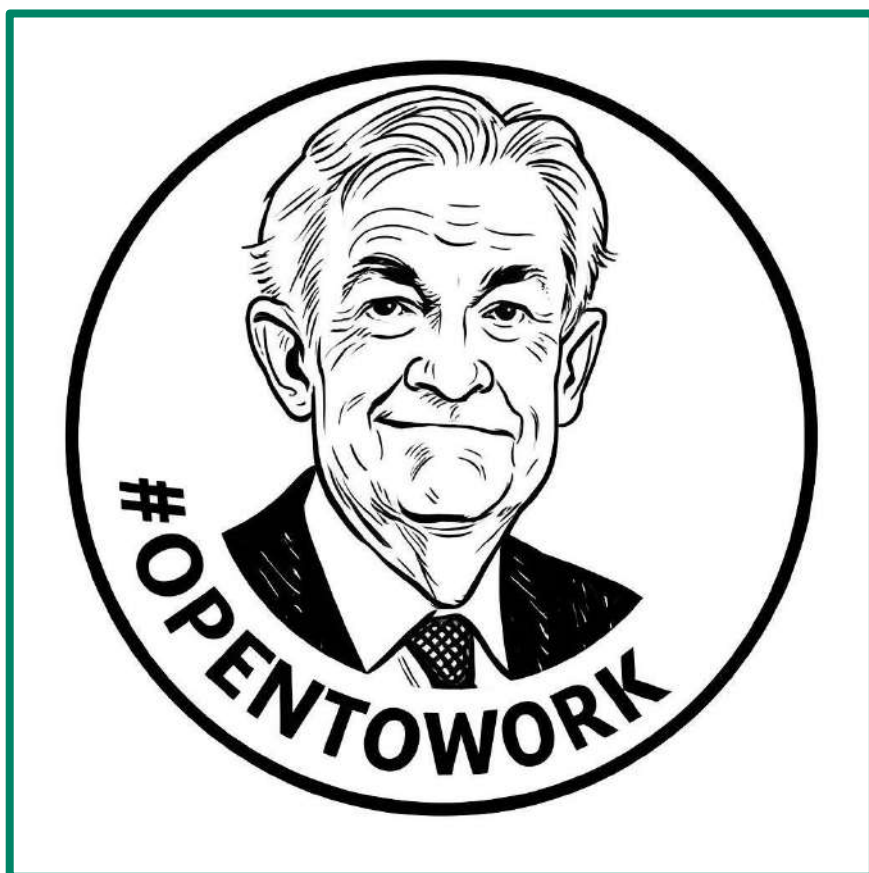


Стратегия инвестирования 2025 v2.0

Тенденции, тренды и перспективы



Оглавление

Введение	3
Ключевые выводы	4
Глобальная экономика: наш взгляд.....	4
Экономика США: наш взгляд	4
Акции США: наш взгляд.....	4
Облигации: наш взгляд	5
Цели и прогнозы для фондового, долгового и товарного рынков на 2П 2025 года.....	7
Взгляд на глобальную экономику	8
Взгляд на экономику и рынки США	9
Экономика США: Прогнозы и риски в условиях неопределённости.....	9
Наш взгляд на акции США	12
Анатомия лидерства на рынке США.....	12
AI: момент истины	14
Глобальная ротация: переоценка «американского превосходства».....	15
Политический барьер: тарифы.....	16
Формируя ядро портфеля: от концентрации к устойчивому росту	17
Large, Mid, Small	17
Value vs Growth.....	20
Выбор секторов для инвестирования	22
Взгляд на облигации.....	27
Казначейские облигации	27
Наш взгляд на дюрацию	28
USD облигации корпоративных и суверенных эмитентов.....	29
Наш взгляд на USD IG облигации.....	30
Наш взгляд на USD HY облигации.....	30
Наш взгляд на USD EM облигации	30
Наш взгляд на кредитный риск	31

Введение

Синописис

Уважаемые клиенты,

Первое полугодие 2025 года стало поворотным моментом для глобальных рынков, ознаменовав сдвиг инвестиционной парадигмы, доминировавшей на протяжении последнего десятилетия. Привычные драйверы роста — технологические гиганты, лидерство американского фондового рынка и дезинфляция на фоне смягчения денежно-кредитной политики — столкнулись с новыми вызовами. Среди них — усиливающееся фискальное давление в США, глобальная перестройка экономических и политических приоритетов, а также первые ощутимые ограничения масштабируемости цифровой революции.

Мы пересмотрели наше видение на 2025 год, впервые представленное в начале года, с учётом происходящих структурных изменений. Обновлённая стратегия призвана помочь инвесторам эффективно ориентироваться в условиях нарастающей дивергенции ключевых экономических и рыночных факторов, разрушающей привычные источники роста и требующей пересмотра стратегий.

С Уважением,
Команда Департамента Торговых Идей

Ключевые выводы

Глобальная экономика: наш взгляд

Во втором полугодии 2025 года мировая экономика вступает в фазу структурной трансформации, уходя от постпандемического восстановления к эпохе фрагментации и технологического расслоения. Глобальный рост замедляется (прогнозы МВФ, ВБ и ОЭСР — от 2.3% до 3.3%), причем основной причиной служат торговые барьеры и политическая нестабильность. США демонстрируют устойчивость благодаря внутреннему спросу и лидерству в ИИ, тогда как экспортные экономики — ЕС и Китай — сталкиваются с вызовами. Инфляция замедляется, но остается выше целевых уровней, особенно из-за тарифных издержек. Центробанки действуют разнонаправленно: ФРС сохраняет жесткость, ЕЦБ и РБотС смягчают политику, BoJ переходит к осторожной нормализации, отказавшись от отрицательных процентных ставок. Мир вступает в фазу структурной дивергенции¹, где успех определяется геополитическим и технологическим позиционированием.

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

Экономика США: наш взгляд

Экономика США завершает 1 полугодие 2025 года в условиях повышенной неопределённости и умеренного ослабления деловой активности. После временного снижения ВВП в I квартале (–0.5% кв/кв), обусловленного колебаниями импорта и бюджетных расходов, наш базовый сценарий предполагает продолжение слабого, но положительного роста около 1% за 2025 год, с околонулевой динамикой в отдельных кварталах. Внутренний спрос сохраняется, однако демонстрирует признаки замедления: потребители становятся более избирательными, инвестиционные планы смещаются на фоне переоценки рисков, а рынок труда ослабевает. Торговая политика становится важным фактором для макроэкономических ожиданий: введенные пошлины могут повысить производственные издержки и ограничить ценовую гибкость бизнеса.

Инфляция остаётся выше целевого ориентира ФРС: 2.7% г/г по индексу потребительских цен (CPI) и 2.9% г/г по базовой версии показателя (Core CPI), при этом ключевое давление сохраняется в сфере услуг на фоне тарифных изменений. Влияние новых торговых мер — особенно в фармацевтике и металлах — может начать оказывать дополнительное воздействие осенью, что требует внимательного мониторинга.

Федеральная резервная система продолжает придерживаться выжидательной стратегии, удерживая ключевую ставку в диапазоне 4.25–4.50%. При сохранении текущих тенденций мы по-прежнему ожидаем одно снижение ставки в IV квартале 2025 года. Однако ситуация может измениться в случае значительного замедления экономики, чего полностью исключать на текущий момент нельзя.

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

Акции США: наш взгляд

Американский фондовый рынок вступает во вторую половину 2025 года с высокой степенью концентрации и одновременно — с растущим запросом на диверсификацию. Лидирующие позиции технологических гигантов («Magnificent 7») остаются фундаментально обоснованы высокой рентабельностью, устойчивым денежным потоком и структурной ролью в глобальной экономике. Однако усиливающаяся нагрузка на инфраструктуру, рост капитальных затрат и ожидания по монетизации ИИ формируют новую фазу инвестиционного цикла, где неуязвимость лидеров всё чаще ставится под вопрос.

На этом фоне начинается ротация: внимание инвесторов постепенно смещается от универсального роста Big Tech к селективным стратегиям, ориентированным на mid-cap компании, международные рынки (Европа и Япония) и отрасли, выигрывающие от структурных трендов — включая финансы, промышленность и коммунальные услуги.

ИИ остаётся важнейшим инвестиционным драйвером, но в центре внимания — реальный возврат на инвестиции (ROI), а не тематические корзины. Альфа второй волны будет рождаться не у гиперскейлеров, а у традиционных компаний, эффективно внедряющих ИИ в бизнес-процессы.

Международная диверсификация усиливает свою актуальность на фоне экстремального разрыва в оценках между США и остальным миром. Форвардные мультипликаторы S&P 500 превышают 22х, тогда как Европа и Япония торгуются в районе 14–15х, предлагая более сбалансированную комбинацию оценки и роста.

- **Концентрация рынка остаётся устойчивой, вопреки нашему прошлому ожиданию снижения:** на конец июня 2025 года доля топ-10 компаний в капитализации S&P 500 достигла ~40%, при этом вклад в рост индекса остаётся ограниченным узкой группой эмитентов. Хотя факторы, предпосылки к ротации сохраняются — рост

¹ Структурная дивергенция — это форма экономического расхождения, при которой различные сектора экономики или регионы развиваются с разной скоростью и/или в разных направлениях, что приводит к нарастанию дисбалансов в структуре экономики.

затрат, насыщение ИИ-историй, высокие мультипликаторы — они пока не привели к более равномерному участию различных секторов в росте рынка. Мы сохраняем ожидания расширения рыночной динамики во втором полугодии, прежде всего в контексте усиливающейся межсекторной и межрегиональной дифференциации²;

- **Финансовый сектор и коммунальные компании в США становятся ключевыми бенефициарами новой политики:** дерегуляция, рост спроса на электроэнергию и устойчивость к внешним рискам усиливают их роль как защитных и структурно привлекательных историй;
- **Истории, построенные исключительно на оншоринге, носят скорее спекулятивный характер:** в условиях торговой неопределённости компании откладывают инвестиции. Предпочтение отдаётся эмитентам с надёжной загрузкой производственных мощностей и предсказуемой структурой денежных поступлений.
- **Международные рынки (Европа, Япония) формируют потенциал переоценки:** на фоне нормализации ставок, фискальной стабильности и реиндустриализации. Разрыв в мультипликаторах создаёт основу для ротации капитала за пределы США.

Подход «Value vs Growth» требует нейтрального баланса

Акции роста продолжают торговаться с существенной премией (forward P/E ~28x), подкреплённой высокой рентабельностью и устойчивостью к циклу, но становятся всё более чувствительными к пересмотру ожиданий. Акции «стоимости», напротив, выигрывают от структурной поддержки со стороны госпрограмм (CHIPS Act, IRA и другие), но их потенциал роста ограничен слабой динамикой прибыли. Учитывая, что премия «роста» над «стоимостью» достигла ~35% (против исторических 23%), стратегия сбалансированного подхода с акцентом на качество активов и устойчивость свободного денежного потока представляется обоснованной.

Таб. 1. Сравнение компаний стоимости и роста

	Уменьшение экспозиции	Нейтральный взгляд	Увеличение экспозиции
US Value Stock		○	
US Growth Stock		○	

Сегмент компаний средней капитализации все еще предлагает оптимальный баланс между устойчивостью и потенциалом роста

Компании средней капитализации (mid-cap) сохраняют свою привлекательность: умеренные оценки (P/E 16–18x), низкая доля убыточных (до 17%), приемлемая долговая нагрузка и положительный денежный поток. В отличие от сегмента малой капитализации, где фундаментальная слабость остаётся системной (46% убыточных, слабый interest coverage), mid-cap обеспечивает как адаптивность, так и зрелость — что особенно важно в условиях повышенной стоимости капитала и неопределённого макроцикла.

Таб. 2. Сравнение компаний с различной капитализацией

	Уменьшение экспозиции	Нейтральный взгляд	Увеличение экспозиции
US large-cap			●
US mid-cap			●
US small-cap	●		

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

Облигации: наш взгляд

Облигации США

Во второй половине 2025 года динамика рынка облигаций США продолжит определяться макростатистикой, торговой политикой США и перспективой номинации нового председателя ФРС с более «голубиной» риторикой. Перспектива резкого смягчения монетарной политики в 2026 году создаёт потенциал для снижения доходностей по короткому и среднему сегментам кривой, а ожидаемое нами замедление экономики к концу года создаёт перспективу снижения доходностей и на дальнем сегменте кривой. Однако, в следующем году возможен рост ставок на дальнем сегменте из-за рисков неустойчивости фискальной политики США и потенциальной потери доверия инвесторов к независимости ФРС от правительственной администрации. В этом контексте мы продолжаем отдавать предпочтение среднесрочным бумагам и положительно оцениваем перспективы USD IG облигаций на фоне стабильных корпоративных метрик, хотя потенциал для сужения спредов ограничен. В сегменте USD HY мы более

² Дифференциация — это расхождение в динамике экономических или рыночных показателей между секторами, регионами или активами, обусловленное различиями в фундаментальных характеристиках, чувствительности к макрофакторам, стадиях циклов или политике. В рыночном контексте дифференциация может проявляться в неоднородной доходности, мультипликаторах или темпах роста между различными группами активов.

