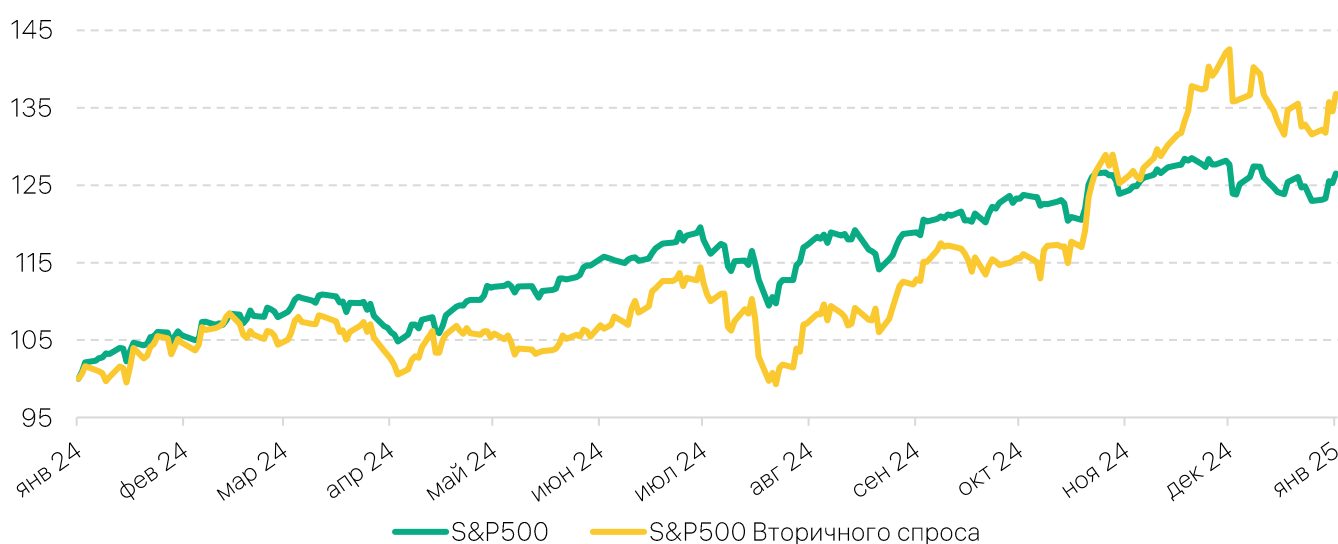
По нашему мнению, указанные факторы предоставляют значительные конкурентные преимущества, благодаря которым Electronic Arts и Roblox Corporation имеют высокие шансы на успешное развитие и лидерство в секторе онлайн-гейминга.

## Наше мнение

Сектор товаров вторичного спроса показал в 2024 году впечатляющую доходность на фоне сильных темпов роста основных его компонентов, главными из которых являются крупнейший производитель электрокаров в мире – Tesla Motors, а также ведущий онлайн-ритейлер – Amazon. Обе компании суммарно занимают основную часть сектора. Мы сохраняем умеренный оптимизм в отраслях производства электромобилей и в онлайн-торговле, которые по нашим ожиданиям, продолжают расти опережающими (относительно роста экономики) темпами. При этом американские акции, на наш взгляд, выглядят перекупленными и могут быть интересны для инвестиции в случае коррекции на рынке. В этой связи мы рекомендуем присмотреться к азиатским компаниям из этих отраслей, которые на сегодняшний день выглядят недооцененными. Что касается остальных представителей сектора, куда входят компоненты из отраслей ресторанов, одежды, домашней утвари, то в этом случае разумно будет точно определять интересные истории с устойчивым спросом на свою продукцию.

- **Мировой рынок онлайн-торговли продолжает расти двузначными темпами, с прогнозом CAGR 18.9% в период с 2024 по 2030 год.** Азиатские компании, особенно китайские, лидируют в отрасли и активно расширяют свое присутствие на международных рынках. Китай остается крупнейшим рынком онлайн-торговли, составляя половину от мирового объема. Прогнозируется, что в 2024 году его объем вырастет до \$3.56 трлн, с CAGR 11.6% в период с 2020 по 2024 год.
- **Продажа электрокаров продолжает расти, особенно в Китае, где электромобили составляют значительную долю от общего объема продаж автомобилей.** Прогнозируется, что к 2030 году продажи электрокаров достигнут 45 млн единиц, а их доля на рынке вырастет до 65%. Китайское правительство активно стимулирует переход на электрокары через налоговые льготы и субсидии. Продление программ поддержки до 2027 года способствует рекордным темпам роста продаж электромобилей.
- **Туризм восстановился после пандемии, и доходы от авиаперевозок увеличились на 47.8% в 2023 году и более чем на 15% в прошлом году.** Рост среднего класса и старшего населения, увеличение численности доступных маршрутов, популярности путешествия, а также возможность удаленной работы способствуют увеличению спроса на путешествия.

Рис. 34. Сравнение индекса S&P 500 с его компонентами из сектора товаров вторичного спроса.



Источник: Bloomberg

Индекс вторичного спроса S&P 500 представлен 50-тью компаниями из 4 подотраслей и 9 индустрий. Наибольшую долю занимают следующие компании: Amazon (38%), Tesla (22%), Home Depot (7%), McDonald's (3%) и Booking Holdings (3%). Общая капитализация индекса составляет около \$6.25 трлн.

**Глобальный рост рынка онлайн-торговли.** Отрасль электронной коммерции, по оценкам исследовательской организации Grand View Research, продолжит расти двузначными темпами. В абсолютном выражении совокупный



среднегодовой темп роста (CAGR) мирового рынка онлайн торговли в период 2024–2030 гг. составит 18.9% и 16.4% в США. Тренд по изменению потребительских привычек был запущен задолго до пандемии и COVID-19 придал дополнительный толчок развитию отрасли, объем которой в 2023 году превысил \$25.9 трлн.

**Азиатские онлайн-площадки впереди планеты всей.** Удобство онлайн-покупок, цифровизация общества, экономия времени, увеличение доли среднего класса и уровня проникновения интернета выступают фундаментом роста интернет-продаж в США и в мире. Особенно в отрасли интернет-продаж преуспел Китай. Представители онлайн-коммерции КНР из года в год демонстрируют устойчивые темпы роста, оказывая поддержку экономике страны.

На сегодняшний день самыми крупными представителями сектора онлайн-ритейла, имеющие листинг на американских биржах, помимо Amazon являются азиатские компании, преимущественно из Китая, а именно Alibaba Group Holdings, PDD, JD.com. Также выделим сингапурскую компанию Sea Limited и южнокорейскую Coupang. В недавнем прошлом мы выпускали инвестиционные идеи по некоторым представителям азиатского онлайн-ритейла, которые оказались успешными и достигли своих целевых уровней.

**Рынок электронной торговли КНР показывает двузначные темпы роста.** Темпы роста ВВП Китая превышают общемировые, при этом отрасль интернет-продаж продолжает расти опережающими темпами. На сегодняшний день рынок электронной торговли Китая формирует половину от мирового рынка интернет-продаж и является самым крупным в мире. По данным исследовательской организации eMarketer, общее количество онлайн-покупателей в Китае насчитывает 710 млн человек, что составляет половину населения Поднебесной. При этом численность интернет-пользователей в стране по состоянию на конец 1П2024 г составляла 1100 млн, свидетельствуют данные информационного центра сети интернет Китая (CNNIC).

В абсолютном выражении рынок онлайн торговли, по оценкам исследовательской организации eMarketer, увеличится на 55% с \$2.29 трлн в 2020 году до \$3.56 трлн 2024 году. Несмотря на расширяющиеся объемы, совокупный среднегодовой темп роста (CAGR) рынка eCommerce Китая остается двузначным. За период 2020–2024 гг. он может составить 11.6%. Если говорить о среднесрочном горизонте прогнозирования, то китайский рынок онлайн торговли сохранит текущие темпы роста. По оценкам консалтинговой компании Mordor Intelligence, темпы роста рынка (CAGR) в период с 2024 по 2029 год составят 11.3%.

Рис. 34. Рынок электронной торговли КНР, млрд \$

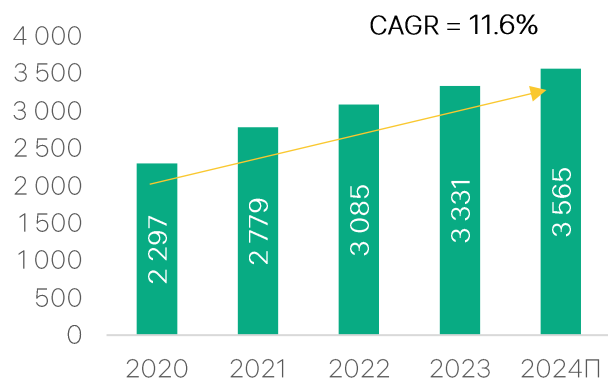
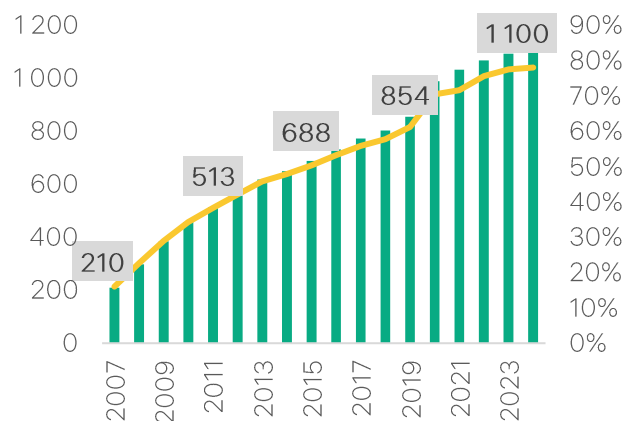


Рис. 35. Количество интернет-пользователей в КНР и уровень проникновения интернета, млн



Источник: eMarketer, информационный центр сети интернета Китая (CNNIC)

**Развитие отрасли электрокаров.** Мировой рынок электрокаров продолжает развиваться бурными темпами. Высокие темпы роста отрасли в немаловажной степени подпитываются властями, которые стимулируют своих граждан переходить с автомобилей с ДВС на электрокары. По оценкам Международного энергетического агентства (IEA), мировые продажи электрокаров (BEV + PHEV, [смотреть глоссарий ниже](#)) в 2024 году увеличатся на 17 млн единиц. Годом ранее продажи электрокаров составили 14.2 млн единиц и достигли 18% от всего объема продаж авто за этот период. Ожидается, что в 2024 году доля рынка электрокаров в Китае расширится до 45% и достигнет 25% в Европе и 11% в США.



Таб. 15. Количество электрокаров в мире, млн единиц

млн	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	CAGR
Китай BEV	0.9	1.7	2.6	3.5	6.2	10.7	16.1	62%
Китай PHEV	0.3	0.5	0.8	1	1.6	3.1	5.8	64%
Европа BEV	0.4	0.6	1.0	1.7	2.9	4.4	6.7	60%
Европа PHEV	0.6	0.6	0.8	1.4	2.5	3.4	4.5	40%
США BEV	0.4	0.6	0.9	1.1	1.5	2.1	3.5	44%
США PHEV	0.4	0.5	0.6	0.6	0.7	0.9	1.3	22%
Остальной мир BEV	0.2	0.2	0.3	0.5	0.7	1.1	1.9	46%
Остальной мир PHEV	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4	0.6	0.7	38%
<b>Итого количество электрокаров</b>	<b>3.3</b>	<b>4.9</b>	<b>7.3</b>	<b>10.1</b>	<b>16.5</b>	<b>26.3</b>	<b>40.5</b>	<b>52%</b>

Источник: Iea, Trends in electric cars – Global EV outlook 2024 – analysis

Основной объем продаж электромобилей приходится на Китай. Аналитики прогнозируют, что к 2030 году продажи электрокаров увеличатся до 45 млн единиц, а их доля в этом же году возрастёт до 65% и составит 98% в 2034 году. Таким образом, на горизонте следующих 10 лет практически весь объем реализованных авто придётся на электрокары и бенефициарами этого тренда, помимо Tesla Motors, в большей степени выступают китайские производители, которые продолжают экспансию на локальных и зарубежных рынках.

**Рекордные продажи электрокаров в КНР и двузначный потенциал роста рынка в следующие годы.** Высокая загрязнённость окружающей среды в крупных городах Поднебесной побуждает китайское правительство стимулировать отрасль производителей электрокаров. Государственные стимулы, а также рост популярности электромобилей выступили основными драйверами роста продаж электрокаров в КНР, которые продолжают бить всевозможные рекорды.

Глоссарий	
NEV (New energy vehicles)	Общее понятие электрического транспорта, куда входят BEV и PHEV
BEV (Battery electric vehicle)	Электромобиль с батарейным питанием
PHEV (Plug-in hybrids)	Гибрид использующий ДВС и подключаемый к зарядке Использует оба двигателя

По оценкам Международного энергетического агентства (IEA) количество электрокаров в Китае (BEV + PHEV) в 2023 году выросло до 21.9 млн единиц в сравнении с 13.8 млн единиц годом ранее. В августе 2024 года продажи электромобилей в Китае впервые в истории перевалили отметку в 1 млн.

Рост продаж электрокаров в августе был подпитан правительственными стимулами и налоговыми льготами. Прошлый рекорд продаж был установлен в декабре 2023 года, тогда в КНР реализовали 947 347 электромобилей. Следует отметить, что более половины (53.8%) от проданных авто в Поднебесной пришлось на BEV и PHEV. В абсолютном выражении наибольшие продажи были зафиксированы по модели популярного производителя BYD – BYD Seagull, продажи которой превысили реализацию хита Tesla Model Y.