осторожны ввиду крайне сжатых спредов и недооценённых торговых рисков, которые могут привести к коррекции. По USD EM сохраняем нейтральный взгляд: поддержку оказывало ослабление доллара, но чувствительность к внешним шокам и текущий уровень спредов сдерживают потенциал роста.

Взгляд на дюрацию

- **Длинные: Нейтральный.** Мы сохраняем нейтральный взгляд на дальний участок кривой, допуская его тактическую привлекательность до конца года, но избегаем долгосрочных позиций на текущих уровнях доходности из-за фискальных рисков и политической неопределённости вокруг ФРС.
- **Средние: Позитивный.** Мы сохраняем позитивный взгляд на средний сегмент кривой, который остаётся наиболее привлекательным с точки зрения риска и доходности благодаря потенциалу снижения доходностей в этом году на фоне закладывания ожиданий начала агрессивного цикла снижения ставок и меньшей чувствительности к риску роста премии за срок в 2026 году.
- **Короткие: Нейтральный.** С учётом ожиданий снижения доходностей в 2025 году мы сохраняем тактический интерес к 2-ух летнему участку. Однако, перспективы реинвестирования по более низким ставкам в 2026 году ограничивают долгосрочную привлекательность ближнего конца, поэтому в целом наш взгляд остаётся нейтральным.

Кредитный риск

- **USD IG: Положительный.** Несмотря на узкие спреды, мы сохраняем позитивный взгляд на USD IG облигации, учитывая стабильные фундаментальные показатели эмитентов, исторически низкую волатильность данного сегмента в периоды турбулентности на рынках и ожидаемое снижение доходностей UST.
- **USD HY: Негативный.** Мы сохраняем сдержанный взгляд на высокорисковые облигации, ожидая расширения спредов во второй половине года на фоне замедления экономики и торговых рисков, что, по нашим оценкам, ограничит потенциал доходности и делает разумным сокращение позиции в данном сегменте.
- **USD EM: Нейтральный.** Несмотря на привлекательную доходность к погашению, мы сохраняем нейтральный взгляд на бумаги развивающихся рынков из-за ограниченного потенциала сжатия спредов и сохраняющихся торговых рисков, которые могут привести к распродаже в сегменте и ограничить доходность во второй половине года.

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

Цели и прогнозы для фондового, долгового и товарного рынков на 2П 2025 года

Таб. 3. Цели и прогнозы для фондового рынка³

	2020Ф	2021Ф	2022Ф	2023Ф	2024Ф	2025 /12М ⁴	Ожидаемая доходность за 2025 / 12М
S&P 500	3756	4766	3840	4770	5882	6500	10%
S&P 500 Growth	2577	3377	2361	3030	4089	4830	6%
S&P 500 Value	1267	1548	1435	1718	1886	2150	9%
S&P 400 Midcap	2307	2842	2430	2782	3121	3560	11%
S&P 600 Small cap	1119	1402	1158	1318	1408	1590	14%
MSCI Emerging Markets	1291	1232	956	1024	1075	1420	12%
MSCI Developed Markets	2690	3232	2603	3169	3708	4440	8%
MSCI All Country World	646	755	605	727	841	1020	19%

Таб. 4. Цели и прогнозы для рынка облигаций

Индексы облигаций	2020Ф	2021Ф	2022Ф	2023Ф	2024Ф	2025	Ожидаемая доходность за 2025 год
USD IG	355	350	287	314	318	344	8.1%
USD HY	318	332	297	335	362	389	7.5%
USD EM	171	169	142	156	167	180	8.2%
Спреды	2020Ф	2021Ф	2022Ф	2023Ф	2024Ф	12М	Ожидаемое изменение за 2025 год, бп
USD IG OAS	95	112	159	134	120	122	2
USD HY OAS	380	338	480	385	328	381	53
USD EM OAS	265	312	305	264	223	228	5

Таб. 5. Цели и прогнозы для товарного рынка

	2020Ф	2021Ф	2022Ф	2023Ф	2024Ф	2025	Ожидаемая доходность за 2025 год
Gold	1898	1829	1824	2062	2624	3 155	20%
Oil Brent	52.80	77.78	85.91	77.04	74.64	68.00	-9%
Oil WTI	48.52	75.21	80.26	71.65	71.72	65.00	-9%
Copper	7.766	9.720	8.372	8.559	8.768	9 479	8%

Таб. 6. Цели и прогнозы для валютного рынка

	2020Ф	2021Ф	2022Ф	2023Ф	2024Ф	2025	Ожидаемая динамика за 2025 год
EURUSD	1.22	1.14	1.07	1.10	1.04	1.20	15%
GBPUSD	1.37	1.35	1.21	1.27	1.25	1.28	2%

³ В качестве прогнозов по индексам MSCI Emerging Markets, MSCI Developed Markets, MSCI All Country World использовался консенсус-прогноз Блумберг, в остальных случаях представлен прогноз Halyk Finance.

⁴ Прогноз по индекс S&P 500 представлен до конца года. Прогнозы по остальным индексам на 12 месяцев.

Взгляд на глобальную экономику

Наше мнение

Мировая экономика и финансовые рынки вступают во второе полугодие 2025 года, находясь в точке перелома. Период постпандемического восстановления, характеризовавшийся синхронизированным ростом и общей монетарной политикой, завершился. На смену ему приходит новый «режим», который проявляется не просто в разнице циклических скоростей, а в фундаментальном структурном расколе, обусловленном двумя мощными, взаимосвязанными силами: торговой фрагментацией, вызванной политическими решениями, и неравномерным внедрением прорывных технологий, в первую очередь искусственного интеллекта (ИИ).

Консенсус-прогноз ведущих мировых финансовых институтов указывает на существенное замедление глобальной экономики во второй половине 2025 года и в 2026 году. Однако за этой общей картиной скрывается более сложная и неоднородная реальность.

Международный валютный фонд (МВФ) прогнозирует рост мирового ВВП на уровне 2.8% в 2025 году, что ниже исторического среднего значения. Прогнозы Всемирного банка значительно более пессимистичны: ожидается замедление до 2.3% в 2025 году, что является понижением по сравнению с предыдущими оценками. Основными причинами такого пересмотра называются резкое усиление торговых барьеров и повышенная политическая неопределенность. Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) также прогнозирует замедление роста до 2.9% в 2025 году, указывая на торговые трения как на ключевой сдерживающий фактор.

Экономика США, несмотря на прогнозируемое замедление, демонстрирует относительную устойчивость, поддерживаемую сильным внутренним спросом и технологическим лидерством. В то же время, экономики, ориентированные на экспорт, такие как Китай и страны Евразии, сталкиваются с серьезными препятствиями. Это расхождение обусловлено не только разницей в экономических циклах, но и структурными сдвигами. Политические решения, в первую очередь торговые тарифы США, оказывают непропорционально негативное влияние на производственные и экспортные центры мира, в то время как технологический разрыв, особенно в области ИИ, усиливает конкурентные преимущества американской экономики. Таким образом, мир вступает в фазу структурной дивергенции, где экономические судьбы стран определяются их положением в новой геополитической и технологической иерархии.

Цена стабильности: почему инфляция всё ещё кусается в 2025 году

Глобальный тренд на снижение инфляции, наблюдавшийся после пиков 2022-2023 годов, продолжается, однако «последняя миля» на пути к целевым показателям центральных банков оказывается труднопреодолимой. Более того, во втором полугодии 2025 года этот процесс сталкивается с новыми угрозами в виде инфляционных шоков, вызванных политическими факторами. МВФ и ОЭСР ожидают глобальную инфляцию на уровне 4.2% в 2025 году.

Монетарный калейдоскоп: от Токио до Вашингтона

Федеральная резервная система США (ФРС): Наш базовый сценарий предполагает, что ФРС будет продолжать придерживаться жесткой позиции. Снижение ставки, вероятно, начнется в четвертом квартале 2025 года. Более агрессивное снижение будет зависеть от явных признаков ослабления рынка труда и экономики.

Европейский центральный банк (ЕЦБ): ЕЦБ уже начал цикл смягчения политики. Учитывая хрупкость восстановления экономики еврозоны и более быструю нормализацию инфляции, ожидается, что ЕЦБ продолжит снижать ставки.

Банк Японии (BoJ): Банк Японии вступил в историческую фазу нормализации своей политики, отказавшись от отрицательных процентных ставок и начав сокращать покупки государственных облигаций (JGB). Этот процесс будет крайне осторожным и постепенным, но он знаменует собой фундаментальный сдвиг для японской экономики и глобальных потоков капитала.

Народный банк Китая (PBoC): PBoC твердо придерживается курса на смягчение. В условиях дефляционного давления, кризиса в секторе недвижимости и слабого внутреннего спроса, китайский регулятор снижает процентные ставки и нормы резервирования для поддержки экономики.

Взгляд на экономику и рынки США

Александр Шмыров
Заместитель Директора Департамента Торговых Идей

Экономика США: Прогнозы и риски в условиях неопределённости

Наше мнение

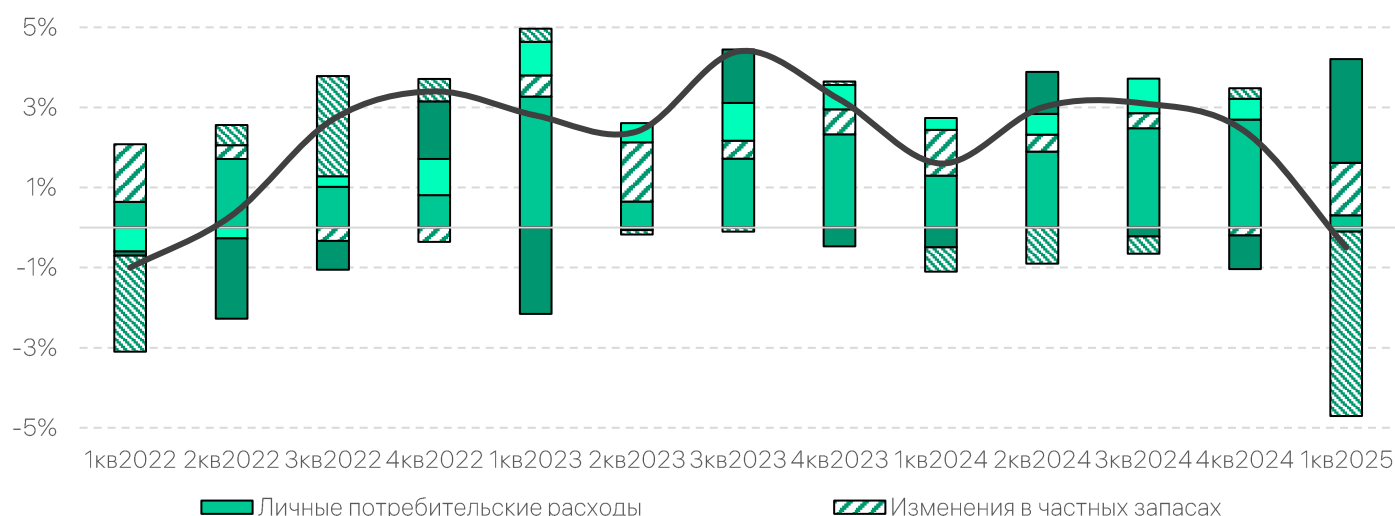
До конца 2025 года экономика США, вероятно, будет находиться в состоянии вялого роста с высокой вероятностью отдельных кварталов околонулевой динамики. Технический спад в I квартале — результат опережающего роста импорта и снижения госрасходов указывает на нарастающую уязвимость. Внутренний спрос, поддерживаемый инвестициями и потреблением, постепенно теряет импульс, в то время как потребитель становится всё более осторожным. Рост безработицы, снижение вакансий и ослабление деловой активности усиливают признаки стагнации.

Инфляция остаётся устойчиво выше целевого уровня ФРС, в первую очередь из-за давления со стороны услуг и тарифных издержек, которые начнут проявляться ближе к осени. Это ограничивает пространство для стимулирующей монетарной политики. Мы продолжаем на текущий момент ожидать одно снижение ставки ФРС до конца года.

Внешнеторговая политика усиливает риски: новые тарифы уже ведут к росту издержек и сжатию маржинальности, что может усилить инфляционное давление и ухудшить инвестиционный климат. На этом фоне экономика всё больше зависит от макроэкономической стабильности и внешнеполитической предсказуемости. В целом, наш базовый сценарий предполагает слабый рост на уровне около 1% за 2025 год.