Таб. 16. Продажи электрокаров в мире

млн	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Китай BEV	0.8	0.9	0.9	2.7	4.5	5.4
Китай PHEV	0.2	0.3	0.2	0.6	1.5	2.7
Европа BEV	0.2	0.4	0.7	1.2	1.5	2.3
Европа PHEV	0	0.2	0.6	1.1	0.9	1.1
США BEV	0.2	0.3	0.2	0.4	0.6	1.4
США PHEV	0.1	0.1	0	0.1	0.2	0.4
Остальной мир BEV	0	0.1	0.2	0.2	0.4	0.8
Остальной мир PHEV	0.1	0.1	0	0.1	0.2	0.1
<b>Итого продажи электрокаров (млн. шт)</b>	<b>1.6</b>	<b>2.4</b>	<b>2.8</b>	<b>6.4</b>	<b>9.8</b>	<b>14.2</b>

Источник: Iea, Trends in electric cars – Global EV outlook 2024 – analysis

**Власти стимулируют отрасль электрокаров.** Высокие продажи электрокаров стимулируют и правительства крупнейших экономик мира. К примеру, в США для покупателей электрокаров выделяется субсидия в размере \$7 500 при покупке нового авто. В наибольшей степени в части инициатив преуспело китайское правительство, активная позиция которого стимулирует китайских граждан переходить на электрокары.

Летом 2023 года власти продлили программу налоговых льгот до конца 2027 года, что несомненно окажет поддержку рынку EV страны. Долгожданные новости возымели положительный эффект на котировки китайских

производителей электрокаров, которые синхронно ушли вверх. Сообщается, что приобретенные в период с 2024–2025 гг. электрокары (включая гибриды) освобождаются от налога на покупку до 30 000 юаней (\$4 150) за автомобиль. В период с 2026–2027 гг. налоговая льгота сократится вдвое и составит 15 000 юаней (\$2 075).

Налоговые льготы распространяются на автомобили стоимостью до 300 000 юаней (\$41 500) и известно, что 78% всех продаж EV каров в 2022 году составляли автомобили до установленной правительством планки. Принимая во внимание чувствительность китайского потребителя к стоимости авто, продление налоговых льгот продолжит оказывать существенный позитив отрасли о чём свидетельствуют растущие продажи ведущих производителей электрокаров в Поднебесной.

По оценкам правительства, стоимость 87% всех производимых авто в КНР не превышает 300 000 юаней. Общий объем программы налогового стимулирования правительства Китая составит 520 млрд юаней (\$72 млрд), и мы не исключаем, что власти Поднебесной продолжат и после 2027 года стимулировать приоритетную для страны отрасль, оказывая дополнительную поддержку в условиях ныне действующих стимулирующих программ.

**Увеличение популярности путешествий.** Отрасль туризма полностью восстановилась после пандемии COVID-19 и продолжает расти стремительными темпами. По оценкам Международной ассоциации воздушного транспорта (IATA), выручка авиакомпаний от пассажирских авиаперевозок в 2023 году увеличится сразу на 47.8% до \$646 млрд, что эквивалентно 106.4% от уровня 2019 года. В 2024 году доходы от пассажирских авиаперевозок возрастут до \$744 млрд (+15.2%) или 123% от допандемийного уровня.

Тренды по росту среднего класса на развивающихся рынках, увеличение доли старшего населения в развитых странах, сохранение возможности удаленного формата работы оказывают поддержку сектору туризма. В этих условиях котировки крупнейшего сервиса бронирований Booking Holdings в декабре обновили абсолютные исторические максимумы и показали впечатляющую доходность в 2024 году.

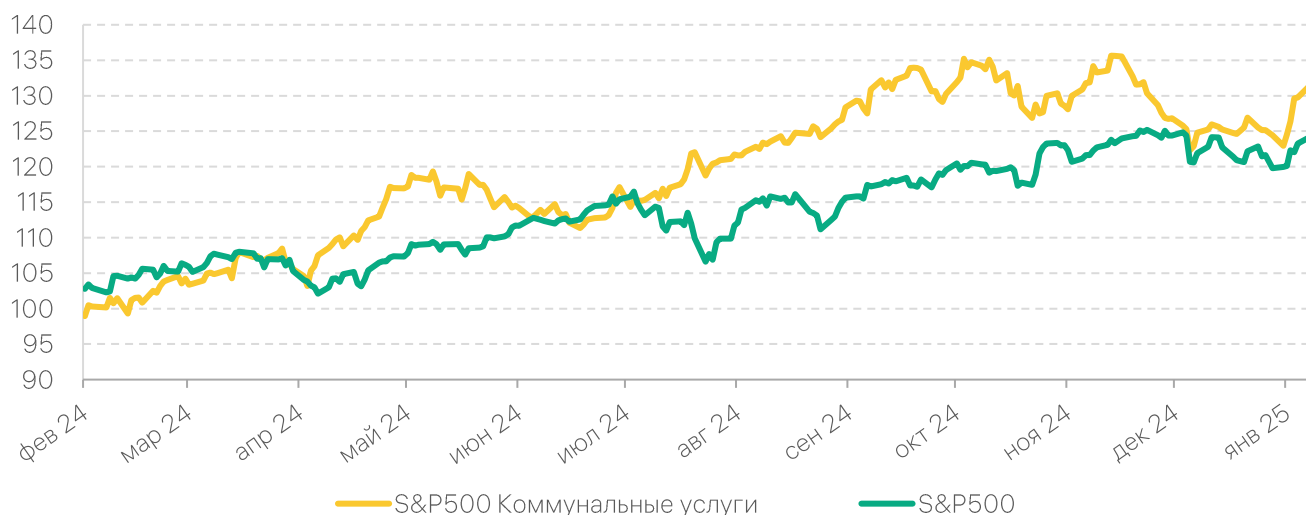
Вместе с сервисами бронирований размещений растут также акции авиакомпаний. Биржевой инвестиционный фонд JETS, куда преимущественно включены акции популярных американских авиаперевозчиков (Delta Air Lines, United Airlines, Southwest Airlines, American Airlines) вырос в 2024 году на 33%. Более впечатляющие темпы роста в отрасли показали котировки китайской туристической компании Trip.com, которые практически удвоились в 2024 году. Растущая популярность путешествии привлекает в ряды туристических сервисов всё большие инвестиционные потоки.

## Наше мнение

Сектор коммунальных услуг США обладает значительным инвестиционным потенциалом, обусловленным прогнозируемым рекордным ростом энергопотребления, стимулируемым развитием технологий искусственного интеллекта, дата-центров и электротранспорта. Масштабные инвестиции компаний в расширение мощностей и инфраструктуры для удовлетворения растущего спроса будут способствовать увеличению выручки в зарегулированном сегменте сектора. Кроме того, ожидаемое смягчение монетарной политики ФРС и снижение процентных ставок исторически оказывают позитивное влияние на динамику акций коммунальных предприятий.

- **Смена администрации в США может привести к замедлению финансирования сектора ВИЭ.** Полная отмена "Закона о снижении инфляции" маловероятна, однако финансирование ветроэнергетики может быть пересмотрено. Инвестиции в ВИЭ, вероятно, сохранятся благодаря низкой нормированной стоимости производства электроэнергии.
- **«Управление энергетической информации США» прогнозирует рост потребления электроэнергии в США в 2025 году.** Природный газ останется доминирующим источником генерации.
- **Растущий спрос на электроэнергию стимулирует компании к наращиванию мощностей.** Основные инвестиции будут направлены на развитие инфраструктуры распределения и генерации электроэнергии.
- **Ядерная энергетика рассматривается как перспективное направление развития.** Крупные технологические компании заключают контракты на поставку электроэнергии от АЭС.
- **Снижение процентных ставок и политика количественного смягчения в США исторически оказывают положительное влияние на акции коммунальных предприятий.**

Рис. 36. Сравнение индекса S&P 500 с его компонентами из сектора коммунальных услуг



Источник: Standard & Poor's

Индекс коммунальных услуг S&P500 представлен 31-ой компанией. Наибольшую долю занимают следующие: NextEra Energy (11%), Southern Company (7%), Duke Energy (6%), Constellation Energy (6%) и Sempra (4%). Общая капитализация составляет около \$1.4 триллион.

**Смена президентской администрации в США может привести к замедлению темпов роста финансирования сектора возобновляемой энергетики (далее – ВИЭ)<sup>75</sup>.** В ходе предвыборной кампании Дональд Трамп анонсировал существенные корректировки в энергетической и климатической политики страны. Несмотря на

<sup>75</sup> Возобновляемые источники энергии (ВИЭ) – являются альтернативой ископаемым топливам, таким как уголь, нефть и газ, которые используются для замедления процесса изменения климата. Включает солнечную энергию, ветровую, гидроэнергию и другие источники.

заявления об отмене «Закона о снижении инфляции»<sup>76</sup> (далее – IRA), полная его аннуляция представляется маловероятной ввиду наличия в нем выгодных налоговых преференций для нефтегазового сектора, поддерживаемого новоизбранным президентом. Более того, IRA принес значительные экономические выгоды штатам с республиканским большинством, куда, по оценкам Clifford Chance, было направлено порядка 85% общего объема финансирования, предусмотренного данным законодательным актом.

По данным издания Politico, Трамп планирует перераспределить неиспользованные средства из \$142.3 млрд, выделенных на климатические программы. В данных условиях сектор ВИЭ может столкнуться с существенным сокращением федеральной поддержки, включая потенциальную отмену налоговых кредитов, грантов и субсидий, предусмотренных IRA. Особые риски прослеживаются для офшорной ветроэнергетики, учитывая критическую позицию Трампа по отношению к данному направлению. Реализация подобных инициатив может привести к усилению давления на компании, специализирующиеся на ВИЭ.

Данные изменения могут оказать значительное влияние на энергетический ландшафт США. Однако реальный масштаб трансформаций будет определяться законодательными ограничениями и кандидатурой нового председателя «Федеральной комиссии по регулированию энергетики»<sup>77</sup>. Стоит отметить, что многие штаты реализуют собственные программы по развитию чистой энергетики и могут продолжить их выполнение независимо от федеральной политики. В связи с этим, несмотря на растущее давление на сектор, прогнозируется увеличение объемов генерации электроэнергии из ВИЭ.

**С точки зрения ценовой конкурентоспособности, ВИЭ сохраняют свои позиции как наиболее привлекательные опции по стоимости генерации.** Согласно расчетам инвестиционного банка Lazard, даже без учета государственных субсидий, нормированная стоимость электроэнергии<sup>78</sup> (далее – LCOE) для солнечной генерации остается самой низкой среди всех источников генерации, варьируясь от \$29 до \$92 за МВтч. Ближайшим конкурентом среди традиционных источников генерации являются парогазовые установки<sup>79</sup> с LCOE в диапазоне от \$45 до \$108 за МВтч. Таким образом, экономические преимущества, вероятно, будут способствовать дальнейшему развитию ВИЭ и росту котировок акций компаний-производителей, в особенности в сегменте солнечной генерации, таких как «First Solar» и «Enphase Energy».

**Согласно прогнозу «Управления энергетической информации США»<sup>80</sup> (далее – EIA), потребление электроэнергии в США достигнет рекордных значений в 2024 и 2025 годах.** Ожидается, что в 2024 году общий спрос на электроэнергию составит 4090 млрд кВтч, а в 2025 году – 4158 млрд кВтч. Прогнозируемый рост потребления обусловлен рядом факторов, в том числе:

- Растущим энергопотреблением центров обработки данных и систем искусственного интеллекта.
- Увеличением потребления электроэнергии в отопительный период.
- Развитием сектора электротранспорта.

В структуре генерации электроэнергии, по прогнозам EIA, природный газ сохранит лидирующие позиции. Его доля составит 42% в 2024 году, как и в 2023 году, но снизится до 40% в 2025 году. Доля угля продолжит сокращаться: с 17% в 2023 году до 15% в 2024 и 2025 годах. В то же время доля ВИЭ будет демонстрировать устойчивый рост, увеличившись с 22% в 2023 году до 23% в 2024 году и до 25% в 2025 году. Доля атомной энергетики останется стабильной на уровне 19% в 2024 и 2025 годах.

Прогнозируется рост оптовых цен на электроэнергию в 2025 году, обусловленный повышением прогнозных цен на природный газ. Исключение составит Северо-Западный регион, где ожидается снижение цен на 9% благодаря увеличению выработки гидроэлектростанций. В Техасе также прогнозируется снижение цен на 17% за счет роста солнечной генерации.

**Растущий спрос на электроэнергию стимулирует энергетические компании к наращиванию мощностей.** По прогнозам Edison Electric Institute, капитальные затраты компаний, представляющих около 85% общей

<sup>76</sup> Закона о снижении инфляции (Inflation reduction act, IRA) – законодательство США, которое направлено на борьбу с инфляцией, стимулирование экономического роста и борьбу с изменением климата. Касательно зеленой энергетики закон включает налоговые льготы для возобновляемых источников энергии, поддержку электромобилей, субсидии для производителей и потребителей солнечной энергии и поддержку устойчивой энергетической инфраструктуры.

<sup>77</sup> Федеральная комиссия по регулированию энергетики (Federal Energy Regulatory Commission, FERC) — независимый федеральный орган исполнительной власти США, отвечающий за регулирование межштатных поставок электроэнергии, газа и нефти.