Снижение темпов роста и опора на внутренний спрос. Экономика США демонстрирует признаки замедления: в I квартале 2025 года зафиксировано снижение ВВП на -0.5% кв/кв, что обусловлено опережающим ростом импорта и снижением государственных расходов. Внутренний спрос остаётся устойчивым за счёт инвестиций и потребления, однако динамика роста всё ближе приближается к стагнационной. Мы рассматриваем данный спад как технический, но сохраняем базовый сценарий умеренного роста на уровне около 1% в год с риском нулевой динамики в отдельных кварталах. Экономика всё больше зависит от фискальных и монетарных условий, и остаётся уязвимой к внешним шокам.

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



Источник: Bloomberg

Осторожное потребление и охлаждение рынка труда. Домохозяйства по-прежнему поддерживают спрос, но становятся всё более осторожными: наблюдается усиление тенденций trade-down⁵ и front-loading⁶, особенно в сегменте товаров длительного пользования. Реальный доход во многом обеспечен трансфертами, а уровень сбережений остаётся повышенным, отражая желание сформировать буфер. Розничные продажи демонстрируют волатильность, а потребительское доверие остаётся подавленным. Рынок труда теряет перегрев: темпы найма замедляются, безработица растёт, количество вакансий и продолжительность рабочей недели снижаются.

Слабая деловая уверенность и сдержанные инвестиции. Индикаторы деловой активности (ISM, NFIB) указывают на снижение деловой уверенности. Производственный сектор остаётся в зоне сокращения, а услуги близки к нулевому росту. Малый бизнес демонстрирует нарастающую осторожность: не увеличиваются запасы, снижаются инвестиции и найм. Крупные компании также откладывают проекты из-за роста издержек и усиления политической неопределённости. Количество ликвидационных банкротств растёт, что указывает на переход от адаптации к выходу менее эффективных игроков с рынка. Инвестиционная активность, вероятно, останется сдержанной до прояснения макроусловий.

Инфляция сохраняет устойчивость. Инфляция в США вновь демонстрирует устойчивость: CPI удерживается на уровне 2.7% г/г, базовая версия показателя — 2.9% г/г, что значительно выше цели ФРС. Основное давление продолжают оказывать услуги, прежде всего аренда и транспорт, который перестал быть дефляционным буфером. Цены производителей стабилизировались, но это не снижает потребительскую инфляцию ввиду низкой ценовой эластичности. Дополнительный проинфляционный риск формируют тарифы и рост импортных издержек, эффект от которых, вероятно, проявится осенью. В этих условиях достижение целевого ориентира в 2% все еще остаётся маловероятным до конца года.

ФРС сохраняет выжидательную позицию. ФРС сохраняет ставку на уровне 4.25–4.50%, находясь в режиме ожидания. Инфляция замедляется недостаточно быстро, а структурные риски усиливаются. В то же время данные по росту и занятости дают основания для осторожного пересмотра политики. Согласно последнему протоколу FOMC, большинство членов склонны к единственному снижению ставки ближе к IV кварталу 2025 года. Мы тоже сохраняем наш базовый сценарий с одним снижением ставки до конца года.

Торговая политика усиливает проинфляционные риски. Администрация США активизировала торговый протекционизм, объявив о широких тарифах на товары из 20+ стран и введении отраслевых пошлин на медь и фармацевтику. Пока эффект сглаживается запасами, но бизнес уже сталкивается с ростом импортных издержек. Маржинальность начинает сжиматься, а возможности перекладывать издержки на потребителя ограничены. Это формирует риски вторичного инфляционного давления и ухудшает инвестиционный климат. Торговая напряжённость сдерживает рост, усиливает неопределённость, и представляет собой стагфляционный шок, осложняющий задачу ФРС и стратегическое планирование компаний.

⁵ Trade-down — переход потребителей к более дешёвым альтернативам товаров или услуг, обычно в условиях экономического давления.

⁶ Front-loading — это термин, который означает смещение основной активности, расходов или усилий на начало определённого периода. В экономике, бизнесе или финансах его используют, когда значительная часть ресурса (например, инвестиций, расходов или продаж) сосредоточена в начале проекта, квартала или года.



Наш взгляд на акции США

Наше мнение

Концентрация рынка США

Текущая концентрация капитализации в США не является аномалией – она отражает реальные преимущества крупнейших компаний, однако достигнутый уровень концентрации несёт в себе одновременно как риск, так и возможность. Доминирование технологических гигантов оправдано их рентабельностью, но создает некоторую уязвимость: доля топ-10% акций по капитализации близка к пику эпохи доткомов. Хотя мы не закладываем в базовый сценарий резкой коррекции переоценённых лидеров, мы все еще предполагаем, что рыночная доходность станет более сбалансированной по мере начала ротации в сторону отстающих секторов и стран.

AI: момент истины

Первоначальный цикл ажиотажа вокруг инвестиций в искусственный интеллект переходит в критическую фазу, сосредоточенную на демонстрации возврата на инвестиции (ROI). Огромные капитальные затраты создадут явных победителей (поставщиков технологий), но также окажут давление на маржу тех, кто несет эти затраты («гиперскейлеры») в среднесрочной перспективе. Ключевым эффектом второго порядка является беспрецедентная нагрузка на физическую инфраструктуру, особенно на электросети, что создает новый структурный источник издержек.

«Американская исключительность» под вопросом

Аргументы в пользу «американского превосходства» ослабевают из-за завышенных оценок и фискального дефицита. Мы наблюдаем убедительные интересные инвестиционные возможности в Европе и Японии, которые предлагают привлекательные оценки и мощные внутренние катализаторы для переоценки.

Политика как основной источник «альфы»

В США формируется уникальный политико-экономический режим, сочетающий возрождение протекционизма — тарифы достигли максимальных уровней за последние десятилетия — с масштабной дерегуляцией. Эта конфигурация не является однозначно позитивной или негативной: она создаёт разнонаправленные эффекты для различных отраслей. В такой среде особенно важен селективный, секторальный подход, позволяющий выявить как бенефициаров, так и потенциальных аутсайдеров. Для активных инвесторов текущая политика открывает широкий спектр возможностей — от ставок на выигрывающих от тарифной защиты и дерегуляции до хеджирования рисков в наиболее уязвимых сегментах.

Анатомия лидерства на рынке США

Концентрация рыночного лидерства США продолжает расти. На конец июня 2025 года топ-10 компаний S&P 500 обеспечивают около 40 % общей капитализации индекса и рекордную долю прибыли. Фактически пассивные инвесторы, купившие весь индекс S&P 500, делают ставку на дальнейший рост крупнейших технологических гигантов — «Magnificent 7» (Apple, Microsoft, Google, Amazon, Meta, Nvidia, Tesla). Несмотря на разговоры о новых драйверах (например, полупроводники, кибербезопасность), структура доходности остаётся крайне узкой и завязанной на технологических гигантах. Существующая концентрация на начало 2025 года не ослабляется, а, наоборот, укрепляется на фоне централизации прибыли и капитализации в руках нескольких лидеров рынка.

Если сравнить среднюю рыночную капитализацию верхнего дециля акций по отношению к медианной капитализации, разрыв между ними сейчас уже превысил эпоху «Nifty Fifty» и приближается к пикам доткомов. Однако, прежде чем говорить о перегреве, стоит посмотреть на фундаментальные различия.

Однако, в отличие от предыдущих пиков, сегодняшняя концентрация подкреплена фундаментальными показателями. Крупнейшие 10% американских компаний демонстрируют на 60% более высокую рентабельность, чем в среднем по индексу, что в значительной степени оправдывает их премию в оценке. Более того, оценка сегодняшних лидеров далека от спекулятивной цены прошлого. Акции «Великолепной семерки» торгуются с форвардным мультипликатором P/E около 25x, по сравнению с пиковыми мультипликаторами в 60x для лидеров

доткомов и 45х для «Nifty Fifty». Это говорит о том, что, хотя оценки и завышены, они не находятся в зоне «пузыря». И, наконец, это не только про Big Tech. Это уже не просто история про масштаб — это масштаб, усиленный технологическим превосходством и оптимизацией процессов. Компании из других секторов, внедряющие технологии — вроде John Deere или Honeywell — тоже отрываются от конкурентов. Это уже не просто технологическая гегемония, а межотраслевая логика «победитель получает всё». Однако подобная узкая концентрация лидеров таит в себе как риск для индекса (если лидер споткнется, пострадает весь рынок), так и открывает возможности — ведь более широкие круги компаний с хорошими фундаментальными данными пока недооценены.

Вообще с каждым годом мне все чаще вспоминается мысль, которую я еще очень давно подчерпнул у Питера Тилля: «Капитализм и конкуренция — противоположности. Капиталисты накапливают капитал, создавая монополии». Именно поэтому устойчивые лидеры рынка сегодня — это, по сути, структурные монополии: компании, которые не просто конкурируют лучше, а выходят за рамки конкуренции, создавая уникальные экосистемы, барьеры входа и сеть зависимостей. Они выигрывают не только за счёт масштабов, но и благодаря способности диктовать правила игры в своей нише. В этом смысле доминирующие сегодня игроки — от Big Tech до технологичных промышленных гигантов — представляют собой не просто лидеров сегмента, а архитекторов целых отраслей. И их преимущество, в отличие от времен дотком-пузыря, подкреплено не только оценками, но и фундаментальными экономическими механизмами монополизации.

Тем не менее, даже у структурных монополий есть предел прочности. В условиях грядущего инвестиционного суперцикла в ИИ, растущих затрат на инфраструктуру, энергетических ограничений и усиливающегося регулирования, даже гиперскейлеры начинают сталкиваться с новой реальностью: высокая маржинальность больше не гарантирована, а прежняя неуязвимость подвергается испытанию. В первом квартале 2025 года акции ряда лидеров потеряли до 12–15% от пиковых уровней на фоне переоценки перспектив монетизации ИИ и роста капзатрат. Так, совокупные инвестиции только четырех крупнейших игроков (Microsoft, Amazon, Alphabet и Meta) предполагают на уровне \$320 млрд на CapEx — это рост на 45% к прошлому году. При этом темпы роста прибыли по тем же компаниям исходя из консенсус прогнозов аналитиков Блумберг могут замедлиться с 45% в год до 20% в ближайшие два года, что повышает чувствительность инвесторов к отчетности данных компаний.

Описанная выше ситуация не предвещает «обвала», но делает очевидной необходимость смещения фокуса инвесторов: от универсальной ставки на огромные технологические гиганты — к более селективному подходу. Прежде всего — к тем, кто выигрывает от ИИ-инфраструктуры, а также к mid-cap компаниям с доказанными конкурентными преимуществами в индустрии и энергетике. То есть вместо пассивной концентрации на топ-группе, нам нравится выбирать дифференцированный подход, который позволит захватить новый этап настоящего эффективных историй, а не продолжать верить в универсальную магию гиперскейлеров.

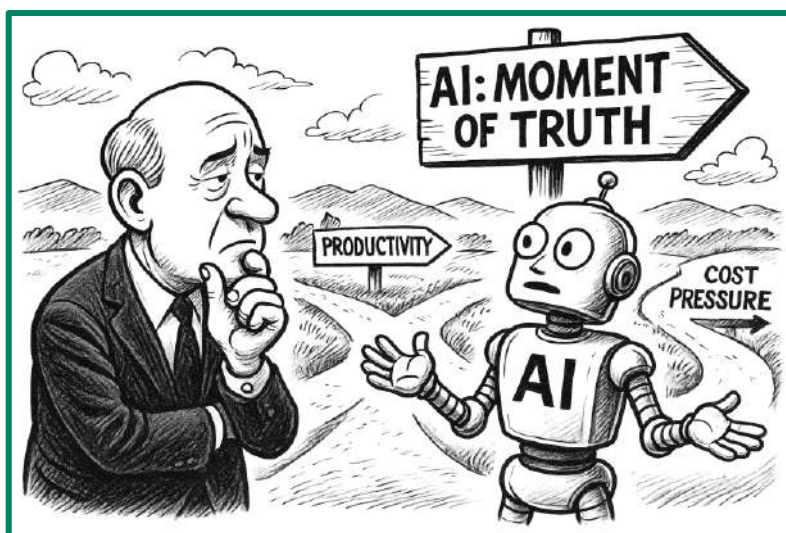


AI: момент истины

Цикл ажиотажа вокруг ИИ вступает в зрелую фазу, где фокус в ближайшее время может сместиться на рентабельность инвестиций (ROI). Это создает победителей (поставщиков технологий) и оказывает давление на маржу тех, кто несет затраты (гиперскейлеры). Исследования McKinsey и Bain показывают, что ценность ИИ заключается в «перестройке принципов работы компаний» и может повышать маржу за счет интеллектуального ценообразования.

ИИ активно трансформирует ключевые отрасли: в финансовых услугах он способен снизить издержки управляющих активами на 25–40 % за счёт автоматизации комплаенса, оптимизации инвестиционных процессов и дистрибуции; в здравоохранении 66 % организаций уже используют или рассматривают его внедрение, что повышает операционную эффективность (например, в планировании и биллинге) и точность диагностики, однако вызывает риски снижения доверия пациентов к врачам при упоминании ИИ даже в административных функциях; в промышленности и производстве ожидается, что ИИ создаст до \$2 трлн дополнительной стоимости к 2025 году благодаря предиктивному обслуживанию, оптимизации цепочек поставок и автоматизации, при этом компании уже фиксируют снижение затрат на 10–19 % и рост выручки на 6–10 %.

Основной источник «альфы» от ИИ во второй половине 2025 года будет исходить не от владения акциями гиперскейлеров, а от выявления традиционных, нетехнологических компаний, которые успешно используют ИИ для фундаментального изменения своей структуры затрат и ценовой политики. Рынок уже заложил в цены огромный рост для создателей ИИ (например, Nvidia) и гиперскейлеров. Следующая волна создания стоимости придет от роста производительности в широкой экономике. Фирмы, успешно интегрирующие ИИ, увидят расширение маржи, в то время как отстающие столкнутся с конкурентным давлением. Bain отмечает, что лидеры в области ценообразования на основе ИИ ожидают премию к рентабельности в 3 пп. Таким образом, инвестиционная стратегия должна сместиться от тематической «корзины ИИ» к фундаментальному, детальному анализу внедрения ИИ и его ROI в конкретных секторах, таких как финансы, промышленность и здравоохранение. Именно здесь скрывается настоящая, недооцененная альфа.



Глобальная ротация: переоценка «американского превосходства»

На международной арене формируется новая расстановка сил, ставящая под сомнение безусловное доминирование американского фондового рынка. В течение последнего десятилетия США значительно опережали остальные регионы по доходности акций, опираясь на уникальное сочетание технологических инноваций, монетарного стимулирования и концентрации глобального капитала. Однако сегодня вектор меняется: оценочная премия к мировым рынкам достигла экстремальных уровней, дефицит внешней торговли и фискальные дисбалансы усиливаются, а эффект от стимулов постепенно сходит на нет. На этом фоне ранее отстававшие регионы — Европа и Япония — демонстрируют признаки разворота: нормализация процентных ставок, восстановление производственных цепочек, рост капитальных расходов и относительно низкие мультипликаторы создают условия для переоценки. В совокупности это формирует основу для частичной ротации капитала за пределы США в пользу более сбалансированных и недооценённых рынков с позитивной структурной динамикой.

- Американские акции торгуются со значительной премией по отношению к остальному миру. Форвардный P/E для S&P 500 превышает 21x, в то время как остальной мир торгуется ближе к 14-15x. Эта премия в оценке по сравнению с миром без США близка к 20-летнему максимуму. Хотя это частично оправдано более высоким ROE, такой разрыв оставляет мало места для ошибок. Частично премия оправдана более высокой рентабельностью собственного капитала американских корпораций (ROE в США ~19% против ~10% в других развитых рынках). Но люфт для ошибок при таких оценках минимален: любые разочарования в доходах или росте в США могут спровоцировать более резкое падение, чем на недооценённых рынках.
- Долгие годы статус США как «единственного игрока на поле» гарантировал устойчивый приток глобального капитала, поддерживая как фондовый рынок, так и финансирование дефицитов. Однако к середине 2025 года этот баланс начал терять устойчивость. Несмотря на то, что чистая международная инвестиционная позиция США (NIIP) остаётся глубоко отрицательной — более –82 % ВВП. Это скорее отражение глобального доверия и инвестиционного спроса на американские активы, чем уязвимость. Однако по мере того, как альтернативы за рубежом становятся все более привлекательными, стабильность этих притоков может быть поставлена под вопрос — и в этом заключается потенциальный источник риска, особенно на фоне роста дефицита и растущей зависимости от внешнего финансирования.
- Иллюстрацией возможной дестабилизации стала августовская распродажа 2024 года: на фоне неожиданного ужесточения политики Банка Японии, укрепления иены и массового закрытия керри-трейдов, S&P 500 продемонстрировал крупнейшее внутрисдневное снижение с 2020 года⁷. Этот эпизод напомнил, насколько быстро глобальный поток капитала может развернуться — особенно если появляются конкурентные альтернативы. По мере переоценки макрофакторов в пользу Европы, Японии и развивающихся рынков, глобальные инвесторы могут начать ребалансировку портфелей, сокращая долю США. Потенциальное ослабление притока капитала или его отток способны лишить американский рынок одного из ключевых источников устойчивого спроса, который играл важную роль на протяжении последнего цикла.
- Фискальный импульс, долгое время служивший скрытым драйвером роста корпоративных прибылей в США, начинает постепенно ослабевать. При дефиците на уровне 6.15% ВВП американская экономика по-прежнему получает значительную подпитку, но уже без прироста. Это означает, что один из ключевых источников сверхдоходов — бюджетные вливания — постепенно теряет эффективность. Такая траектория фискальной политики создаёт встречный ветер для переоценённых американских активов, повышая риск снижения мультипликаторов и инвестиционной привлекательности в долгосрочной перспективе.

Таб. 7. Рынки акций США, Европы и Японии

Показатель	S&P 500 (США)	STOXX Europe 600 (Европа)	TOPIX (Япония)
Форвардный P/E	~21.4x	~14.0x	~14.8x
P/B (Цена/балансовая стоимость)	~5.4x	~2.1x	~1.5x
Дивидендная доходность	~1.3%	~3.3%	~2.6%
ROE (рентабельность капитала)	~18.5%	~11.3%	~9.0%
Прогноз роста прибыли (EPS) 2025	~9%	~8%	~5%

Источник: Bloomberg, расчеты Halyk Finance

⁷ Подробнее об августовских событиях 2024 года, включая распродажу на фоне укрепления иены и закрытия керри-трейдов, вы можете ознакомиться в нашем аналитическом материале «Обвал на рынке акций: что стоит за резким снижением?» ([доступен по ссылке](#)).

Политический барьер: тарифы

В текущей торговой политике США слышен знакомый мотив – протекционизм возвращается на пьедестал. Действительно, средняя эффективная тарифная ставка сейчас находится на рекордных уровнях. Так, к примеру, JP Morgan оценивает ее на уровне 14.9% с учетом тарифных ограничений, которые были введены 11 июля и вступят в силу с 1 августа. Правда самый главный парадокс заключается в том, что вместо бурных вложений эти меры, наоборот, порождают «заторможенность». При такой частой смене правил игры предприятия предпочитают не рисковать и по большому счёту откладывают крупные инвестиции. Иными словами, несмотря на ожидаемые процессы оншоринга реальные компании предпочитают все-таки отложить эти процессы. Согласно оценкам моделей Goldman Sachs, повышение политической неопределённости и ужесточение финансовых условий могут снизить рост капитальных расходов примерно на 4 пп в квартальной динамике, приведённой к годовому выражению. Помимо прочего стоит отметить, что высокая неопределённость заставляет и потребителей, и банки действовать осторожнее. Центр стратегических и международных исследований (CSIS) отмечает, что при резком росте неопределённости люди откладывают крупные траты (дома, машины), а банки ужесточают кредитные условия. Страх перед неизвестным приводит к тому, что и фирмы, и потребители «пасуют» – и экономика замедляется.



Формируя ядро портфеля: от концентрации к устойчивому росту

Наше мнение

От акцента на мегакорпорации — к поиску новых точек роста

Американский рынок остаётся высоко концентрированным: существенная часть капитализации и динамики индексов сосредоточена в ограниченном числе крупнейших компаний. Хотя эти имена продолжают играть важную роль в структуре рынка, растущий интерес вызывают также истории за пределами узкого круга лидеров. На этом фоне участники рынка всё чаще обращают внимание на возможности более широкой диверсификации, что может способствовать снижению зависимости от отдельных секторов или эмитентов.

Разрыв с США усиливает интерес к международной диверсификации

На фоне сохраняющегося разрыва в оценках между американским рынком и остальным миром всё больше внимания привлекают международные рынки, в частности Европа и Япония. В этих регионах наблюдаются как более умеренные уровни мультипликаторов, так и признаки структурных изменений — таких как реиндустриализация в Европе и экономические реформы в Японии. Эти факторы выступают как потенциальная база для переоценки активов и диверсификации источников доходности за пределами США.

Фокус на качество: средняя капитализация как сбалансированное решение в условиях замедления

Нас все еще привлекают акции компаний средней капитализации с упором на качество. В условиях замедления американской экономики, при сохраняющейся высокой стоимости капитала и отсутствии стимулов, способных реанимировать маргинально уязвимые бизнесы, нам нравится сегмент компаний средней капитализации с удержанием нейтральной позиции в компаниях крупной капитализации и селективным подходом к компаниям малой капитализации — только через качественные истории с рентабельностью и устойчивым денежным потоком. Компании средней капитализации предлагают оптимальное сочетание устойчивости, гибкости и потенциального роста, оставаясь при этом разумно оценёнными. В отличие от компаний малой капитализации, где почти половина эмитентов убыточны, а долговая нагрузка предельно высока, компании средней капитализации обладают более качественным профилем доходности и устойчивыми мультипликаторами.

Фокус на устойчивость и тренды: финансы, промышленность и коммунальные компании



Финансовый сектор остается бенефициаром потенциальной дерегуляции. Если протекционизм торговли бьёт по некоторым отраслям, то дерегуляция явно позитивна для банков и финансовых сервисов. Можно даже сказать, что правительство косвенно проводит «таргетированный стимул» для банков.



Промышленные компании получают поддержку со стороны структурных трендов: оншоринг, рост оборонных расходов и инфраструктурные программы. Однако истории, связанные исключительно с оншорингом производства, носят скорее спекулятивный характер: сохраняющаяся неопределённость торговой политики и слабая предсказуемость CAPEX-планов делают такие компании уязвимыми к коррекции ожиданий. Соответственно, экспозиция на оншоринг оправдана лишь как тактическая ставка.



Коммунальные компании выигрывают от ускоренного роста спроса на электроэнергию (в том числе со стороны дата-центров) и демонстрируют устойчивость к внешнеторговым рискам, выступая защитным компонентом портфеля на фоне рыночной волатильности.

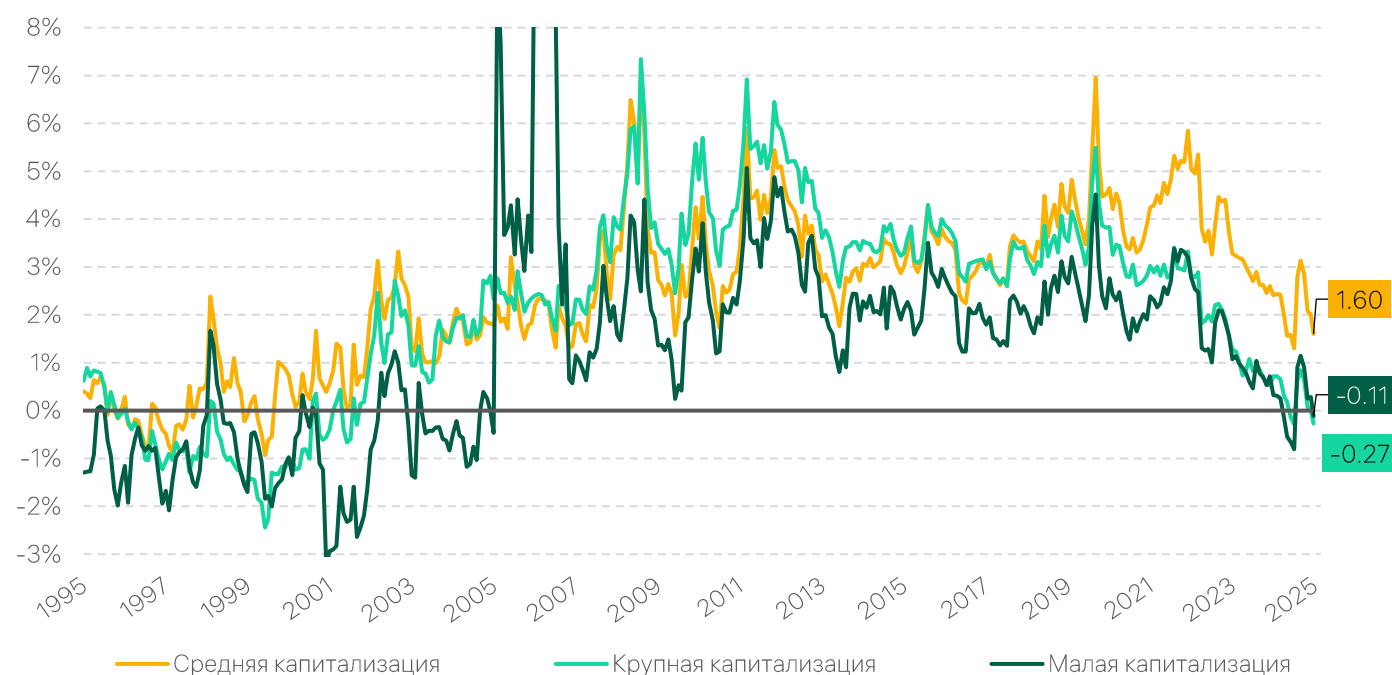
Large, Mid, Small

На текущем этапе оптимальной стратегией является умеренный перевес в сегменте компаний средней капитализации как в наиболее сбалансированном сегменте по совокупности оценки, качества и адаптивности. Компании крупной капитализации целесообразны как защитный компонент портфеля, особенно в условиях потенциальной турбулентности. Малая капитализация требует избирательного подхода и могут рассматриваться лишь точно — при наличии устойчивых бизнес-моделей и позитивных катализаторов.