<sup>78</sup> Нормированная стоимость электроэнергии (Levelised Cost of Energy, LCOE) — экономический показатель, который используется для оценки стоимости производства и потребления электроэнергии.

<sup>79</sup> Парогазовые установки (ПГУ) — энергоустановки, сочетающие два типа технологий для выработки электрической энергии: паротурбинную и газотурбинную. Основное преимущество таких установок заключается в высокой эффективности, так как они используют два цикла — газовый и паровой, что позволяет максимально эффективно использовать топливо.

<sup>80</sup> Управление энергетической информации США (Energy Information Administration, EIA) — независимое агентство федерального правительства США, которое предоставляет информацию о энергетических ресурсах, рынках, ценах и потреблении различных природных ресурсов.

капитализации сектора коммунальных услуг S&P 500, вырастут с \$167.8 млрд в 2023 году до \$186.4 млрд в 2024 году и \$202.7 млрд в 2025 году.

Структура инвестиций будет распределена следующим образом:

- Около 32% будет направлено на распределение электроэнергии: расширение сетей, внедрение технологий управления спросом, увеличение развертывания интеллектуальных счетчиков, развитие "умных" сетей и систем хранения электроэнергии;
- Около 27% будет инвестировано в развитие генерации: строительство новых электростанций, а также разработку технологий водяного охлаждения для центров обработки данных;
- Оставшиеся 40% будут распределены между передачей электроэнергии и газовыми проектами.

Политика Дональда Трампа направлена на стимулирование роста производства энергии для обеспечения конкурентоспособности США, особенно в энергоемких отраслях, таких как разработка систем искусственного интеллекта. Он заявил о намерении:

- Стимулировать строительство новых газопроводов.
- Прекратить реализацию проектов по офшорной ветроэнергетике.
- Нарастить добычу ископаемых видов топлива, упростив процедуры для добычи на федеральных землях.

Реализация данных инициатив может оказать положительное влияние на компании, специализирующиеся на традиционной генерации «Duke Energy», «Southern Company» и «NextEra Energy». В зарегулированном секторе коммунальных услуг рост активов, как правило, приводит к увеличению выручки предприятий.

**Ядерная энергетика позиционируется как перспективное направление развития энергетического сектора США.** Несмотря на смещение фокуса новой администрации в сторону традиционных источников энергии, сохраняется тенденция к декарбонизации экономики. Растущий интерес к ядерным реакторам трансформирует энергетический ландшафт США, поскольку технологические компании и государственные органы активно поддерживают внедрение «передовых ядерных» технологий для обеспечения энергетической безопасности. По прогнозам Newmark, к 2030 году доля дата-центров в общем энергопотреблении США может достигнуть 9%. Такие технологические гиганты, как Amazon, Alphabet и Microsoft, активно инвестируют в новые ядерные технологии для энергоснабжения своих дата-центров.

Интерес технологических компаний к ядерной энергетике находит поддержку и на государственном уровне. Штаты Нью-Йорк, Техас, Вирджиния, Вашингтон и Теннесси выражают заинтересованность во внедрении передовых ядерных реакторов.

Примеры инвестиций в ядерную энергетiku:

- Microsoft: инвестирует в восстановление атомной станции Three Mile Island в Пенсильвании мощностью 835 МВт к 2028 году.
- Amazon: закупает энергию у атомных станций и поддерживает строительство малых модульных реакторов<sup>81</sup> (далее – MMP) в партнерстве с Energy Northwest (4 станции общей мощностью 320 МВт).
- Alphabet: заключила соглашение с Kairos Power на закупку энергии, производимой MMP, с ожидаемым запуском 500 МВт мощности к 2035 году.

Однако, существуют и сдерживающие факторы:

- Критики MMP указывают на их высокую стоимость, длительные сроки развертывания и большой объем производимых отходов по сравнению со старыми моделями;
- Экологические и общественные группы выражают обеспокоенность по поводу перерасхода средств и вопросов безопасности;
- Эскалация напряженности в отношениях между Россией и США из-за войны в Украине привела к приостановке поставок обогащенного урана в США, что спровоцировало рост цен на уран на фоне потенциального дефицита сырья.

Несмотря на существующие вызовы, в 2025 году ожидается новый импульс в развитии ядерной энергетики, который выгоден для таких компаний как «Nuscale Power», «NRG Energy» и «Talen Energy».

---

<sup>81</sup> Малый модульный реактор (Small modular reactor, SMR) – тип ядерных реакторов, который отличается меньшими размерами и мощностью по сравнению с традиционными крупными атомными электростанциями. MMP представляют собой модульные установки, которые можно строить поэтапно. Это означает, что реакторы могут быть произведены и собраны на заводе, а затем транспортированы и установлены на месте. Модульная конструкция также позволяет легко масштабировать установки, добавляя дополнительные модули для увеличения мощности



## Наше мнение

Ключевыми темами для обсуждения в настоящее время остаются бюджетные и финансовые вопросы, а также потенциальные изменения политики в области здравоохранения, которые будут обусловлены новыми назначениями и политическим курсом нового Президента. Неопределенность, связанная с политикой Трампа, продолжит оказывать влияние на волатильность рынка. Несмотря на то, что отдельные отрасли, такие как дистрибьюторы, компании медицинского страхования и биотехнологические предприятия, могут продемонстрировать положительную динамику, общие перспективы сектора остаются туманными ввиду непредсказуемости политической обстановки.

- **Новый министр здравоохранения США, Роберт Фрэнсис Кеннеди, делает акцент на реформировании питания и борьбе с хроническими заболеваниями как ключевых инструментах улучшения здоровья населения.**
- **Кеннеди выражает критическое отношение к производителям препаратов для лечения ожирения.** Он выступает против расширения покрытия медицинского страхования на препараты группы GLP-1, ссылаясь на потенциальное финансовое бремя для системы здравоохранения.
- **Расширение программы Medicare Advantage, поддерживаемое новым руководителем CMS, может стимулировать развитие сектора медицинского страхования.** Несмотря на популярность программы среди стареющего населения, для ее дальнейшего расширения потребуются подтверждение ее экономической эффективности.
- **Предполагаемый дальнейший вектор экономического развития США, вероятно, окажет поддержку акциям биотехнологических компаний и дистрибьюторов.** Этому будут способствовать репатриация производства в США, снижение доходности облигаций и активизация слияний и поглощений.
- **Отдельные отрасли, включая медицинские учреждения и сектор медицинских технологий, могут столкнуться с трудностями.** Это обусловлено отменой субсидий и введением тарифов на иностранное производство.

Рис. 37. Сравнение индекса S&P 500 с его компонентами из сектора здравоохранения



Источник: Standard & Poor's

Индекс здравоохранения S&P500 представлен 64-мя компаниями из 6-ти индустрий, среди которых производители фармацевтической продукции составляют 33%. Наибольшую долю занимают следующие: Eli Lilly (13%), UnitedHealth Group (9%), Johnson&Johnson (7%), AbbVie (6%) и Merck (5%). Общая капитализация индекса составляет около \$5.7 трлн.

**«Сделаем Америку снова здоровой».** Роберт Фрэнсис Кеннеди, известный своей кампанией под лозунгом «Сделаем Америку снова здоровой» («Make America Healthy Again»), назначен на пост министра



здравоохранения США. Новый глава ведомства планирует сосредоточить усилия на двух ключевых направлениях: контроле безопасности вакцин и борьбе с эпидемией хронических заболеваний. Данный подход направлен на улучшение показателей здоровья населения и снижение расходов на здравоохранение. Кеннеди выступает за решение этих проблем посредством реформ в области питания, отдавая им предпочтение перед фармакологическими методами.

**Новая администрация скептически относится к препаратам для лечения ожирения.** В частности, Кеннеди высказал опасения, что растущая зависимость от таких препаратов, как Ozempic<sup>82</sup>, свидетельствует о неверном подходе к общественному здравоохранению. По его мнению, фармацевтические компании эксплуатируют зависимость американцев от лекарств, вместо того чтобы стимулировать более здоровый образ жизни и изменения в рационе питания. Более того, Кеннеди выступил против инициатив по расширению покрытия Medicare<sup>83</sup> или Medicaid<sup>84</sup> для препаратов GLP-1<sup>1</sup>, аргументируя это их высокой стоимостью и утверждая, что подобные расходы станут непосильным бременем для системы здравоохранения. Он подчеркнул потенциальную финансовую нагрузку, связанную с повышением доступности данных медикаментов, оценив ее в \$3 триллиона ежегодно. Кроме того, доходы ряда крупнейших фармацевтических компаний могут оказаться под давлением в случае введения ценового ограничения на инсулиновые препараты на уровне \$35 за месячную плату по программе «Часть D»<sup>85</sup>. Совокупность этих факторов создает риск замедления дальнейшего развития отрасли лечения ожирения и диабета, а под угрозой будут находиться такие фармацевтические гиганты, как «Eli Lilly», «Novo Nordisk», «Amgen» и «Sanofi».

**Инициатива по созданию конкурентной среды в здравоохранении потенциально выгодна для страховых компаний.** Ранее Мехмет Оз, назначенный председателем правления Центров обслуживания Medicare и Medicaid (далее – CMS)<sup>86</sup>, высказывался в поддержку идеи всеобщего медицинского страхования для американцев через программу Medicare Advantage<sup>87</sup>. В случае ее реализации компании медицинского страхования столкнутся с увеличением расходов на обслуживание клиентов, особенно на фоне проблем отрасли, связанных с неожиданно низким повышением премий, объявленных CMS в апреле 2024 года.

Тем не менее, «Проект 2025»<sup>88</sup>, опубликованный фондом «Heritage Foundation»<sup>89</sup>, поддерживает планы Medicare Advantage как инструмент расширения выбора для потребителей и усиления конкуренции в рамках программы Medicare. Эта позиция согласуется с более широкой стратегией Республиканской партии по расширению приватизации в сфере здравоохранения, направленной на перевод большего числа бенефициаров с традиционного Medicare на частные планы. Такой сдвиг рассматривается как способ сокращения государственных расходов и повышения качества обслуживания пациентов. В свою очередь, новое руководство CMS может повысить премии за обслуживание клиентов частных планов Medicare Advantage, что окажет положительное влияние на страховые компании. Среди некоторых, бенефициарами могут выступить «UnitedHealth Group», «Cigna» и «Humana».

**Новая администрация Дональда Трампа стремится снизить стоимость лекарств для потребителей.** Предстоящая кампания может быть сфокусирована на усилении контроля над организациями, управляющими льготами на лекарственные средства (далее – PBM)<sup>90</sup>. Эти компании, аффилированные с поставщиками страховых услуг, подвергаются критике за непрозрачное ценообразование и скрытые комиссии, что ведет к завышению цен на медикаменты.

---

<sup>82</sup> Ozempic — название лекарственного препарата компании Novo Nordisk, который используется для лечения диабета 2-ого типа и снижения веса у пациентов с ожирением. Препарат содержит гормон GLP-1 (глюкагоноподобный пептид-1), который играет важную роль в регуляции уровня сахара в крови и в процессах метаболизма, а также участвует в контроле аппетита и энергии.

<sup>83</sup> Medicare — федеральная программа здравоохранения в США, предназначенная для предоставления медицинского обслуживания людям в возрасте 65 лет и старше. Покрывает госпитальные расходы и амбулаторное лечение.

<sup>84</sup> Medicaid — это государственная программа здравоохранения в США, предназначенная для обеспечения медицинской помощи людям с низким доходом.

<sup>85</sup> Часть D Medicare (Medicare Part D) — это часть федеральной программы Medicare в США, которая покрывает расходы на лекарства, отпускаемые по рецепту. Этот план предоставляет дополнительную помощь в оплате рецептурных препаратов для людей, которые участвуют в Medicare.

<sup>86</sup> Центры обслуживания Medicare и Medicaid (Centers for Medicare & Medicaid Services, CMS) — федеральное агентство США, которое занимается администрированием и контролем программ здравоохранения Medicare и Medicaid. CMS устанавливает правила и регулирует выплаты за услуги медицинского обслуживания и лекарства по рецепту в рамках программы Medicare для частных страховых компаний.

<sup>87</sup> Medicare Advantage — альтернативный способ получения медицинских услуг для людей, имеющих право на программу Medicare в США. Medicare могут выбрать планы Medicare Advantage, которые предлагают частные страховые компании, одобренные CMS. Помимо покрытия госпитальных расходов и амбулаторного лечения, возможно расширенное покрытие на рецептурные лекарства и прочие дополнительные услуги.

<sup>88</sup> Проект 2025 — стратегическая инициатива, разработанная Heritage Foundation, которая направлена на формирование будущей политики США, особенно в рамках возможной администрации Республиканцев после выборов 2024 года.

<sup>89</sup> Heritage Foundation — американский консервативный think tank (институт), который занимается разработкой и продвижением политики в различных областях, включая экономику, здравоохранение, безопасность, образование и международные отношения.

<sup>90</sup> Организация, управляющая льготами на лекарственные средства (Pharmacy Benefit Manager, PBM) — определяет какие медикаменты будут входить в страховую программу клиента. Они договариваются с фармацевтическими компаниями о ценах на лекарства, устанавливают формуляры (списки одобренных препаратов) и управляют выплатами аптекам за распространение препаратов. Зачастую данные компании принадлежат крупным холдингам, специализирующимся на медицинском страховании.