На фоне формируемой на текущий момент макроэкономической среды главная задача заключается не в поиске «самого дешёвого» сегмента, а в точной калибровке риска. С этой позиции сегмент компаний средней капитализации (mid cap) все еще выглядит сбалансированной ставкой. Их мультипликаторы остаются на разумном уровне — forward P/E в пределах 16–18х, при этом доля убыточных компаний не превышает 17%, а interest coverage ratio на уровне 4х обеспечивает защиту от процентного давления. Такой профиль дополняется улучшением прогнозов прибыли: в отличие от компаний малой капитализации (–20%), консенсус по mid cap был пересмотрен незначительно (–3%), что отражает фундаментальную устойчивость. Начиная с октября 2022 года, mid cap продемонстрировали рост в диапазоне 50–55%, обогнав как малые, так и крупные компании при меньшей волатильности. В стратегической перспективе mid cap — это ядро «экономики масштаба»: достаточно гибкие для адаптации и одновременно достаточно зрелые для эффективного распределения капитала.

Дополнительно хотелось бы отметить, что компании средней капитализации все еще продолжают демонстрировать более привлекательные показатели с точки зрения «премии за риск» (Equity Risk Premium)⁸, мы считаем их более привлекательными для инвестиций в ближайшие кварталы. Однако следует учитывать, что исходя из наших расчетов⁹, 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 капитализации имеют отрицательный ERP.

Рис. 2. Премия за риск (Equity Risk Premium)



Источник: Bloomberg, расчеты Halyk Finance

Сегмент компаний крупной капитализации (large cap) сохраняет инвестиционную привлекательность как защитный элемент. Несмотря на высокие оценки (forward P/E по ростовым бумагам до 28.7х), лидеры индекса обеспечивают структурную прибыльность, денежный поток и глобальную экспозицию. Эти активы оправданы в условиях геополитических или кредитных шоков, а также для инвесторов, предпочитающих низкую волатильность и устойчивую дивидендную базу. Однако в данном случае хотелось бы подчеркнуть важность сохранять стратегическое распределение в качественные компании с большой капитализацией, но сократить до нейтрального уровня долю наиболее концентрированных и капиталоемких технологических мега-корпораций.

Компании малой капитализации (small cap), несмотря на внешнюю «дешевизну», не подтверждают привлекательность по сути: более 45% убыточных компаний, медианный interest coverage — 1х, forward P/E в сегменте «роста» — почти 39х. С учётом высокой доли компаний с негативным FCF и слабых балансов, при

⁸ 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.

⁹ Для расчетов мы использовали следующие индексы: крупная капитализация — S&P 500, средняя капитализация — S&P MidCap 400, малая капитализация — Russel 2000. Формула для расчета ERP: $ERP = BEY - YTM$, где BEY — Blended Earnings Yield (доходность, которую инвесторы ожидают получить от акций) или $1 / (\text{Forward P/E})$, YTM — Yield to Maturity (доходность 30-летних казначейских облигаций).

текущих ставках этот сегмент скорее зона повышенного риска, чем источник недооценённого роста. Однако мы признаем, что на момент выпуска данного материала на рынке наблюдается высокая доля коротких позиций в индексе Russel 2000, что дает возможность спекулятивному росту данному сегменту рынка до конца текущего сезона.

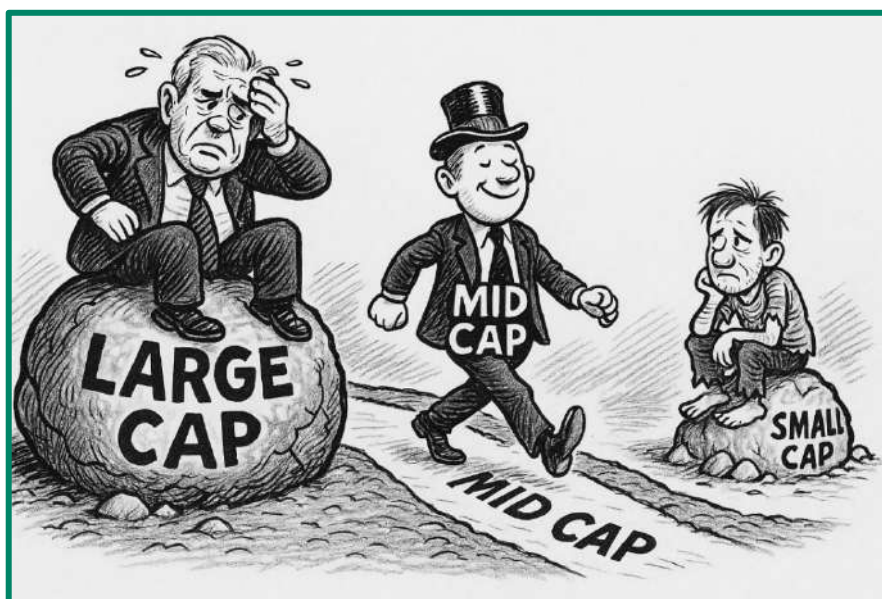
Таб. 8. Сравнение компаний с различной капитализацией¹⁰

US large-cap			↑●
US mid-cap			↑●
US small-cap	↓●		

Рис. 3. Процент неприбыльных компаний



Источник: JP Morgan Asset Management



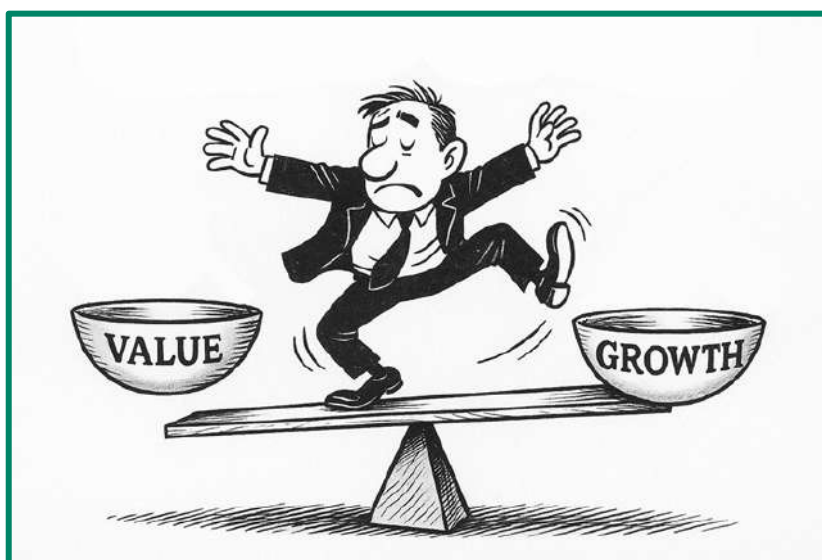
¹⁰ ● — уменьшение экспозиции, ○ — нейтральный взгляд, ● — увеличение экспозиции.

Value vs Growth

В условиях замедления роста и неопределённости макросреды мы сохраняем стратегически нейтральную позицию между «ростом» и «стоимостью». Акции «роста» предлагают качественный доход и устойчивость, но уже торгуются с существенной премией и чувствительны к ожиданиям. Акции «стоимости» — привлекательны по оценке и получают институциональную поддержку, но ограниченный потенциал прибыли делает их зависимыми от макрофона. Баланс между сегментами на данном этапе предпочтительнее односторонней ставки.

Акции «роста» обладают уникальными защитными характеристиками, но рынок просит на текущий момент за них очень высокую плату. Данные подтверждают, что премия за «рост» фундаментально обоснована ожиданиями по прибыли. На 2025 год прогнозируется рост прибыли для этого сегмента на +14% г/г, в то время как для «стоимости» — лишь на +5% г/г. Эта разница объясняет, почему капитал продолжает идти в технологических лидеров, способных генерировать рост даже в слабой экономике. К тому же, многие услуги этих компаний (облачные вычисления, ключевое ПО) стали незаменимыми, почти как коммунальные платежи, что обеспечивает устойчивость доходов даже в периоды экономической нестабильности. Во время турбулентности инвесторы ищут «качество» — крепкие балансы и доминирующее положение на рынке. Этим критериям лучше всего соответствуют именно мега-кэп технологические компании, которые становятся «тихой гаванью» внутри самого рынка акций. Но главный риск никуда не делся: форвардный коэффициент P/E для акций «роста» достиг 27х, что значительно выше его долгосрочного среднего значения в 21х. Рынок платит за будущий рост авансом, что не оставляет права на ошибку и делает эти акции уязвимыми.

Рис. 4. Forward P/E акций «стоимости» к акциям «роста»



Акции «стоимости» привлекают своей оценкой, но их краткосрочные перспективы вызывают опасения. Дисконт P/E акций «стоимости» к акциям «роста» сейчас составляет ~35%. Это значительно больше исторического среднего в 23%. С другой стороны, P/E компаний «стоимости» находится на уровне 17х выглядит разумно, хотя и выше своего среднего (14х). Дополнительно отметим, что в отличие от акций «роста», которые сталкиваются с растущим регуляторным давлением, многие «стоимостные» сектора являются бенефициарами государственной политики. Программы поддержки промышленности (как CHIPS Act и IRA в США) напрямую помогают индустриальным компаниям. А ожидаемое, пусть и медленное, снижение процентных ставок является позитивным фактором для секторов вроде коммунальных услуг и финансов (снижение кредитных рисков). Однако слабая

Таб. 9. Сравнение компаний «стоимости» и «роста»¹¹

US Value Stock		—○	
US Growth Stock		—○	

сторона очевидна: анемичный прогнозируемый рост прибылей (+5% в 2025 году) делает эти компании крайне уязвимыми к дальнейшему ухудшению экономической ситуации.

¹¹ ● — уменьшение экспозиции, ○ — нейтральный взгляд, ● — увеличение экспозиции.

Сектор экономики	Комментарий
Энергетический  ¹²	Энергетический сектор вместе с секторами товаров вторичного спроса и здравоохранения показал с начала года отрицательную динамику. Попытки восстановления энергетического сектора, который мы видели в июне (эскалация вооружённого конфликта на Ближнем Востоке) из-за резкого роста стоимости цен на нефть в направлении \$80 за баррель, были сдержанными и не нашли за собой продолжения. В настоящий момент цены на нефть скорректировались до \$68-69 за баррель и по ожиданиям Goldman Sachs, рискуют скорректироваться до \$60 за баррель и даже ниже. Давление на сырьё могут оказать увеличение предложения нефти в мире, а также замедление темпов экономического роста в развитых и развивающихся экономиках мира. Хотя риск рецессии в США в текущем году снизился до 30%, всё же, неопределённость в торговой политике страны может выступить причиной снижения ВВП самой крупной экономики мира. Многие популярные истории из секторов upstream и midstream показали околонулевую динамику с начала года. Исходя из вышеизложенного, мы выносим рекомендацию по энергетическому сектору «уменьшение экспозиции» и не видим потенциала для роста в нём.
Материалов 	Сектор материалов в большей степени представлен компаниями, представляющие отрасли золота, меди и стали. Золотодобывающие, медные и сталелитейные компаний с начала года зафиксировали положительную динамику выше роста самого рынка, однако пальму первенства вновь продолжают удерживать золотодобывающие предприятия. Самые популярные игроки отрасли золота выросли с начала года более чем на 50%, а биржевой инвестиционный фонд VanEck Gold Miners ETF — GDX, который включает в себя популярных производителей золота, а именно Newmont Corp (13%), Agnico Eagle Mines (11.9%), Wheaton Precious Metals Corp (8.0%), Barrick Mining Corp (7.2%) и других, вырос с начала года на 61%. С учетом впечатляющего ралли с начала года мы ожидаем сдержанный потенциал роста от текущих цен и выносим «нейтральную» рекомендацию по металлу. Несмотря на отдельные крайне оптимистичные оценки по золоту, мы не считаем, что текущие уровни по золоту могут быть достаточно интересны инвесторам. В большей степени это касается долевых инструментов золотодобывающих корпораций, которые с начала года показали впечатляющие темпы роста и значительно опередили темпы подъёма стоимости базового актива и мировых индексов. С учётом, вышеизложенного мы занимаем нейтральную позицию по золоту и рекомендуем выкупать акции золотодобывающих корпораций на их падениях. Цены на медь в конце июня вплотную приблизились к \$10 000 за тонну и с начала года выросли на 10%. По оценкам аналитиков Goldman Sachs, медные котировки достигнут пика в \$10 050 за тонну в августе, при этом прогноз средней стоимости меди во второй половине 2025 года был пересмотрен в сторону роста до \$9 890 за тонну в сравнении с прошлым значением в \$9 140 за тонну. «Бычьи» прогнозы по меди занимают не только аналитики Goldman Sachs, но и представители других ведущих инвестиционных домов США. Так, к примеру, Citigroup видит потенциал роста цен на медь до \$10 000 за тонну в 2026 году с перспективой увеличения до \$11 000 за тонну через год. Эксперты из Bank of

¹² ● — уменьшение экспозиции, ○ — нейтральный взгляд, ● — увеличение экспозиции.

America немногим более оптимистичны в своих прогнозах и видят возможности увеличения стоимости меди в следующие два года до \$10 188 и \$12 000 за тонну соответственно.

На горизонте следующих лет самые «бычьи» прогнозы выносят аналитики из BMI (дочерняя организация Fitch Solutions, специализирующаяся на макроэкономических и отраслевых исследованиях). Они оценивают рост цен на медь до \$11 000 и \$12 500 за тонну в 2026–2027 гг. и до \$13 500 и \$15 000 в следующие годы. Тем не менее, текущий уровень спотовых цен выше средних и медианных значений на текущий год. Что касается медных компаний, то основные игроки отрасли исчерпали большую часть роста и могут представлять интерес в случае коррекции на рынке.

Товаров
вторичного
спроса

—○

Сектор вторичного спроса прежде, показавшие высокие темпы роста во многом за счёт подъёма котировок крупнейшего онлайн ритейлера Amazon и ведущего производителя электрокаров Tesla Motors с начала года зафиксировал небольшое снижение. В составе сектора уверенно себя чувствуют операторы круизных лайнеров, часть из которых не только показали внушительные темпы роста с начала года, но и переписали абсолютные исторические максимумы. Среди них стоит выделить такие акции как Viking Holdings и Royal Caribbean.

В данном секторе мы прежде призывали не ограничиваться американскими историями, а обратить взор на восток. В результате высокие темпы роста с начала года показали азиатские онлайн-ритейлеры (Alibaba Group Holdings, Sea Limited, Coupang, Vipshop Holdings), а также китайские производители электрокаров (Xpeng, BYD, Li Auto).

Мы не видим большого потенциала среди американских представителей товаров вторичного спроса, однако рекомендуем подбирать азиатские истории с дисконтом в случае коррекции на рынке. К примеру, инвесторы достаточно быстро выкупили часть падения котировок Alibaba Group Holdings, Pinduoduo и Vipshop Holdings.

Арыстан Байбатшаев
Старший аналитик Департамента Торговых Идей

Сектор
экономики

Комментарий

Промышленнос
ти

—○

На данный момент, беспокойство вызывает падающий уровень спроса на промышленные товары из-за сокращения объемов потребления, а также рост себестоимости множества компонентов для промышленного производства, так как все они будут облагаться тарифом (а то и несколько раз) из-за присутствия иностранных компаний в цепочке производства. Особый интерес у нас вызывают оборонные компании, так как они объединяют в себе – независимость от иностранных цепочек поставок (установленная законодательно), низкая зависимость от обычного потребителя, увеличение спроса в связи с растущим количеством конфликтов в мире, долгожданная «смена поколений» и появление новых объемных контрактов на разработку и производство.

Из-за роста объемов стройки по проектам расширения энергетической инфраструктуры, интересны могут быть компании, которые поставляют строительную технику и оборудование, поставщики материалов и строительных компонентов.

Товаров первой
необходимости

—○

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. С учетом низкой маржинальности части компаний данного сектора

мы рекомендуем отдавать предпочтения самым крупным компаниям данного сектора.

Технологический



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&D. В данном случае в качестве краткосрочных выгодоприобретателей мы выделяем компании в отрасли полупроводников. В чуть более долгосрочной перспективе мы рекомендуем присмотреться к компаниям монополизирующим определенные ниши в разработке ПО. В более долгосрочной перспективе следует обратить внимание на крупных поставщиков ПО с наиболее успешной интеграцией ИИ в свои продукты и большим успехом монетизации данной технологии.

Таир Егембердиев
Аналитик Департамента Торговых Идей

Сектор
экономики

Комментарий

Финансовый



На фоне сохраняющейся высокой ключевой ставки и усиливающегося институционального интереса к криптовалютам, финансовый сектор США находится в состоянии двойственного давления. С одной стороны, устойчивый уровень ставок выше 5% продолжает оказывать поддержку чистому процентному доходу (NII), однако ограниченные возможности снижения стоимости депозитного фондирования и повышенная конкуренция за ликвидность сдерживают расширение маржи, что сдерживает рост доходов банковской отрасли.

С другой стороны, растущие потоки капитала в спотовые крипто-ETP, особенно в Ethereum-продукты, создают конкуренцию традиционным банковским инвестиционным каналам, включая депозитные сертификаты, управляющие счета и брокерские платформы. Уход части инвесторов в цифровые активы повышает давление на комиссионный доход и требует адаптации продуктовой линейки. Банковский сектор уже адаптируется к цифровым активам. Ожидаем интеграцию крипто-транзакций в банковскую систему, для оптимизации комиссионных расходов. Поколение клиентов, привыкшее к доступу к криптовалютам через финтехи и биржи, оказывает давление на банки, требуя мгновенного доступа к операциям, токенизированным активам и прозрачным платформам. При этом потенциал снижения ставки ФРС до конца 2025 года выглядит ограниченным. В такой среде наилучшие перспективы сохраняются у крупнейших банков, способных генерировать стабильный рост баланса и делать значительные затраты в крипто-инфраструктуру.

Коммуникаций



Телекоммуникационный сектор вступает во второе полугодие 2025 года в условиях высокой конкуренции и замедляющегося роста числа новых абонентов. Основная конкуренция разворачивается вокруг подключений по фиксированной и мобильной связи. Компании активно предлагают скидки и фиксируют цены после «Дня освобождения Америки», чтобы удержать клиентов и привлечь новых, особенно на фоне конкуренции со стороны FWA и волоконной связи. При этом кабельные операторы теряют позиции: многие клиенты переходят на мобильные сети и оптический интернет. Стоит сфокусироваться на крупных игроках с четкой стратегией во времена неопределенности, они более предсказуемы в выручке и приросту абонентов, так как уже имеется развитая инфраструктура и генерация денежных потоков остается предсказуемой.

Коммунальных
служб



Мы сохраняем позитивный взгляд на сектор коммунальных услуг США. Ожидаемое снижение процентной ставки Федеральной резервной системы (ФРС) создает благоприятные условия для компаний сектора, улучшая его финансовую позицию для развития инфраструктуры и удовлетворяя спрос на электроэнергию со стороны пользователей искусственного интеллекта.

Снижение ставки ФРС напрямую повлияет на стоимость заимствований, что позволит компаниям укрепить свои балансы и снизить операционные расходы. Это, в свою очередь, облегчит финансирование капитальных проектов по модернизации инфраструктуры, что является ключевым фактором их долгосрочного роста. Кроме того, снижение процентных ставок сделает дивидендную доходность коммунальных предприятий более привлекательной по сравнению с купонами по государственным облигациям. В результате сектор, который традиционно считается защитным активом, привлечет инвесторов, ориентированных на стабильный доход. В дополнение к макроэкономическим факторам, спрос на электроэнергию со стороны развивающихся технологий, таких как искусственный интеллект и строительство дата-центров, продолжит расти. Это создает надежный фундамент для увеличения выручки и прибыли компаний сектора в долгосрочной перспективе.

Основными бенефициарами этого процесса мы считаем независимых производителей электроэнергии и коммунальные службы, оперирующие в южных штатах США. Привлекательность этих регионов обусловлена наличием доступных земельных ресурсов, благоприятным налоговым режимом и менее строгим регулированием по сравнению с другими штатами. Независимые производители особенно выигрывают благодаря своей гибкости в заключении долгосрочных контрактов на поставку электроэнергии (PPA), которые обеспечивают стабильный и растущий денежный поток.

Здравоохранения



Мы сохраняем осторожный прогноз по сектору, что обусловлено комплексом продолжающихся регуляторных и политических рисков. Влияние этих факторов может существенно изменить ландшафт отрасли и финансовые показатели компаний.

Потенциальное введение политики "наиболее благоприятствуемой нации" (MFN) может оказать значительное давление на прибыльность фармацевтических компаний. Особенно это касается производителей дженериков, чья низкая маржинальность делает их крайне уязвимыми к дальнейшему снижению цен. В долгосрочной перспективе подобное ценовое давление может привести к сокращению поставок на рынок США. Кроме того, возрастает неопределенность вокруг роли управляющих льготами на лекарства (PBM). Их бизнес-модели критикуются за непрозрачность, что вызывает опасения относительно их влияния на конечную стоимость препаратов для потребителей. В первом полугодии 2025 года сектор медицинского страхования столкнулся с ростом операционных расходов и давлением на маржинальность. Эти факторы, наряду с изменениями в финансировании государственных программ, вынуждают компании пересматривать свои стратегии. Другим существенным риском является потенциальное ужесточение торговой политики, включая высокие тарифы на импорт фармацевтической продукции. Хотя ожидается, что их введение может быть отложено до 2027 года, компании уже вынуждены рассматривать релокацию производства в США. Это неизбежно повлечет за собой существенные капитальные затраты, что негативно скажется на их финансовых показателях в кратко- и среднесрочной перспективе.

Следует отдавать предпочтение компаниям, которые обладают производственными мощностями в США, что снижает их уязвимость к

торговым барьерам. Также привлекательными могут быть компании, выступающие в качестве потенциальных целей для слияний и поглощений, а также игроки, обладающие сильными позициями на диверсифицированных рынках, что позволяет нивелировать риски, связанные с регуляторными изменениями в Соединенных Штатах.

Мы сохраняем нейтральный прогноз по сектору недвижимости и инвестиционным фондам в недвижимость (REIT). Несмотря на высокие ипотечные ставки и замедление строительной активности, цены на жилье продолжают расти. Текущие

условия, в совокупности с проблемами с мигрантами и растущими затратами на материалы создают неблагоприятную картину для роста продаж жилых домов. REIT и застройщики сильно зависят от доступного и дешёвого заёмного капитала. Снижение ставки ФРС напрямую повлияет на стоимость заимствований, что позволит компаниям увеличить строительную активность и поднять спрос на ипотечное кредитование. Хотя, ожидаемое снижение процентной ставки Федеральной резервной системы (ФРС) создает благоприятные условия для сектора недвижимости, улучшит положение на рынке, ставки все еще останутся на высоком уровне.

При этом недавний бум строительной активности в период низких процентных ставок после ковид до сих пор не был полностью абсорбирован рынком, что препятствует росту арендных платежей для жилищных инвестиционных фондов. Предположительное решение данной проблемы может наступить к концу 2025 года, что в особенности позитивно скажется на REIT-ах из Солнечного пояса.

В дополнение к макроэкономическим факторам мы выделяем REIT, специализирующиеся на недвижимости в сферах здравоохранения, дата-центров и телекоммуникаций. Эти нишевые секторы являются основными бенефициарами долгосрочных трендов, таких как старение населения, цифровизация экономики и рост спроса на передачу данных.

Недвижимости и
REIT

—○



Взгляд на облигации

Данил Бондарец
Старший Аналитик Департамента Торговых Идей

Наше мнение

Облигации США

Во второй половине 2025 года ключевыми факторами для рынка казначейских облигаций США останутся макроданные, торговая политика и неопределённость вокруг смены председателя ФРС в 2026 году. С учётом высокой вероятности назначения более лояльного к правительственной администрации кандидата и перспективы начала агрессивного цикла снижения ставки в следующем году, мы ожидаем снижения доходностей по 2-летним бумагам и среднему сегменту кривой на 20-40 бп несмотря на то, что в базовом сценарии закладываем лишь одно снижение ставки в этом году. Дополнительную поддержку рынку окажет ослабление темпов роста экономики и рост безработицы, что также может привести к снижению доходностей на дальнем участке кривой на 25-35 бп до конца года. Однако уже в 2026 году мы допускаем рост долгосрочных ставок из-за увеличения премии за срок на фоне рисков для независимости ФРС и фискальной устойчивости. В этих условиях мы сохраняем предпочтение к среднему сегменту и рассматриваем дальний участок кривой как тактическую, но не стратегическую возможность.