В то же время, Трамп, вероятно, выступит против существующих механизмов переговоров по ценам, внедренных в рамках «Закона о снижении инфляции» (далее – IRA)<sup>91</sup>, который предоставляет правительству право устанавливать цены на лекарства в рамках программы Medicare. Эти меры, направленные на снижение стоимости медикаментов, могут быть восприняты администрацией как угроза инновациям в фармацевтической отрасли. Как следствие, в будущем можно ожидать ослабления механизмов ценовых переговоров в рамках IRA.

Тем не менее, в краткосрочной перспективе маловероятны значительные изменения в политике ценообразования на лекарства, учитывая, что процесс внедрения новых правил уже запущен. Важно отметить, что 1 февраля 2025 года будет опубликован список из 15 препаратов, которые станут объектом переговоров по ценам в рамках IRA. Данный перечень лекарств может послужить важным ориентиром для определения дальнейшей политики новой администрации в сфере ценообразования на лекарства.

В целом, влияние на ценообразование лекарственных средств в США остается неопределенным. Мы уделяем особое внимание таким производителям медикаментов как «Pfizer», «AbbVie» и «Johnson & Johnson», а также страховым компаниям, управляющих крупными PBM, включая «UnitedHealth Group», «Cigna» и «CVS Health», в связи с неясностью относительно дальнейших изменений в ценовой политике страны в отношении лекарственных препаратов.

**Политика Трампа оказывает благоприятное влияние на биотехнологическую отрасль.** После выборов в США управляющие крупных инвестиционных компаний сделали ставку на растущий потенциал биофармацевтического сектора, основываясь на ожиданиях, что администрация Трампа ослабит регуляторные барьеры, влияющие на одобрение лекарственных препаратов Управлением по санитарному надзору за качеством пищевых продуктов и медикаментов (далее – FDA)<sup>92</sup>. Оптимизм в отношении слияний и поглощений остается высоким, особенно в сегменте средних и малых биотехнологических компаний, благодаря новым назначениям в «Федеральную торговую комиссию»<sup>93</sup>, а также потенциальному снижению доходности десятилетних облигаций, которая исторически имеет положительную корреляцию с ростом акций отрасли. В данном секторе мы выделяем «Vertex Pharmaceuticals» и «Regeneron Pharmaceuticals».

**Дистрибьюторы продемонстрировали лучшую доходность после выборов.** Акции данной отрасли являются предпочтительными ввиду ряда микроэкономических факторов, таких как повышение прогнозов прибыли, и их соответствия «Трамп-трейду»<sup>94</sup>, которая подразумевает ориентацию на внутренний рынок и репатриацию производства лекарственных препаратов в США выгодна таким компаниям как «Cencora», «Cardinal Health» и «McKesson».

**Госпитали могут лишиться части финансирования.** Другим важным вопросом является судьба субсидий в рамках «Закона о доступном здравоохранении» (далее – ACA)<sup>95</sup>, в частности, истечет ли срок их действия в конце 2025 года, будут ли они продлены, и если да, то с изменениями или без. В случае принятия решения о сокращении субсидий миллионы американцев могут лишиться доступа к программе Medicaid. По мнению Goldman Sachs, истечение срока действия субсидий ACA может стать серьезной проблемой для государственных больниц, так как 6–7% от общего объема пациентов приходится на долю Medicaid. Данное обстоятельство потенциально сократит поток пациентов в госпитали, что ударит по акциям таких компаний как «Tenet Healthcare», «HCA Healthcare» и «Universal Health Services». Высвободившиеся клиенты, вероятно, перейдут на обслуживание в компании частного медицинского страхования.

**Индустрия медицинских технологий может пострадать от протекционистской политики.** Инвесторы также выражают обеспокоенность по поводу возможного влияния тарифной политики на цепочки поставок оборудования для отрасли медицинских технологий из Мексики и Китая. Так, по данным Управления по санитарному надзору за качеством пищевых продуктов и медикаментов, более 40% устройств, продаваемых в США, импортируются на сумму свыше \$65 миллиардов. Кроме того, существует вероятность укрепления

<sup>91</sup> Закон о снижении инфляции (Inflation Reduction Act, IRA) — Закон направлен на снижение инфляции, поддержание долгосрочного экономического роста, улучшение здравоохранения, а также на стимулирование перехода к чистой энергетике. Включает меры по сокращению дефицита бюджета США через повышение налоговых поступлений, субсидии для зеленой электроэнергии и электромобилей, снижение стоимости лекарств и другие инициативы.

<sup>92</sup> Управление по контролю за продуктами и лекарствами США (Food and Drug Administration, FDA) — федеральное агентство Министерства здравоохранения и социальных служб США, ответственное за обеспечение безопасности и эффективности лекарств. FDA оценивает и утверждает новые лекарства, вакцины и другие медицинские препараты, обеспечивая их безопасность и эффективность перед выходом на рынок.

<sup>93</sup> Федеральная торговая комиссия (Federal Trade Commission, FTC) — независимое агентство правительства США, созданное для защиты потребителей и обеспечения конкурентоспособности на рынках.

<sup>94</sup> Трамп трейд (Trump trade) — термин, возникший в период выборов президента США. Он использовался для обозначения определенных рыночных стратегий и инвестиций, основанных на предполагаемых или ожидаемых экономических и торговых политиках Трампа.

<sup>95</sup> Закон о доступном здравоохранении (Affordable Care Act, ACA) — подписан в 2010 году президентом США Барак Обамой с целью улучшения системы здравоохранения в стране, расширения доступа к медицинским услугам и снижения затрат на здравоохранение для граждан США. Закон также известен как «Обамакер». Он включает в себя расширение программы Medicaid, управление рынком покупки медицинской страховки и прочие инициативы.

доллара, что может негативно повлиять на такие сектора, как медицинские технологии, имеющие значительную международную представленность.

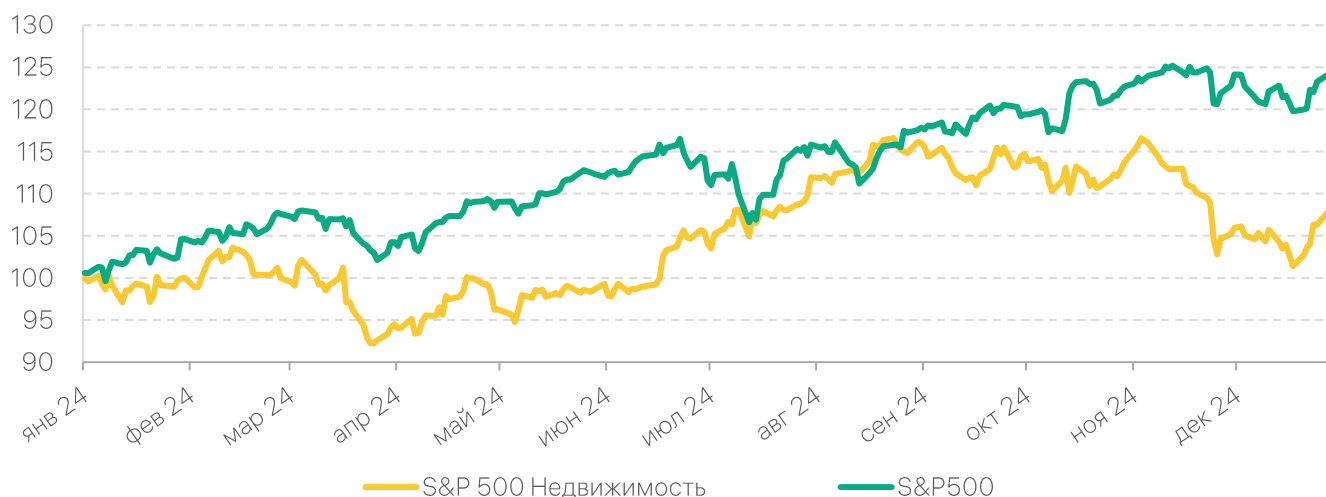
Тем не менее, индустрия также получает существенные преимущества от внедрения технологий искусственного интеллекта. Дефицит медицинских работников в развитых странах может быть частично компенсирован за счет ускорения рабочих процессов с использованием машинного обучения, что, особенно в свете ограничений на иммиграцию, окажет положительное влияние на отрасль. Влияние этих изменений на сферу медицинских технологий остается неопределенным, в особенности для таких компаний как «Boston Scientific», «Intuitive Surgical» и «Medtronic».

## Наше мнение

Сектор недвижимости США остается привлекательным для инвесторов, несмотря на текущие вызовы, такие как высокие ипотечные ставки, растущая инфляция и протекционистская политика нового президента. Среди инвестиционных фондов в недвижимость выделяется многоквартирный сегмент в штатах с низким уровнем одобрения нового строительства, а также частные дома на юге страны, предложение которых остается ниже существующего спроса. В нежилом сегменте мы отдаем предпочтение торговым помещениям и дата-центрам, а также наблюдаем за стабилизацией рынка сдачи в аренду офисных помещений.

- **На рынке недвижимости сохраняется тенденция к росту цен, несмотря на высокие ипотечные ставки.** Ожидается, что темпы увеличения цен на недвижимость замедлятся, но политика Трампа может оказать дополнительное давление на себестоимость строительства.
- **Основным драйвером роста продаж на рынке недвижимости США станет сегмент одноквартирных домов.** Увеличение количества сделок по частным домам будет способствовать сокращению дефицита предложения на рынке.
- **Сегмент многоквартирного жилья продолжает замедляться.** Избыточное предложение апартаментов на юге США частично снижает ценовое давление. Квартиры в штатах на обоих побережьях все еще дорогие.
- **Рынок офисной недвижимости США демонстрирует признаки приближающейся стабилизации.** Крупные компании возвращают сотрудников на очный формат работы.
- **Стремительное развитие переживает сектор инвестиционных фондов в дата-центры.** Растущий спрос на технологию искусственного интеллекта стимулирует поиск готовой инфраструктуры для серверов.
- **Позитивный прогноз сохраняется и для розничных REIT.** Высокий спрос и низкое число доступных торговых помещений позволяет арендаторам повышать ренту.

Рис. 38. Сравнение индекса S&P 500 с его компонентами из сектора недвижимости



Источник: Standard & Poor's

Индекс недвижимости S&P500 представлен 31 компанией, 29 из которых относятся к инвестиционным фондам в недвижимость<sup>96</sup> (далее – REIT). Наибольшую долю занимают следующие: Prologis (9%), American Tower Corporation (8%), Equinix (8%), Welltower (7%) и Digital Realty Trust (5%). Общая капитализация индекса составляет \$1.2 трлн.

**На рынке недвижимости сохраняется тенденция к росту цен, несмотря на высокие ипотечные ставки.** По прогнозам агентства Redfin, средняя ставка по ипотечным кредитам в 2025 году останется на уровне выше 6%.

<sup>96</sup> Инвестиционный фонд в недвижимость (Real estate investment trust, REIT) – коллективная инвестиционная структура, предназначенная для привлечения денежных средств инвесторов с целью вложения в различные виды недвижимости. Такие фонды позволяют инвесторам получить доступ к недвижимости, не приобретая её напрямую. Данные инструменты зачастую выплачивают около 90% своей чистой прибыли в виде дивидендов.

Высокая стоимость заимствований, в сочетании с ограниченным предложением, продолжит поддерживать дефицит объектов на вторичном рынке. Как следствие, многие собственники не могут позволить себе продать имеющееся жилье и приобрести новое по возросшим ставкам. Однако ожидаемое увеличение предложения на первичном рынке недвижимости должно способствовать замедлению темпов роста цен.

Так, эксперты Freddie Mac прогнозируют снижение темпов роста медианной цены на жилье с 5.2% в 2024 году до 3.8% в 2025 году, когда она достигнет \$411 тыс. Этот умеренный рост обусловлен балансом между увеличением заработных плат и ростом предложения жилья. Тем не менее, дисбаланс между спросом и предложением, наблюдаемый на текущем рынке, продолжит оказывать повышательное давление на стоимость недвижимости. Рынок аренды также продолжит дорожать, что также связано с недостаточным предложением жилья и высокими процентными ставками. По прогнозам агентства CoStar, средняя арендная плата в США в 2025 году вырастет на 3.5% по сравнению с 2024 годом.

**Отток мигрантов из США и протекционистская политика окажут инфляционное влияние на рынок недвижимости.** Победа республиканцев и последующее снижение регуляторных барьеров могут стимулировать рост объемов строительства, увеличивая предложение жилья. Однако существуют и сдерживающие факторы. Растущее инфляционное давление и сокращение миграции могут стать препятствием для отрасли, учитывая, что около 30% работников в строительной сфере являются иностранцами. Предлагаемая администрацией Трампа политика массовых депортаций может привести к сокращению рабочей силы и дефициту кадров, что негативно скажется на стоимости строительства и сроках реализации проектов. Кроме того, введение тарифов на импорт может увеличить стоимость таких строительных материалов, как сталь и древесина, закупаемых в Китае и Канаде. Таким образом, рынку недвижимости еще предстоит ощутить полный эффект от протекционистской политики Трампа. Следовательно, существует вероятность, что реальный рост цен на жилье в 2025 году может оказаться выше текущих прогнозов.