Кредитный риск

Мы сохраняем позитивный взгляд на USD IG облигации, ожидая поддержки со стороны снижения доходностей по UST и стабильности корпоративных метрик, при этом потенциал для дальнейшего сужения спредов ограничен. По USD HY облигациям мы более осторожны: спреды находятся у исторических минимумов, а рынок, по нашему мнению, недооценивает риски ужесточения торговой политики США, что может спровоцировать их расширение. Потенциальную коррекцию на этом фоне мы будем рассматривать как возможность для постепенного увеличения позиций в этих бумагах. По USD EM облигациям мы сохраняем нейтральный взгляд: поддержку в первой половине года обеспечило ослабление доллара, но текущие уровни спредов и высокая чувствительность к глобальным рискам ограничивают дальнейшие перспективы для роста.

Казначейские облигации

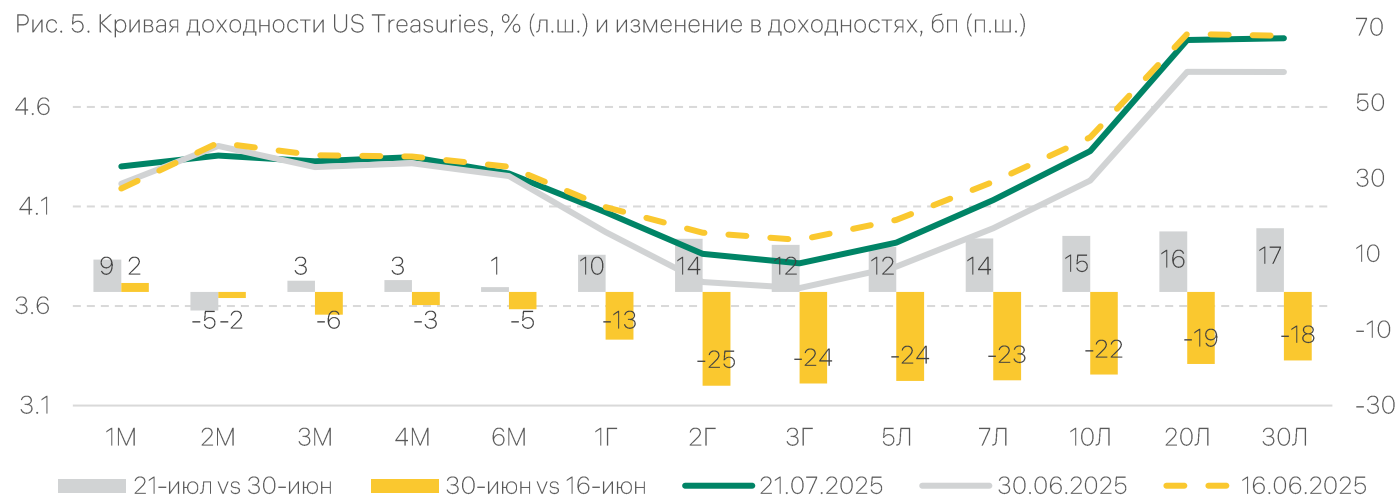
После публикации нашего макроэкономического [обзора](#) по США во второй половине июня доходности по казначейским облигациям США (UST) перешли к снижению на фоне опасений ухудшения ситуации на рынке труда и комментариев министра финансов США Скотта Бессента о том, что в ближайшее время минфин воздержится от привлечения долгосрочного долга из-за высоких ставок на дальнем сегменте кривой доходностей. В конце июня мы отмечали, что считаем такое «ралли» на рынке UST избыточным и ожидали возвращения доходностей по 10-летним нотам в диапазон 4.3%-4.5%. Наш прогноз оправдался в первые недели июля, благодаря ряду факторов: 1) 4 июля президент Трамп подписал «Один Большой Красивый Акт» (One Big Beautiful Bill Act), который предполагает значительное увеличение бюджетного дефицита в следующие 10 лет; 2) сильного отчёта по безработице за июнь (4.1% против консенсус-прогноза в 4.3%) и возвращения индекса потребительских цен к росту с первыми признаками отражения влияния тарифов на конечные цены; 3) возобновления опасений инвесторов по поводу независимости ФРС от исполнительной ветви власти на фоне новостей о стремлении Дональда Трампа уволить председателя ФРС Джерома Пауэлла из-за его чрезмерно «ястребиной риторики».

Наш обновлённый базовый сценарий предполагает лишь одно снижение ставки ФРС на 25 бп во время заседания в декабре, вопреки призывам Дональда Трампа к более агрессивным темпам снижения ставки. В настоящий момент у президента нет полномочий для увольнения председателя ФРС на фоне разногласий по монетарной политике, в связи с чем мы считаем, что Джером Пауэлл останется на своём посту до истечения своего срока в мае 2026 года. Однако, мы довольно высоко оцениваем риск назначения в качестве его замены кандидата с менее независимой от правительственной администрации риторикой. В связи с этим мы предварительно ожидаем начало агрессивного цикла снижения ставок в 2026 году, с 3-4 снижениями по 25 бп до терминальной отметки в 3.00%-3.25%. На этом фоне доходности по 2-летним нотам должны снизиться до диапазона в 3.4%-3.6%, а по среднему сегменту кривой – до диапазона 3.6%-4.0%, что подразумевает снижение на 20-25 бп от текущих

уровней. Дополнительную поддержку ценам облигаций должно оказать ожидаемое нами замедление экономики во второй половине года и возможное введение заявляемых Трампом «зеркальных» тарифов вкупе с повышением базовой тарифной ставки до 15%-20%.

Что касается дальнего сегмента кривой доходностей, то его перспективы более неоднозначны. Как мы отмечали в нашем еженедельном обзоре рынка долговых инструментов в начале июля, мы ожидаем, что доходности по 10-летним нотам также снизятся до диапазона в 4.05%-4.25% на фоне описанных выше факторов, что открывает возможность для тактического увеличения экспозиции на бумаги данного сегмента. Однако, мы допускаем вероятность резкого роста премии за срок в 2026 году на фоне риска подрыва доверия инвесторов к независимости ФРС и роста опасений об устойчивости фискальной политики США, в особенности на фоне принятия «Одного Большого Красивого Законопроекта». На фоне этого доходности по 10-летним нотам могут закрепиться на уровне выше 4.5%, а по 20- и 30-летним облигациям – выше 5.3%.

Рис. 5. Кривая доходности US Treasuries, % (л.ш.) и изменение в доходностях, бп (п.ш.)



Источник: Bloomberg

Наш взгляд на дюрацию

Таб. 10. Взгляд на дюрацию

Дюрация			Комментарий
Длинные (8 лет и больше)	○ 13		Мы сохраняем нейтральный взгляд на дальний конец кривой доходности, однако пересматриваем аргументацию в пользу этой позиции. В отличие от наших предыдущих комментариев, мы теперь положительно оцениваем тактическое увеличение дюрации, ожидая снижения доходностей на 25–35 бп к концу года. Вместе с тем, в более долгосрочной перспективе мы остаёмся сдержанными в оценке дальнего сегмента кривой. Это обусловлено как принятием пакета фискальных мер под названием «Один Большой Красивый Акт», так и вероятностью назначения председателя ФРС, более лояльного к интересам исполнительной власти. Учитывая это, мы предпочитаем воздерживаться от открытия долгосрочных позиций в длинных бумагах на текущих уровнях доходностей. Вместо этого, мы рассматриваем доходности 10-летних UST выше 4.5% как более привлекательные уровни для формирования таких позиций.
Средние (от 3-х до 7 лет)	● ↑		На фоне обновлённого прогноза мы по-прежнему рассматриваем средний сегмент кривой доходности как наиболее привлекательный. С одной стороны, во второй половине года он может выиграть за счёт переоценки, обусловленной ожиданиями более активного смягчения монетарной политики в 2026 году. С другой стороны, бумаги этого сегмента менее подвержены риску роста премии за срок, который, как мы ожидаем, станет актуальным фактором уже в следующем году. Таким образом, как мы отмечали

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

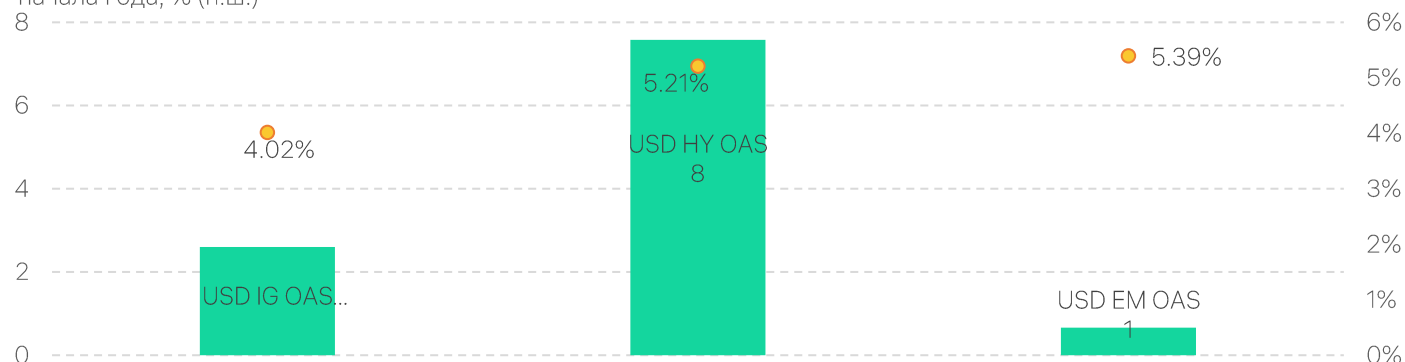
			ранее, средняя часть кривой продолжает предлагать наилучшее соотношение риска и доходности.
Короткие (2 года и меньше)	—○		На фоне нашего прогноза о единственном снижении ставки ФРС в 2025 году данный сегмент кривой остаётся актуальным во второй половине года. Более того, как отмечалось выше, мы ожидаем снижения доходностей 2-летних UST на 30–40 бп к концу года, что открывает возможности для тактического увеличения экспозиции. Однако в 2026 году, на фоне начала агрессивного цикла снижения ставки ФРС, инвесторы столкнутся с необходимостью реинвестирования по более низким ставкам. Это снижает инвестиционную привлекательность сегмента в более долгосрочной перспективе. В связи с этим, наш взгляд на него остаётся нейтральным.

USD облигации корпоративных и суверенных эмитентов

Во второй половине июня, спреды продолжили сужаться по всем сегментам корпоративного долгового рынка. За последний месяц спреды по облигациям инвестиционного уровня в долларах (USD IG) снизились на 8 бп, по высокодоходным бумагам (USD HY) – на 15 бп, а по корпоративным евробондам развивающихся стран (USD EM) – на 12 бп. Это ралли было поддержано ростом спроса на риск-активы в США, наблюдавшимся в июне и июле. Одним из его проявлений стало возвращение фондовых индексов к историческим максимумам, достигнутому в начале года. Существенным фактором поддержки послужило принятие «Одного Большого Красивого Акта», который, в отличие от его потенциального воздействия на рынок гособлигаций США, оказывает положительное влияние на корпоративных эмитентов за счёт предоставления налоговых послаблений. Участники рынка также адаптировали более оптимистичный взгляд на перспективы введения правительственной администрацией «зеркальных» тарифов на импорт в США. Несмотря на то, что риторика Дональда Трампа по данному вопросу стала несколько жёстче по сравнению с апрелем, когда объявление о введении «зеркальных» тарифов привело к массовой распродаже и, соответственно, значительному расширению кредитных спредов, рынок значительно дисконтирует вероятность воплощения угроз президента в реальность, учитывая предоставление уже двух отсрочек по введению взаимных тарифов после изначального объявления о них.

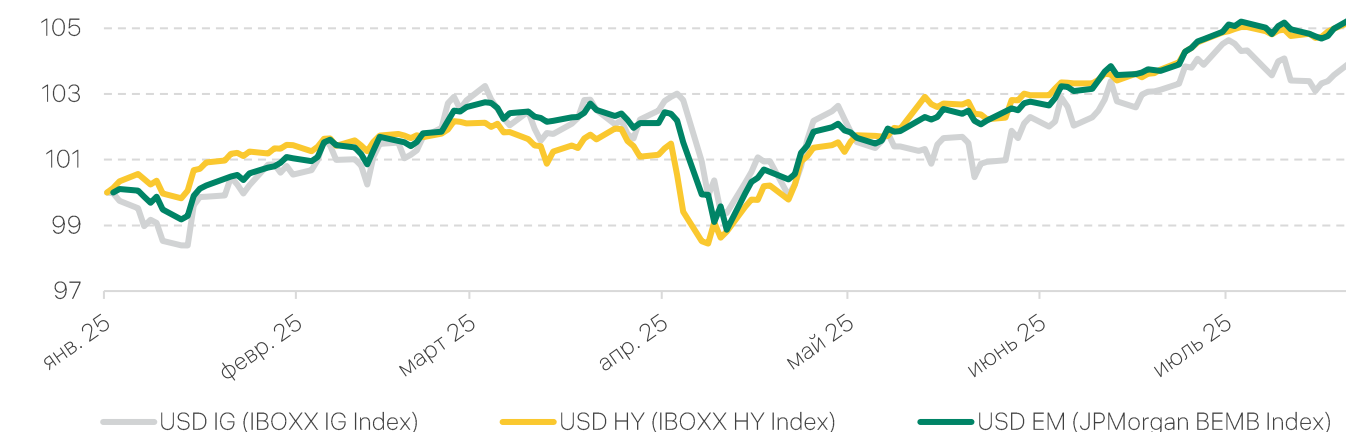
Если говорить о результатах индексов корпоративных облигаций с начала года, то HY (+5.21%) и EM (+5.39%) бумаги опередили облигации инвестиционного класса (+4.02%), вопреки нашему изначальному предпочтению в пользу последних. Однако, если посмотреть на динамику данных индексов с начала года (рисунок 6), то можно увидеть, что совокупная доходность по IG бумагам была сопоставима с двумя другими классами на протяжении большей части года, и даже превосходила их в периоды резких «распродаж» риск-активов. Спреды по IG облигациям в целом гораздо более стабильны чем по другим классам, за исключением периодов резкого оттока капитала в безопасные активы, как это было в начале апреля. В связи с этим гораздо большее влияние на их совокупную доходность оказывает изменение доходностей по UST. В частности, последний эпизод относительно слабой динамики индекса IG облигаций по сравнению с другими классами бумаг, начавшийся в июле, совпадает с началом роста доходностей по UST, которое мы отмечали в предыдущем блоке.

Рис. 6. Изменения в спредах, бп (л.ш.) и доходность индексов корпоративных облигаций с начала года, % (п.ш.)



Источник: Bloomberg

Рис. 7. Динамика индексов (нормализованных) корпоративных облигаций с начала года



Источник: Bloomberg

Наш взгляд на USD IG облигации

С начала года мы придерживались позитивного взгляда на IG облигации, и мы продолжаем сохранять его до конца года. Как мы уже отметили выше, относительно разочаровывающая динамика по сравнению с другими классами бумаг была связана с ростом доходностей по UST на среднем и дальнем сегментах кривой в первой половине июля. Как мы отмечали в нашем обзоре рынка казначейских облигаций США, мы ожидаем снижения доходностей на данных участках на 20-25 бп во второй половине года, что должно положительно отразиться на динамике индекса. Что касается кредитных спредов, то мы считаем, что они сохранятся на своих текущих уровнях до конца года. С одной стороны, потенциал для их дальнейшего сужения ограничен, так как они уже находятся вблизи своих исторических минимумов. С другой стороны, как мы уже отмечали в нашем макрообзоре США, корпоративные прибыли остаются на высоком уровне, а кредитные метрики продолжают быть стабильными, в связи с чем мы не видим значительных причин для их расширения в условиях отсутствия внешних шоков, таких как резкое ужесточение торговой политики США. В случае же реализации такого сценария, IG бумаги по-прежнему выглядят более привлекательным активом по сравнению с другими классами кредитного риска. Это связано с его меньшей восприимчивостью к распродажам – как, например, в апреле, когда снижение индекса USD IG происходило заметно медленнее, чем у индексов USD HY и USD EM.

Наш взгляд на USD HY облигации

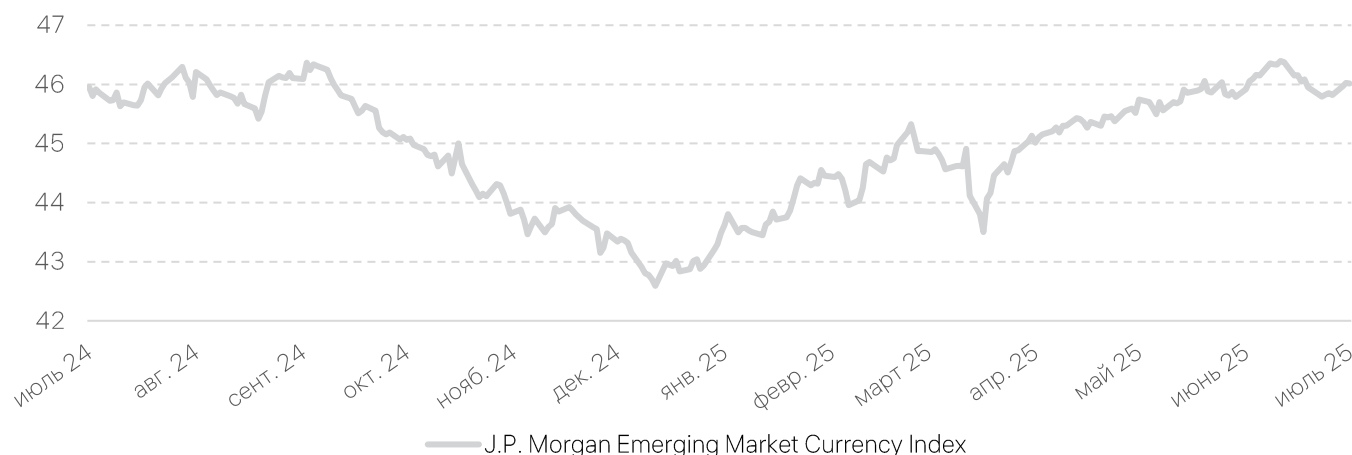
В отличие от USD IG облигаций, мы рассматриваем текущий уровень спредов по HY бумагам как значительно менее комфортный, учитывая их близость к историческим минимумам (9 процентиль с 2012 года), а также повышенный уровень оптимизма на рынке в последние месяцы. Мы продолжаем ожидать их умеренного расширения на 40-50 бп во второй половине года. Также, как мы отмечали выше, участники рынка значительно недооценивают вероятность введения Дональдом Трампом «зеркальных» тарифов, в связи с чем, в случае реализации такого сценария, мы вновь можем увидеть их расширение на 100+ бп. Однако, по нашему мнению, такой расклад событий предоставит отличную возможность для увеличения экспозиции на HY бумаги по мере утихания «медвежьих» настроений инвесторов.

Наш взгляд на USD EM облигации

Индекс облигаций эмитентов с развивающихся рынков оказался в лидерах с точки зрения совокупной доходности с начала года, а спреды по ним продемонстрировали наименьшее расширение относительно своих уровней в начале года (+1 бп). Одним из ключевых факторов, выступивших в поддержку такого результата, стало ослабление доллара США в первой половине года, вопреки нашим изначальным ожиданиям его сохранения на высоких уровнях после существенного укрепления на фоне победы Дональда Трампа на выборах в США. Более слабый доллар способствовал улучшению платёжеспособности иностранных эмитентов, в особенности тех, чей основной доход формируется в национальных валютах. Дополнительным фактором, выступившим в поддержку иностранных эмитентов, стал общий тренд на диверсификацию из США во втором квартале, что способствовало более стремительному восстановлению индекса облигаций эмитентов с развивающихся рынков во второй половине апреля, в сравнении с индексом HY облигаций.

Однако, мы продолжаем отмечать повышенную чувствительность эмитентов с развивающихся рынков к общим «медвежьим» настроениям на рынке, а также общее негативное влияние торговой политики США на мировые темпы роста экономики, в связи с чем мы всё ещё можем увидеть расширение спредов по данным бумагам во второй половине года, в особенности принимая во внимание их текущую близость к историческим минимумам. На фоне этого, мы продолжаем сохранять нейтральный взгляд на данный класс и отдаём предпочтение бумагам в нециклических отраслях с фокусом на локальные источники выручки или в отраслях, не попадающих под влияние торговых пошлин США.

Рис. 8. Динамика валют развивающихся рынков по отношению к Доллару США



Источник: Bloomberg

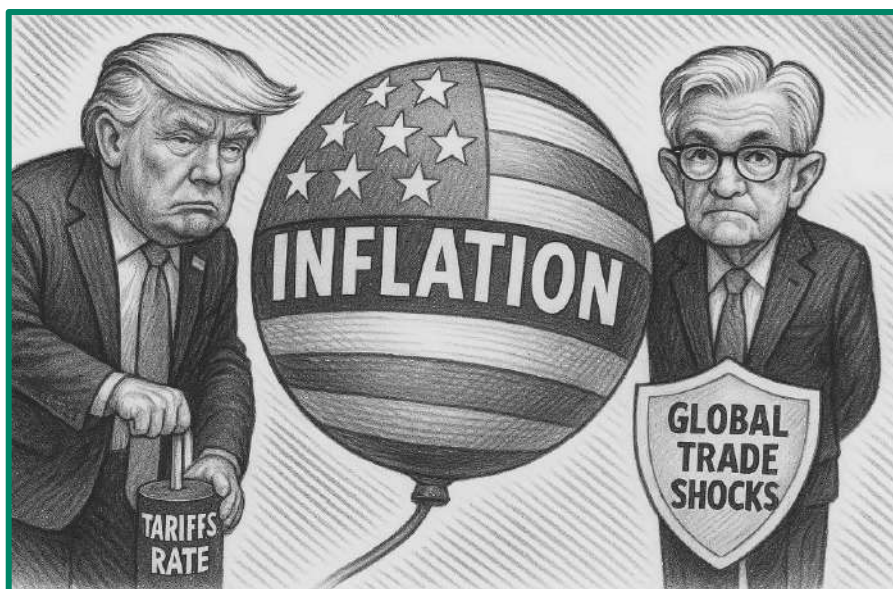
Наш взгляд на кредитный риск

Таб. 11. Взгляд на корпоративные облигации¹⁴

Класс			Комментарий
USD IG		↑●	Несмотря на узкие спреды, мы сохраняем позитивный взгляд на данный класс активов по нескольким причинам. Во-первых, фундаментальные показатели эмитентов остаются на комфортных уровнях, и мы не ожидаем их существенного ухудшения в ближайшие месяцы, даже с учётом прогнозируемого умеренного замедления экономики во второй половине года. Во-вторых, инвестиционные облигации исторически демонстрируют меньшую волатильность в периоды рыночных распродаж по сравнению с другими классами кредитного риска. В-третьих, наши ожидания снижения доходностей UST во второй половине года создают благоприятные условия для наращивания позиции в данном сегменте. Мы предполагаем, что спреды по IG облигациям останутся стабильными, что в совокупности с динамикой UST позволит индексу USD IG показать доходность на уровне 8.0%–9.0% по итогам 2025 года, из которых 4%–5% придётся на оставшуюся часть года.
USD HY	↓●		Мы не разделяем повышенного оптимизма относительно более высокорисковых активов и считаем, что вероятность введения «взаимных» торговых пошлин со стороны США несколько выше, чем считают участники рынка. Ожидаемое нами замедление темпов роста экономики во второй половине года также будет оказывать давление на текущие, исторически узкие, уровни спредов. В связи с этим мы ожидаем их расширения на 40-50 бп во второй половине года, что подразумевает совокупную доходность индекса за 2025 год в 7%-8%, из которых лишь 1.6%-2.6% придётся на оставшуюся часть года. В связи с этим, мы склоняемся к уменьшению экспозиции на данный класс бумаг.
USD EM		—○	Индекс EM бумаг всё ещё выглядит привлекательной инвестицией благодаря довольно высокой средней доходности к погашению составляющих его бумаг (~6.3%, в сравнении с ~5.2% у облигаций, входящих в состав индекса USD IG). Однако, как и в случае с HY бумагами, мы не считаем текущий уровень спредов комфортным и ожидаем, что они могут расшириться на 10-20 бп во второй половине года. Мы также отмечаем сохраняющиеся риски введения «зеркальных» тарифов на

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

импорт со стороны США, которые могут оказать давление на денежные потоки эмитентов, со значительной долей выручки от экспорта в США, а также привести к более широкой «распродаже» активов данного класса в целом. В связи с этим, мы имеем нейтральный взгляд на бумаги данного класса и прогнозируем совокупную доходность за 2025 год в 8.0%-9.0%, из которых лишь 2%-3% придётся на оставшуюся часть этого года (в сравнении 4%-5% у USD IG).



АО «Halyk Finance» (далее – HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана». Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала и (или) члены их семьи, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. АО «Halyk Finance» и (или) ее аффилированные лица осуществляют широкий спектр операций и предоставляют множество разных услуг на финансовых рынках, такие как услуги финансового консультирования, андеррайтинга, маркет-мейкера включая эмитентам, упомянутым в данном материале. Инвестиции в активы на финансовых рынках имеют высокую степень риска. При этом прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют. Инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2025, все права защищены.

Департамент торговых идей

E-mail
dti@halykfinance.kz

Департамент продаж

E-mail
sales@halykfinance.kz

Адрес:
Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
А05А1В4, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 339 43 77
www.halykfinance.kz

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