**Основным драйвером роста продаж на рынке недвижимости США станет сегмент многоквартирных домов<sup>97</sup>.** Так, Национальная ассоциация торговцев недвижимостью США (NAR) ожидает увеличения продаж на вторичном рынке на 9% в 2025 году по сравнению с 2024 годом. Этот рост обусловлен значительным отложенным спросом со стороны граждан, сталкивающихся с дефицитом предложения. Параллельно прогнозируется и рост продаж на первичном рынке, который, как ожидается, составит 11% в 2025 году, что связано с увеличением объемов строительства многоквартирных домов. Строительство частных домов концентрируется преимущественно в пригородах, особенно в некоторых частях Среднего Запада, Юго-Востока и Юго-Запада США, включая штаты Нью-Мексико, Невада и Аризона, где спрос на такие постройки все еще не удовлетворен. Бенефициарами этого тренда являются некоторые REIT, специализирующиеся на сдаче в аренду многоквартирных домов, например «American Homes 4 Rent» и «Invitation Homes».

**Сегмент многоквартирного жилья продолжает замедляться.** Согласно данным агентства CoStar, пик строительства многоквартирных домов<sup>98</sup> придется на 2024 год, после чего ожидается снижение объемов ввода в эксплуатацию с 610 тыс. до 340 тыс. единиц в 2025 году. Несмотря на некоторое сокращение строительной активности, рынок остается динамичным. Благодаря высокому спросу на городскую недвижимость в ближайшие кварталы прогнозируется дальнейший рост арендных ставок. Однако этот рост неравномерен и имеет выраженные региональные особенности. Например, в штатах на обоих побережьях наблюдается рост арендных ставок, превышающий средний по стране, в то время как в таких городах на юге страны, как Остин и Феникс, напротив, зафиксировано их снижение, вызванное высоким уровнем нового предложения.

Данная тенденция особенно актуальна для южных регионов США. Пандемический всплеск строительной активности в «Солнечном поясе»<sup>99</sup> привел к замедлению роста арендных ставок в 2024 году, однако ожидается стабилизация ситуации по мере снижения темпов строительства. В октябре 2024 года продолжилось сокращение количества выдаваемых разрешений на строительство многоквартирных домов в южных штатах, что в 2025–2026 годах приведет к более сбалансированной динамике спроса и предложения, благоприятной для арендодателей. В перспективе, по мере замедления темпов строительства, ожидается ускорение роста арендных ставок, обусловленное превышением спроса над предложением. По мере изменения ситуации, такие REIT-ы на жилую недвижимость, как «Camden Property Trust» и «Mid-America Apartment Communities», будут становиться более привлекательными.

<sup>97</sup> Одноквартирные дома (Single family units) – тип жилых зданий, предназначенных для проживания одной семьи.

<sup>98</sup> Многоквартирные дома (5 units or more) – жилые здания, предназначенные для проживания нескольких семей или домохозяйств, каждая из которых занимает отдельную квартиру в здании.

<sup>99</sup> «Солнечный пояс» (Sunbelt) – географическая зона, охватывающая территории, где солнечная энергия поступает с высокой интенсивностью в течение большей части года. Включает Юго-Западную, Южную и Центральную часть США.



Однако в ряде регионов страны наблюдается обратная тенденция, связанная со снижением девелоперской активности. В частности, в штате Нью-Йорк зафиксировано значительное сокращение количества полученных разрешений на строительство. Аналогичная динамика прослеживается и в других штатах на Севере и Среднем Западе. Ожидается, что в 2025 году доходы многоквартирных REIT начнут восстанавливаться после замедления роста в 2023 году, а сокращение числа стартов строительства многоквартирных проектов будет способствовать дальнейшему увеличению стоимости аренды в условиях дефицита предложения в 2025–2026 годах. При этом прибрежные рынки, такие как Нью-Йорк и Лос-Анджелес, сохраняют устойчивый спрос на аренду. По данным Bloomberg, в 2025 году рост арендных ставок составит 3% на Северо-Востоке и Западе США, что поддержит рост стоимости инвестиционной недвижимости в этих регионах. Среди некоторых инвестиционных фондов мы выделяем «Essex Property Trust» и «Equity Residential».

**Рынок офисной недвижимости США демонстрирует признаки приближающейся стабилизации.** К концу третьего квартала 2024 года наблюдается рост спроса на аренду и увеличение количества сделок, хотя устаревшие здания по-прежнему сталкиваются с высокой вакантностью<sup>100</sup>. Драйвером этого процесса выступает политика возвращения сотрудников в офисы, однако гибридный формат работы продолжает оказывать сдерживающее влияние на спрос. Важно отметить, что в США спрос на офисные площади не успевает за ростом количества рабочих мест, что, в свою очередь, окажет понижающее давление на цены и арендные ставки для объектов ниже «класса А»<sup>101</sup>. В то же время, на Западном побережье, особенно в Сан-Франциско, наблюдается оживление спроса, стимулируемое развитием искусственного интеллекта, а крупные работодатели возвращаются в офисы. Аналогичная тенденция возврата сотрудников на рабочие места прослеживается и в таких мегаполисах, как Нью-Йорк и Бостон. На западном побережье мы выделяем «Kilroy Realty Corporation», а на восточном – «Boston Properties».

**Стремительное развитие переживает сектор инвестиционных фондов в дата-центры.** Отрасль центров обработки данных (далее – ЦОД) находится на этапе беспрецедентного роста, обусловленного увеличением потребности в вычислительных мощностях, особенно для задач, связанных с искусственным интеллектом. По прогнозам J.P.Morgan, глобальная мощность ЦОД вырастет с 42.7 ГВт в 2024 году до 70.7 ГВт к 2026 году, демонстрируя совокупный среднегодовой темп роста в 28.7%. В США ожидается еще более впечатляющий рост – на 37.1% ежегодно, с достижением мощности 47.2 ГВт к 2026 году. Ключевыми рынками роста в данном сегменте являются Финикс, Хиллсборо, Лас-Вегас и Атланта, а также Европа. Компании, предоставляющие услуги по размещению серверов в своих помещениях столкнутся с растущим спросом на вакантные места, включая «Equinix» и «Digital Realty Trust».

**Позитивный прогноз сохраняется и для розничных REIT.** Фонды в данном секторе демонстрируют высокий уровень заполняемости и растущие арендные ставки. Несмотря на трудности, с которыми сталкиваются потребители с низким доходом, что способствует росту популярности дисконтных ритейлеров, таких как Walmart, управляющие розничными REIT не выражают обеспокоенности по поводу слабых результатов некоторых арендаторов, таких как, Target. Спрос на розничную недвижимость остается устойчивым, поскольку арендаторы продолжают искать площади, а предложение новых объектов ограничено. В данной отрасли мы выделяем акции «Brixmor Property Group» и «Federal Realty Investment».

<sup>100</sup> Вакантность недвижимости – термин, используемый для описания пустующего или незанятого объекта недвижимости.

<sup>101</sup> Недвижимость класса А – высококачественные коммерческие или жилые объекты, которые отвечают самым высоким стандартам в плане расположения, инфраструктуры, строительных материалов, дизайна и удобств.



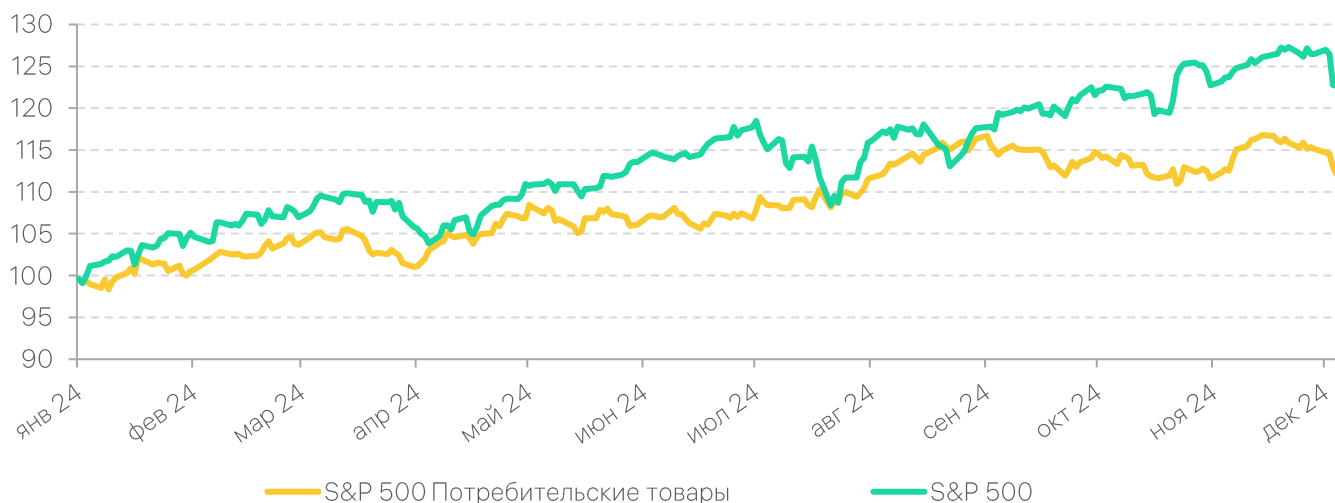
## Наше мнение

Сектор потребительских товаров продолжает демонстрировать устойчивый рост на фоне постепенного замедления инфляции и стабилизации доходов населения. Хотя в 2025 году мы ожидаем снижение темпов роста располагаемых доходов населения (DPI) до 4.9% с 5.8% в 2024 году, потребительский спрос поддерживается благодаря снижению затрат на энергоресурсы, умеренной инфляции цен на продукты питания и снижению расходов на здравоохранение.

Эти макроэкономические факторы, в совокупности с более низкими процентными ставками, позволят увеличить долю дискреционных расходов (доходов, оставшихся после покрытия обязательных затрат) до 5.2% в 2025 году по сравнению с 4.4% в 2024 году. Это создаёт благоприятные условия для компаний, активно инвестирующих в инновации и укрепляющих свои позиции на рынке.

- **Крупнейшие компании остаются в выигрышной позиции.** Компании с сильными брендами и инновационными продуктами, такие как PEP и CL, продолжают доминировать, благодаря успешной адаптации к изменяющимся предпочтениям потребителей.
- **Рост на развивающихся рынках.** На фоне замедления роста на развитых рынках акцент смещается в сторону развивающихся экономик. Компании с сильным присутствием на этих рынках, такие как PM и MNST, смогут извлечь выгоду из данного тренда.
- **Оптимизация цепочек поставок.** В условиях возможного ужесточения тарифной политики важность локализации производства и повышения эффективности логистики возрастает. Компании, активно инвестирующие в эти направления, окажутся в более выгодном положении.
- **Ценообразование и конкурентоспособность.** После периода интенсивного роста цен на продукцию компании сталкиваются с необходимостью поддерживать конкурентоспособные цены, избегая потери доли рынка из-за усиления конкуренции со стороны частных брендов.

Рис. 39. Изменение индекса сектора потребительских товаров в составе S&P 500 и самого индекса



Источник: Standard & Poor's

### Крупнейшие компании остаются в выигрышной позиции.

Компании, работающие в сфере товаров народного потребления и имеющие сильные бренды и стабильные бизнес-модели, продолжают удерживать лидирующие позиции на рынке. Это связано с их способностью быстро реагировать на меняющиеся предпочтения покупателей, инвестировать в новые технологии и эффективно управлять своей деятельностью. Например, такие компании, как PepsiCo и Colgate-Palmolive, не только расширяют ассортимент, но и активно развивают новые направления, такие как продукты для здорового образа жизни и устойчивого развития. Это позволяет им привлекать новых клиентов и удерживать существующих.

Благодаря способности создавать новые продукты, соответствующие потребностям покупателей, эти компании успешно осваивают новые рыночные ниши и укрепляют лояльность клиентов. Кроме того, использование цифровых технологий и персонализированного маркетинга помогает им поддерживать связь с клиентами в условиях высокой конкуренции.

В 2025 году компании-лидеры, скорее всего, будут укреплять свои позиции на рынке, несмотря на возможные внешние угрозы, такие как повышение цен и обострение конкуренции. Их потенциал для стабильного развития делает их привлекательными объектами для инвестиций, особенно в условиях экономической нестабильности.

### Рост на рынках развивающихся стран

Страны, которые находятся на стадии экономического развития, такие как государства Азии, Латинской Америки и Африки, являются ключевым фактором роста для компаний, которые производят товары для потребителей. В этих регионах наблюдается увеличение среднего класса, рост доходов населения и стремление к улучшению качества жизни.

Крупные компании, такие как Philip Morris (PM) и Monster Beverage (MNST), активно работают над расширением своего присутствия на этих рынках. Они учитывают местные особенности и адаптируют свои продукты под нужды целевых групп потребителей.

### Оптимизация цепочек поставок

В условиях растущей неопределённости и вероятности введения новых тарифов компании, работающие в сфере потребительских товаров, активно оптимизируют свои логистические процессы. Их основная задача — уменьшить зависимость от внешних факторов, таких как транспортные расходы, и повысить стабильность бизнеса. Компании, которые инвестируют в локализацию производства, автоматизацию и цифровизацию логистики, получают значительное преимущество перед конкурентами. Это позволяет им быстрее реагировать на изменения рыночной ситуации и оперативнее доставлять товары клиентам.

Многие компании берут пример с сектора ритейла, который демонстрирует эффективные методы управления логистикой. Например, Walmart (WMT) успешно адаптируется к новым условиям, создавая локальные распределительные центры и оптимизируя процессы доставки. К 2025 году компании, которые смогут обеспечить гибкость и устойчивость своих цепочек поставок, смогут значительно снизить расходы и повысить эффективность своей деятельности.

### Ценообразование и конкурентоспособность

В условиях замедления инфляции и усиления конкуренции в сегменте товаров для потребителей компании вынуждены искать баланс между прибыльностью и сохранением своей доли на рынке. После периода значительного роста цен, вызванного инфляционным давлением, компании вынуждены разрабатывать новые подходы к ценообразованию. Эти подходы включают гибкие системы скидок, программы лояльности и акцент на ценности продуктов.

Кроме того, растущая конкуренция со стороны частных брендов (private labels) розничных сетей создаёт дополнительное давление на других поставщиков. Покупатели становятся более требовательными к цене, что требует от крупных игроков находить новые способы выделиться на фоне конкурентов за счёт инноваций в продуктах и улучшения их качества. Однако, несмотря на все усилия, риск снижения прибыли остаётся, особенно в условиях неопределённости в макроэкономической и регуляторной сферах.

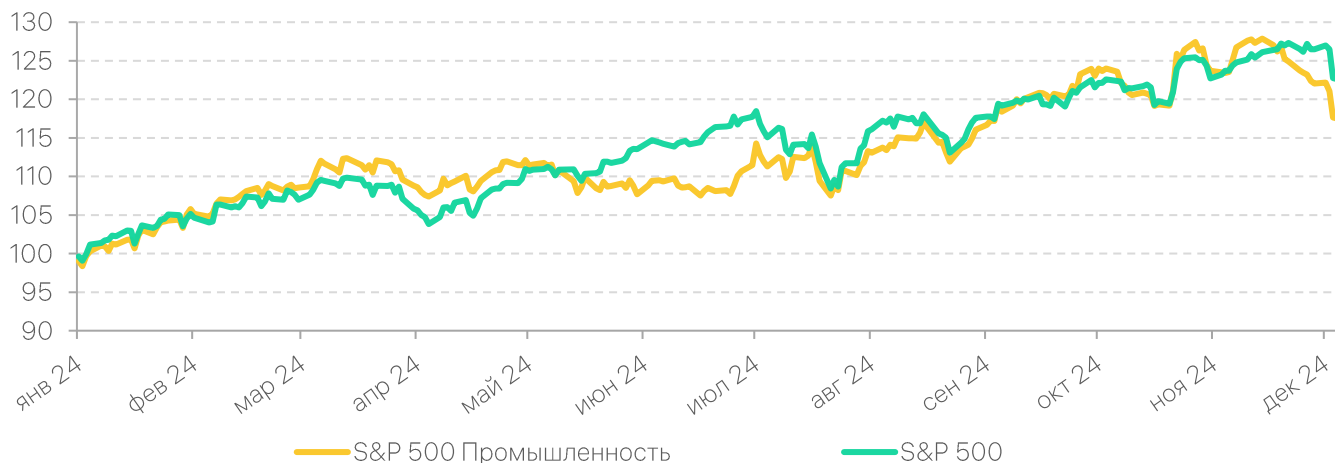
## Наше мнение

По нашему мнению, хотя рост большинства компаний сектора промышленности и зависит от текущего этапа бизнес-цикла, в нем имеются ряд трендов, которые требуют особого внимания инвесторов. Инвестиции в промышленные мегапроекты продолжают расти, особенно по таким направлениям как полупроводники, батареи и чистая энергетика. Этот тренд поддерживает экономическую устойчивость и локализацию цепочек поставок. Однако возможное сокращение военных расходов и реструктуризация федеральных бюджетов в рамках инициативы DOGE могут создать неопределенность для авиационно-оборонной отрасли. Инвесторам следует обратить внимание на компании с сильными технологическими портфелями, способных адаптироваться к новым условиям.

- **Мегапроекты как основа индустриального роста.** Инвестиции в промышленные мегапроекты США достигли \$934 млрд, стимулируя рост ключевых секторов, таких как полупроводники, батареи, чистая энергетика. Эти проекты укрепляют экономику, создают рабочие места и снижают зависимость от импорта.
- **Оборонный сектор под риском сокращения военных затрат США.** В 2025 году авиационно-оборонный сектор столкнется с вызовами и возможностями, обусловленными политическими инициативами и изменением расходов правительства США, включая их реструктуризацию новым «Департаментом эффективности» (DOGE).

Рост индекса S&P 500 Промышленности составил около 18% в течение 2024 года и был обеспечен ростом двух ключевых отраслей – пассажирские авиалинии (+58%) и инженерно-строительная (+55%). Часть других отраслей, особенно задействованные в вышеупомянутых мегапроектах, также показали значительный прирост, но большинство компаний сектора продемонстрировали либо сдержанный рост, либо скорректировались с начала года.

Рис. 40. Изменение индекса сектора промышленных компаний в составе S&P 500 и самого индекса



Источник: Standard & Poor's

## Мегапроекты как основа индустриального роста

В последние годы в промышленности США происходят значительные изменения, которые стали возможны благодаря беспрецедентному притоку инвестиций как от частных компаний, так и от государства. В этот сектор вливаются огромные средства, которые направляются на развитие производственной базы, внедрение передовых технологий и повышение конкурентоспособности экономики.

Одним из ключевых факторов, способствующих этим изменениям, являются мегапроекты, которые могут задать новый вектор развития для целых регионов. По данным Goldman Sachs, с 2021 года объем инвестиций в производственные проекты стоимостью более \$1 млрд достиг \$934 млрд. Ожидается, что к 2030 году ежегодные затраты на новое оборудование вырастут до \$60 млрд.

Среди ключевых заказчиков компании – организации из различных секторов экономики, включая производство полупроводников, аккумуляторов и электромобилей, а также предприятия, работающие в сфере чистой

энергетики и биотехнологий. Эти направления стали приоритетными, поскольку они обладают значительным потенциалом для стимулирования экономического роста и обеспечения устойчивости цепочек поставок. Крупные проекты не только способствуют развитию отдельных отраслей, но и оказывают существенное влияние на экономику в целом. Они создают новые рабочие места и стимулируют спрос на строительные материалы и промышленное оборудование.

По данным Goldman Sachs, за последние восемь месяцев объём инвестиций увеличился на 58%, что указывает на сохранение этой тенденции. Кроме того, переход к локальному производству снижает зависимость от международных цепочек поставок, что особенно важно в условиях текущей геополитической неопределённости и возможного введения тарифов новой администрацией США.

#### **Оборонный сектор под риском сокращения военных затрат США**

Авиационно-оборонный сектор в 2025 году может потенциально столкнуться с новыми вызовами, но и предоставит ряд возможностей для инвесторов. Это связано с политическими инициативами и изменением структуры расходов правительства США в целом и Пентагона в частности. На динамику отрасли, вероятно, повлияет формирование нового Департамента эффективности правительства США (DOGE), задачи которого предполагают реструктуризацию федеральных агентств и сокращение неэффективных расходов.

## Цели и прогнозы для сырьевого рынка

### Нефть

Целевое значение: Brent – \$78, WTI - \$75

Ожидаемая доходность за 2025 год: 5% и 5% соответственно

Цены на нефть колебались между прибылями и убытками в течение года и завершили год разнонаправленно. Нефть марки Brent снизилась на 4,8% до \$74.6 за баррель, тогда как эталонная смесь WTI подросла на 0,1% до \$71.7 за баррель. Признаки замедления спроса на нефть в КНР, наряду с прогнозным увеличением нефтедобычи в США в недавнем прошлом оказывали давление на цены на нефть. Тем не менее, нефтяные котировки на сегодняшний день сумели оттолкнуться от декабрьских минимумов (\$70–71 за баррель) и достигли уровня в \$80 за баррель.

В момент падения нефтяных котировок до \$70 за баррель ряд инвестиционных домов предрекали «чёрному золоту» дальнейшую ощутимую просадку в направлении \$60–65 за баррель. «Медвежью» позицию занял Bank of America, который ожидает снижения котировок нефти марки Brent в 2025 году до \$65 за баррель. Citigroup и вовсе ожидает падения цен до \$60 за баррель.

Мы не разделяем чрезмерного пессимизма в отношении стоимости нефти. Рыночный консенсус-прогноз на 2025 год составляет \$74.2 за баррель, а медианный прогноз сложился на уровне \$75 за баррель. В разбивке ведущих инвестиционных домов прогнозы Goldman Sachs и J.P.Morgan установились вблизи медианного значения и на сегодняшний день составляют \$76 и \$75 за баррель соответственно. Мы ожидаем, что в 2025 году цены на нефть будут торговаться в коридоре \$70–80 за баррель и завершат год на отметке \$78 за баррель.

Индекс энергетики S&P 500 представлен 22-мя компаниями из 2 подотраслей и 5 индустрий. Наибольшую долю занимают следующие: Exxon Mobil Corp (28%), Chevron (16%), ConocoPhillips (8%), EOG Resources (4%) и Williams Cos (4%). Общая капитализация индекса составляет около \$1.8 трлн.

### Золото

Целевое значение: \$2 850

Ожидаемая доходность за 2025 год: 9%

До возобновления ралли цен на золото в начале 2024 года рыночные эксперты не занимали «бычьих» прогнозов в отношении драгоценного металла. На тот момент часть аналитиков считала защитный актив переоценённым. В итоге драгоценный металл в прошлом году не только переписал новые вершины, но и показал большие темпы роста, чем в 2023 году. В 2024 году золото выросло в стоимости на 24% до \$2 625 за тройскую унцию.

На сегодняшний день рынок пересмотрел прогнозы по золоту в сторону снижения. Ещё недавно аналитики закладывали потенциал дальнейшего роста стоимости, то сейчас рынок прогнозирует его снижение. Так, к примеру, медианный консенсус-прогноз на 2025 год был пересмотрен до \$2 600 за тройскую унцию, а в 2026–2027 гг. аналитики видят потенциал снижения стоимости металла до \$2 400 и \$2 200 за тройскую унцию соответственно.

Мы не разделяем «медвежьи» сценарии по золоту. Перспективы падения цен на металл до \$2 200 в следующие годы мы оцениваем как маловероятные принимая во внимание факторы, которые продолжают поддерживать золото. Мы ожидаем, что цены на золото серьёзно закрепятся выше отметки в \$2 500 за тройскую унцию и в текущем году попробуют переписать новые вершины.

### Медь

Целевое значение: \$10 000

Ожидаемая доходность за 2025 год: 14%

Цены на медь вместе с золотом в третьей декаде мая 2024 года обновили абсолютные исторические максимумы и выросли до \$10 889 за тонну. В дальнейшем золото продолжило штурмовать новые вершины, в то время как медные котировки, напротив, опустились вниз и в моменте дешевели до \$8 169 за тонну. На сегодняшний день цены на медь восстановили часть потерь и торгуются выше \$9 200 за тонну.

В 2024 году медные котировки подросли на 1.7% и, по нашим прогнозам, могут подорожать до \$10 000 за тонну и выше в текущем году. Поддержку ценам на металл может оказать рост потребления меди в Китае и в целом в азиатских странах, принятие масштабных экономических стимулов в Поднебесной. КНР является крупнейшим потребителем меди, обеспечивая 57% от мирового спроса на медь. Кроме того, увеличение использование металла в отрасли производства электрокаров и в электронике окажет дополнительную поддержку меди.

Индекс материалов S&P 500 представлен 28-ми компаний из 4 подотраслей и 10 индустрий. Наибольшую долю занимают следующие: Linde PLC (20%), Sherwin-Williams (9%), Air Products and Chemicals (7%), Ecolab (7%) и Freeport-McMoRan (6%). Общая капитализация индекса составляет около \$1.0 трлн.



## Золото

### Наше мнение

Золото повторило успехи 2023 года и выросло в прошлом году на 24%. До переизбрания Дональда Трампа драгоценный металл рос в цене на фоне неопределенности итогов президентских выборов в США. Дополнительную поддержку и без того высокому спросу на металл оказывала возросшая геополитическая напряженность на Ближнем Востоке, а также активные покупки металла со стороны мировых ЦБ. Эти факторы выступили основными причинами того, что 30 октября золото вновь обновило рекордные максимумы и закрылось на уровне в \$2 788 за тройскую унцию. Тем не менее, защитному активу не удалось удержаться на достигнутых высотах и заметное укрепление курса доллара США оказало давление на золото. Сохранение активных покупок золота со стороны мировых ЦБ, рост геополитической напряженности в мире, тенденция по диверсификации защитных активов и другие факторы окажут поддержку ценам на драгоценный металл. С учетом впечатляющего ралли с начала года мы ожидаем сдержанный потенциал роста от текущих уровней и прогнозируем умеренные темпы роста золота в 2025 году.

**Активные покупки золота со стороны мировых ЦБ.** С 2022 года мировые центробанки продолжают активно скупать золото. Хотя объемы покупок металла в 2024 году и меньше высокой базы прошлого года, они продолжают существенно превышать объемы приобретения металла прошлых лет. К примеру, за январь-сентябрь 2024 года мировые ЦБ приобрели 693.5 тонн золота в сравнении с 450.1 тонн по итогам всего 2021 года. Однако, высокие цены на металл сдерживают возможности мировых регуляторов покупать металл прежними объемами. Вероятнее всего по итогам 2024 года объемы покупок будут меньше прошлогоднего уровня и в следующие годы этот тренд может сохраниться.

Тем не менее центробанки продолжают наращивать золото в своих резервах, диверсифицируя их. Не секрет, что геополитические сдвиги, заставили обратить внимание на традиционно защитный актив. После заморозки российских активов на сумму более чем \$300 млрд в 2022 году по причине начала военных действий между Россией и Украиной, мировые центробанки получили сигнал о необходимости диверсификации своих резервов в пользу физических активов, которые не могут быть изъяты. В значительной степени в покупках преуспел Китай, чьи отношения с США значительно ухудшились в последние годы, главным образом в период президентства Дональда Трампа.

**Переизбрание Дональда Трампа.** Победа экс главы Белого Дома уже негативным образом сказывается на отношениях между странами. Напомним, что в период своего прошлого срока Трамп пошёл на эскалацию американо-китайских отношений, развязав торговую войну против КНР. В новых условиях Пекин перешёл к покупкам золота, избавляясь от доли владения казначейских облигаций США.

Пик торговой напряженности между странами пришелся на 2018–2019 гг., и суммарно за первый президентский срок Трампа, Китай приобрел золота в объеме 186 тонн. Отдельно в 2023 году Китай купил 224.9 тонн металла и 28.9 тонн с начала 2024 года. Накануне золото вплотную приблизилось к уровню в \$2 700 за тройскую унцию на фоне возобновления покупок со стороны Китая. После шестимесячной паузы китайский регулятор в ноябре возобновил покупки защитного актива.

По объемам покупок Китай наряду с Россией, Польшей и Турцией оказался в числе лидеров. Мы ожидаем, что Дональд Трамп возобновит давление на Китай, что вынудит последнего продолжить снижать долю владения трэжерис, отдавая предпочтение золоту. По состоянию на конец второго квартала 2024 года доля золота в резервах увеличилась до 4.9% и всё ещё невысокое значение его доли позволяет предполагать сохранение тренда приверженности наращивания драгоценного металла в своих резервах.

**Мнение инвестиционных домов.** На сегодняшний день рынок пересмотрел прогнозы по золоту в сторону снижения. Если ещё недавно аналитики закладывали потенциал дальнейшего роста стоимости, то сейчас рынок прогнозирует его снижение. Так, к примеру, медианный консенсус-прогноз на 2025 год был снижен до \$2 600 за тройскую унцию, а в 2026–2027 гг. аналитики видят потенциал снижения стоимости металла до \$2 400 и \$2 200 за тройскую унцию соответственно. Рынок сомневается в перспективах того, что котировки золота способны удержаться на текущих уровнях (\$2 694 за тройскую унцию). Эксперты из Goldman Sachs, напротив, улучшили прогнозные оценки по золоту. В 2025 году они ожидают рост металла до \$2 863 за тройскую унцию (\$2 775 прошлый прогноз) и до \$3 019 за тройскую унцию на 2026 год.

## Медь

### Наше мнение

Цены на медь вместе с золотом в третьей декаде мая обновили абсолютные исторические максимумы и выросли до \$10 889 за тонну. В дальнейшем золото продолжило штурмовать новые вершины, тогда как медные котировки просели и в моменте дешевели до \$8 169 за тонну. На сегодняшний день цены на медь восстановили часть потерь и торгуются выше \$9 200 за тонну. По нашим ожиданиям цены на медь могут подорожать до \$10 000 за тонну и выше в 2025 году. Умеренные «бычьи» прогнозы разделяют также аналитики ведущих инвестиционных домов, которые видят потенциал роста цен на медь. Так, к примеру, в 2025 году Citigroup прогнозирует рост цен металла до \$10 250 за тонну, а Julius Baer видит потенциал увеличения до \$11 000 за тонну. Дефицит меди на рынке, перспективы по снижению его предложения, сильный спрос на металл со стороны Китая и мировой EV промышленности, ослабление курса доллара США окажут основную поддержку ценам на медь.

**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. Объемы производства меди в 2025 году увеличатся на 1.8% до 26 611 тыс. тонн, а потребление металла возрастет большими темпами и составит 26 634 тыс. тонн (+2.8%). В 2026 году производство меди, по оценкам инвестиционного банка, составит 2 7367 тыс. тонн (+2.8%), а спрос 27 489 тыс. тонн (+3.2%).

**Экономические стимулы в Китае.** В сентябре 2024 года фондовые индексы КНР зафиксировали существенный рост на фоне одобрения масштабной программы стимулирования, которая усилила инвестиционный интерес к серьезно пострадавшим китайским акциям. Вместе с акциями КНР выросли и котировки меди, которые впервые с июня 2024 года превысили уровень в \$10 000 за тонну.

Пакет мер поддержки оказался рекордным со времён пандемии COVID-19 и это оказалось не случайным. Темпы роста китайской экономики в третьем квартале 2024 года замедлились до 4.6% г/г и оказались ниже целевого ориентира правительства в 5%. На протяжении года международные эксперты корректировали прогноз ВВП Китая на 2024 год в сторону снижения. На сегодняшний день рынок прогнозирует рост экономики Поднебесной на 4.8% в 2024 году и на 4.5% в 2025 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 объемы 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. Спрос на медь в Китае за этот период составит 15 087 тыс. тонн (+2.0%) и 15 458 тыс. тонн (+2.5%) соответственно. Таким образом, ощутимое влияние на объемы потребления меди продолжит оказывать Китай, темпы роста экономики которого продолжают превышать общемировые в следующие годы. Новые экономические стимулы в КНР способны оживить медные котировки, которые выросли с начала года на 5%.

**Прогнозы J.P.Morgan.** Аналитики J.P.Morgan отмечают, что медь в начале года окажется под давлением и перейдет к восстановлению начиная с 2кв2024 года. Эксперты прогнозируют рост котировок металла до \$10 400 за тонну в 4кв2025 года и увеличение до \$11 000 за тонну в 2026 году.

Таб. 17. Прогнозы JP Morgan по ценам на золото, медь и другие металлы

	Ед. Измер.	1КВ2025	2КВ2025	3КВ2025	4КВ2025	2025
Золото (новый прогноз)	\$/тройская унция	2 750	2 850	2 900	2 950	2 863
Старый прогноз (сен 24)	\$/тройская унция	2 700	2 750	2 800	2 850	2 775
Серебро (новый прогноз)	\$/тройская унция	32.4	34.8	36.3	37.8	35.3
Старый прогноз (сен 24)	\$/тройская унция	35.1	35.7	36.4	37.0	36.0
Медь (новый прогноз)	\$/тонна	8 800	9 400	10 000	10 400	9 650
	Ед. Измер.	1КВ2025	2КВ2025	3КВ2025	4КВ2025	2025
Старый прогноз (сен 24)	\$/тонна	10 700	11 000	11 500	11 000	11 050
Цинк (новый прогноз)	\$/тонна	2 780	2 850	2 950	3 000	2 895
Старый прогноз (сен 24)	\$/тонна	2 900	2 950	3 000	3 100	2 988

Источник: JP Morgan

## Наше мнение

Усиление «зелёной» повестки в мире, геополитические риски, увеличение спроса на металл при одновременном снижении уровня предложения, санкции на российский уран, снижение объемов производства металла и другие факторы, влияющие на ожидания увеличения спроса на уран оказали поддержку ценам. В начале прошлого года цены на уран выросли до многолетних максимумов, превысив уровень в \$106 за фунт и скорректировались до \$73-75 за фунт на сегодняшний день. Тем не менее, текущие цены на металл значительно превышают уровни прошлых лет, и мы ожидаем, что прогнозируемый рост спроса на чистые источники окажут поддержку стоимости урана.

**Рост спроса на уран и компаний из сектора урана.** Атомная промышленность, по нашему мнению, предопределит дальнейшее развитие мировой электроэнергетической отрасли. Мы ожидаем, что именно она в будущем станет основным источником выработки. Глобальные цели мировых правительств по снижению уровня выбросов углекислого газа в атмосферу на горизонте следующих десятилетий будут поддерживать стабильно высокий спрос на уран. Импульс к его росту прежде всего будет исходить со стороны стран, которые вырабатывают значимую часть электроэнергии с помощью угля (Индия и Китай). Исходя из этого, мы позитивно смотрим на долевые инструменты компаний из сектора урановой промышленности. В третьей декаде октября биржевой инвестиционный фонд URA, куда входят популярные урановые компании, обновил 10-летние максимумы.

**Атомная энергетика история будущего.** США активно выступают за снижение выбросов углекислого газа в атмосферу и занимают решительную позицию по усилению в мире зелёной повестки. На конференции ООН по климатическим изменениям COP28, состоявшейся в декабре прошлого года в Дубае, США, совместно с Великобританией, Канадой, Японией и Францией выразили беспрецедентную поддержку мерам по сокращению уровня выбросов вредных веществ в атмосферу.

Особое место в реализации долгосрочных планов по глобальной декарбонизации было отведено атомной энергетике, которая в значительной степени способствует достижению глобальной цели достижения нулевых выбросов углекислого газа в атмосферу. Сообщается, что текущие мощности атомной энергетике могут утроиться к 2050 году, а это в свою очередь усилит спрос на уран.

**Рост спроса на уран со стороны Индии и Китая.** Возросший спрос на использование ядерной энергогенерации наблюдается в первую очередь со стороны стран с большой численностью населения (Индия и Китай), сталкивающимися с проблемами дефицита электроэнергии и обостряющимися проблемами загрязнения воздуха. По прогнозам Всемирной ядерной ассоциации (WNA), спрос на уран в Индии для ядерных реакторов к 2030 году увеличится на 28% и практически удвоится к 2040 году.

Значимость Индии на мировой арене ежегодно растёт, и в 2023 году ей впервые в истории удалось опередить Китай по численности населения, а также превзойти Великобританию по размеру ВВП. В условиях дальнейшего роста экономики Индия будет нуждаться в достаточном объеме электроэнергии и на горизонте десятилетий именно атомная промышленность, станет основным источником генерации электроэнергии в стране.

**Экологические проблемы в Индии и Китае окажут позитивное воздействие на потребление урана.** Не случайно, в списке городов с самым загрязненным воздухом лидируют города из Китая и Индии. Исследования показывают, что проблемы загрязненного воздуха негативно сказываются на средней продолжительности жизни. В пользу сохранения тренда по активному закупу Поднебесной урана говорят финансовые результаты крупнейшего производителя урана – «КазАтомПром». Китай остается крупнейшим по выручке географическим направлением компании, ежегодно наращивая покупки металла.

На сегодняшний день Пекин планирует значительно нарастить энергетические мощности ядерной генерации. На данный момент в Поднебесной насчитывается 55 действующих реакторов, 24 реактора находятся в стадии строительства и еще 44 запланированы к строительству. Ожидается, что страна закончит строительство 32 ядерных реактора к концу этого десятилетия, а их общая мощность увеличится более чем в 2 раза, что сделает Китай лидером в выработке электроэнергии с помощью АЭС.

## Наше мнение

Несмотря на преобладание покупательских настроений на мировых рынках, которые позволили американским и европейским фондовым индексам обновить рекордные максимумы, над нефтяным рынком в декабре сгустились тучи. Цены на нефть упали до самого низкого уровня с мая 2023 года и в моменте опускались \$70–72 за баррель, но в январе восстановились к \$80 за баррель. Поддержку ценам на нефть в моменте даже не оказало решение участников сделки ОПЕК+ пролонгировать текущую сделку добровольного сокращения нефтедобычи на 2.2 млн барр/с до апреля 2025 года. Признаки замедления спроса на нефть в КНР, наряду с прогнозным увеличением нефтедобычи в США оказывают давление на цены на нефть. Мы не разделяем мнения, что цены на нефть в следующем году могут обвалиться до \$60–65 за баррель и прогнозируем, что коридор их движения ограничится диапазоном в \$70–80 за баррель. Рыночный консенсус-прогноз на 2025 год составляет \$74.2 за баррель, а медианный прогноз сложился на уровне \$75 за баррель. Мы ожидаем, что цены на нефть завершат год на отметке в \$78 за баррель.

**Замедление потребления энергоносителей в Китае.** Последние экономические данные свидетельствуют о том, что импорт нефти в Поднебесную снижается на протяжении шести месяцев подряд и уменьшился в октябре на 9% г/г до 10.53 млн барр/с (44.7 млн тонн). Это меньше сентябрьского значения в 11.07 млн барр/с и прошлогоднего объема в 11.53 млн барр/с. С начала 2024 года Поднебесная импортировала 457 млн тонн нефти (10.76 млн барр/с), что на 3.4% меньше, чем годом ранее. В абсолютном выражении поставки нефти Китаю за этот период обошлись в \$270 млрд (-2.8%).

Китай является крупнейшим импортёром нефти в мире, приобретая большую часть сырья у России, Саудовской Аравии и Ирака. В 2023 году Поднебесная импортировала 11.3 млн барр/с, что на 10% больше, чем годом ранее. Этот рост в большей степени был связан увеличением импорта нефти из России, которая является крупнейшим экспортёром сырья в Китай. Ежедневно Россия поставляла Пекину 2.1 млн барр/с нефти и увеличение объемов поставок в большей степени было связано со скидками на российскую нефть, которую с большим удовольствием приобретают Китай и Индия.

Кроме того, ОПЕК вновь пересмотрела в сторону снижения темпы роста спроса на нефть в КНР, Индии и глобально по миру. Основная часть снижения пришлась на Поднебесную, где темпы роста потребления сырья по оценкам картеля замедлилась в 2024 году с 580 тыс. до 450 тыс. барр/с. При этом организация отмечает, что спрос на дизельное топливо в Китае снижается на протяжении семи месяцев подряд.

**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. Добыча нефти в США продолжает обновлять максимумы и, по оценкам экспертов, продолжит расти и в будущем. К концу 2024 года уровень нефтедобычи в стране превышал 13.5 млн барр/с.

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. Однако, снижение числа нефтяных буровых установок сокращает потенциал более значимого увеличения добычи. К тому же, текущие цены на нефть пока не позволяют американским производителям расконсервировать закрытые ранее нефтяные скважины. В декабре цены на нефть марки Brent скорректировались до \$70–72 за баррель и эти цены не являются столь же комфортными для сланцевых производителей как ранее, часть из которых накануне обновила годовые минимумы по котировкам своих акций (Apache, Devon Energy, Diamondback Energy, Chord Energy и другие).

**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.



Таб. 18. Динамика мирового спроса на нефть (включая все жидкости), млн барр/с

	2024П				2025П				2023	2024П	2025П
	1КВ	2КВ	3КВ	4КВ	1КВ	2КВ	3КВ	4КВ			
ОЭСР	44.8	45.6	46.2	46.2	45.4	45.2	46.1	46.2	45.7	45.7	45.7
США	19.9	20.5	20.6	20.7	20.2	20.7	20.8	20.8	20.4	20.4	20.6
Канада	2.4	2.3	2.6	2.5	2.4	2.4	2.5	2.5	2.5	2.4	2.4
Европа	12.9	13.6	13.9	13.5	13.1	13.3	13.7	13.5	13.5	13.5	13.4
Япония	3.4	3.0	3.1	3.0	3.4	3.5	2.9	3.0	3.3	3.2	3.2
Прочие страны ОЭСР	6.2	6.1	6.0	6.1	6.2	6.0	6.0	6.2	6.1	6.1	6.1
Страны не ОЭСР	57.4	57.6	57.4	57.5	58.4	58.8	58.7	58.7	56.5	57.5	58.6
Евразия	4.7	4.9	5.2	5.1	4.7	4.9	5.3	5.2	4.9	5.0	5.0
Европа	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
Китай	16.8	16.7	16.1	16.5	16.9	16.9	16.5	16.7	16.4	16.5	16.8
Прочие страны Азии	15.04	14.9	14.4	14.7	15.5	15.5	14.9	15.2	14.3	14.8	15.3
Другие страны не ОЭСР	20.2	20.4	20.8	20.4	20.6	20.7	21.3	20.8	20.1	20.5	20.8
Глобальный спрос	102.2	103.1	103.5	103.7	103.9	104.0	104.7	104.8	102.1	103.1	104.4
Профицит (дефицит)	-0.2	-0.6	-0.9	-1.2	-0.2	0.4	0.4	0.7	-0.1	-0.9	0.3

Источник: EIA

Возвращение к избытку предложения нефти на рынке ожидается во 2 кв 2025 года и в большей степени рост нефтедобычи возьмут на себя страны участники сделки ОПЕК+, которые 05 декабря пролонгировали текущую сделку добровольного сокращения нефтедобычи на 2.2 млн барр/с до апреля 2025 года. В 3 кв 2024 г. суточный объем нефтедобычи членов ОПЕК+ составлял 42.47 млн барр, что эквивалентно 41% от всего мирового производства нефти.

**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. Абсолютным лидером в производстве сырья продолжат оставаться США. Прогнозы EIA предполагают, что добыча нефти в США (включая все жидкости) достигнет рекордного показателя в 22.61 млн барр/с в 2024 году и увеличится до 23.07 млн барр/с в следующем году.

Главными потребителями энергоресурсов в мире являются США и Китай. Объем потребления нефти в США увеличится в текущем году до 20.44 млн барр/с (включая все жидкости) и составит 20.63 млн барр/с в 2025 году. Спрос на нефть в Китае увеличится большими темпами и повысится до 16.49 млн барр/с в 2024 году и достигнет рекордных 16.75 млн барр/с в 2025 году.

**Профицит нефти не повод к падению цен.** Отметим, что профицит предложения не является из ряда вон выходящим явлением на энергетическом рынке. К примеру, в 2022 году в условиях профицита нефти в объеме 0.83 млн барр/с нефтяные котировки дважды превышали уровни в \$120-125 за баррель. Таким образом, возвращение к профициту сырья в 2025 году, скорее всего, не окажет крайне негативного влияния на цены.

**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. Кроме того, возобновление санкционного давления со стороны администрации Дональда Трампа, известной своей жёсткой риторикой по отношению к Тегерану, способна привести к росту стоимости сырья. На сегодняшний день Иран является одним из главных участников ОПЕК, суточное производство которого составляет почти 4 млн баррелей, что эквивалентно около 4% всей мировой нефтедобычи. Однако страна вместе с Ливией и Венесуэлой не участвует в сделке добровольного ограничения добычи нефти.

**Саудовская Аравия снизит цены на нефть.** Предвосхищая некоторые проблемы со спросом, второй (после США) крупнейший в мире производитель нефти – Саудовская Аравия снизит в январе цены на свою нефть для европейских и азиатских клиентов на \$0.80. Цены для потребителей из США останутся на прежнем уровне. Королевство видит возможные сложности с реализацией своей нефти, которая торгуется дороже, чем другие ближневосточные сорта, и удерживает и привлекает новых клиентов путём снижения её отпускной стоимости.

**Прогноз стоимости нефти.** Управление энергетической информации (EIA) прогнозирует, что средняя стоимость нефти марки Brent в 1 кв 2025 г. составит \$78 за баррель и снизится до \$74 за баррель во второй половине года.

Организация вновь пересмотрела в сторону снижения среднюю стоимость нефти на 2025 год и скорректировала прогноз до \$76 за баррель.

Таб. 19. Динамика мирового предложения нефти (включая все жидкости), млн барр/с

	2024П			1КВ	2025П			2024П	2025П
	2КВ	3КВ	4КВ		2КВ	3КВ	4КВ		
не-ОПЕК	70.4	70.6	71.3	71.3	71.9	72.5	72.9	70.5	72.2
Северная Америка	30.6	30.8	31.3	31.2	31.2	31.5	31.8	30.7	31.4
Канада	5.8	6.0	6.4	6.5	6.2	6.4	6.6	6.0	6.4
Мексика	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	1.9	1.9	2.0	2.0
США	22.8	22.8	23.0	22.8	23.1	23.1	23.2	22.6	23.1
Центральная и Юж. Америка	7.5	7.7	7.5	7.2	7.8	8.2	7.9	7.4	7.7
Бразилия	4.4	4.7	4.4	4.1	4.5	4.8	4.5	4.4	4.5
Другие страны	3.1	3.0	3.1	3.1	3.2	3.4	3.3	3.1	3.3
Европа	3.9	3.7	3.9	4.0	4.0	3.9	4.1	3.9	4.0
Норвегия	2.0	1.9	2.1	2.2	2.1	2.1	2.2	2.0	2.2
Великобритания	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8	0.7	0.8	0.7	0.8
Евразия	13.3	13.2	13.1	13.4	13.4	13.6	13.5	13.3	13.5
Азербайджан	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Казахстан	1.9	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	1.9	2.0
Россия	10.6	10.3	10.4	10.6	10.5	10.5	10.7	10.5	10.6
Ближний Восток	3.2	3.2	3.2	3.2	3.3	3.3	3.3	3.2	3.3
Оман	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.1	1.0	1.0
Катар	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
Африка	2.5	2.6	2.7	2.8	2.8	2.8	2.7	2.6	2.8
Ангола	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2	1.1
Египет	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
Азия и Океания	9.3	9.3	9.3	9.4	9.4	9.4	9.4	9.3	9.4
Китай	5.4	5.3	5.4	5.3	5.4	5.3	5.4	5.4	5.4
Индия	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
Другие страны	3.0	3.0	3.0	3.1	3.1	3.1	3.1	3.0	3.1
ОПЕК	32.1	32.0	32.1	32.3	32.5	32.6	32.6	32.1	32.5
<b>Глобальное предложение</b>	<b>102.5</b>	<b>102.6</b>	<b>102.5</b>	<b>103.6</b>	<b>104.4</b>	<b>105.1</b>	<b>105.5</b>	<b>102.2</b>	<b>104.7</b>

Источник: EIA

На сегодняшний день цены на нефть выросли до \$80 за баррель и заметно восстановились с декабрьских минимумов. Текущий уровень цен в целом соответствует с прогнозными ожиданиями аналитиков, чьи прогнозные оценки на текущий год расположились в коридоре \$75-85 за баррель. Даже с учётом слабости нефти, в середине октября EIA прогнозировало среднюю стоимость нефти марки Brent в 4кв 2024 г. на уровне \$82 за баррель и на отметке в \$84 в 2025 году.

В момент падения нефтяных котировок до \$70 за баррель ряд инвестиционных домов предрекали «чёрному золоту» дальнейшую ощутимую просадку в направлении \$60-65 за баррель. «Медвежьей» позицию занял Bank of America, который ожидает снижения котировок нефти марки Brent в 2025 году до \$65 за баррель. Citigroup и вовсе ожидает падения цен до \$60 за баррель.

Мы не разделяем чрезмерного пессимизма в отношении стоимости нефти. Рыночный консенсус-прогноз на 2025 год составляет \$74.2 за баррель, а медианный прогноз сложился на уровне \$75 за баррель. В разбивке ведущих инвестиционных домов прогнозы Goldman Sachs и J.P.Morgan установились вблизи медианного значения и на сегодняшний день составляют \$76 и \$75 за баррель соответственно. Мы ожидаем, что в текущем году цены на нефть будут торговаться в коридоре \$70-80 за баррель и завершат год на отметке в \$78 за баррель.



# Приложение к отчёту

Приложение 1. Матрица корреляции для различных индексов за период с 2020 по 2024 годы

	S&P 500	S&P 400	S&P 600	MSCI EM	MSCI DM	DXY	GOLD	Oil Brent	10-year yield	Fed Funds Rate	IBOXIG	IBOXHY	JPEIEM
S&P 500	1.000												
S&P 400	0.913	1.000											
S&P 600	0.846	0.967	1.000										
MSCI EM	0.695	0.686	0.671	1.000									
MSCI DM	0.989	0.928	0.872	0.746	1.000								
DXY	-0.530	-0.496	-0.480	-0.675	-0.594	1.000							
GOLD	0.249	0.190	0.122	0.429	0.265	-0.582	1.000						
Oil Brent	0.417	0.495	0.486	0.382	0.454	-0.133	-0.036	1.000					
10-year yield	-0.123	0.003	0.023	-0.072	-0.122	0.408	-0.322	0.365	1.000				
Fed Funds Rate	-0.078	-0.061	-0.033	-0.062	-0.066	0.088	-0.168	0.179	0.231	1.000			
IBOXIG	0.729	0.679	0.650	0.713	0.757	-0.702	0.423	0.175	-0.528	-0.091	1.000		
IBOXHY	0.839	0.852	0.816	0.697	0.862	-0.565	0.292	0.479	-0.161	-0.045	0.808	1.000	
JPEIEM	0.760	0.749	0.709	0.822	0.802	-0.639	0.359	0.439	-0.154	0.017	0.849	0.861	1.000

Источник: Bloomberg

Приложение 2. Матрица корреляции для различных индексов за период с 2000 по 2024 годы

	S&P 500	S&P 400	S&P 600	MSCI EM	MSCI DM	DXY	GOLD	Oil Brent	10-year yield	Fed Funds Rate	IBOXIG	IBOXHY	JPEIEM
S&P 500	1.000												
S&P400	0.912	1.000											
S&P600	0.833	0.948	1.000										
MSCIEM	0.736	0.730	0.676	1.000									
MSCIDM	0.973	0.909	0.833	0.817	1.000								
DXY	-0.359	-0.345	-0.315	-0.521	-0.480	1.000							
GOLD	0.060	0.085	0.041	0.297	0.132	-0.456	1.000						
OilBrent	0.312	0.373	0.348	0.387	0.371	-0.271	0.162	1.000					
10-yearyield	0.166	0.203	0.227	0.129	0.160	0.148	-0.276	0.313	1.000				
FedFundsRate	-0.016	-0.030	-0.027	-0.015	-0.015	0.018	-0.031	0.127	0.154	1.000			
IBOXIG	0.361	0.363	0.308	0.391	0.410	-0.413	0.331	0.068	-0.582	-0.120	1.000		
IBOXHY	0.694	0.717	0.678	0.684	0.733	-0.378	0.171	0.355	0.054	-0.030	0.574	1.000	
JPEIEM	0.649	0.619	0.542	0.738	0.711	-0.515	0.347	0.367	-0.229	0.008	0.821	0.828	1.000

Источник: Bloomberg

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

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

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

© 2025, все права защищены.

Департамент торговых идей

E-mail  
[dti@halykfinance.kz](mailto:dti@halykfinance.kz)

Департамент продаж

E-mail  
[sales@halykfinance.kz](mailto:sales@halykfinance.kz)

Авторы

Курманбеков Асан – «Взгляд на глобальные рынки»

Шмыров Александр – «Наш взгляд на экономику и рынки США»,  
«Наш взгляд на акции США»

Актанов Амир – «Сырьевые товары», «Сектор вторичного спроса»

Савченко Игорь – «Сектор коммуникаций», «Сектор  
недвижимости», «Сектор здравоохранения»

Бондарец Данил – «Наш взгляд на облигации США»

Байбатшаев Арыстан - «Сектор информационных технологий»,  
«Сектор промышленности», «Сектор потребительских товаров»

Орақбай Алмат – «Сектор финансов», «Сектор коммуникаций»

Адрес:  
Halyk Finance  
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж  
А05А1В4, Алматы, Республика Казахстан  
Тел. +7 727 331 59 77  
[www.halykfinance.kz](http://www.halykfinance.kz)

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