

# Записка для инвесторов: новый виток эскалации в торговой войне



Александр Шмыров  
Заместитель Директора Департамента Торговых Идей  
[Взгляд на экономику и рынок акций](#)

Данил Бондарец  
Старший Аналитик Департамента Торговых Идей  
[Взгляд на рынок облигаций](#)

4 апреля 2025 года

## Наше мнение

Мы пересматриваем наш прогноз по индексу S&P 500, понижая целевой ориентир с 6500 до диапазона 5700-5900 пунктов с учётом обновлённого базового сценария. Последний предполагает снижение эффективной тарифной ставки до 15% по итогам торговых переговоров, замедление темпов роста ВВП США до 1% в 2025 году (на фоне практически нулевого прироста в IV квартале 2025 года), а также ускорение инфляции на 1.5–1.7 пп. Дополнительным фактором выступает ожидаемое снижение ключевой ставки ФРС на 75–100 базисных пунктов в ответ на ухудшение макроэкономических условий. Более подробно со сценарным анализом вы можете ознакомиться в части «Макроэкономические последствия».

Мы ожидаем, что текущая коррекция приведет к восстановлению рынка в краткосрочном периоде. Индекс S&P 500 на уровне 4900 пунктов (20% от пика) является сильной поддержкой, и исторически в 67% случаев такие падения приводили к положительной доходности в течение года (в среднем 13%). Однако необходимо учитывать, что дальнейшая динамика будет полностью определяться развитием ситуации с тарифами.

В формируемой сейчас экономической конъюнктуре инвесторам стоит сосредоточить внимание на:

- **Компаниях с преимущественно локальной производственной базой и рынком сбыта** (вне зависимости от географии присутствия), которые менее зависимы от международной торговли и новых тарифных барьеров. Компании с локализованным производством и рынками сбыта окажутся в более выгодной позиции. Такие компании не будут сильно подвержены внешним экономическим рискам, связанным с пошлинами, и смогут сохранить стабильные операционные результаты даже в условиях экономического замедления.
- **Особое внимание стоит уделить защитным активам**, таким как золото и коммунальные компании. Золото традиционно служит хеджем от роста инфляции и ослабления валюты, а также выступает как безопасный актив в условиях глобальной экономической нестабильности. Коммунальные компании, как правило, демонстрируют устойчивость к колебаниям экономического цикла, имеют стабильные дивиденды и меньше зависят от внешних факторов. В условиях падения процентных ставок и замедления экономической активности их привлекательность может возрасти.
- **Кроме того, фармацевтический сектор США**, ориентированный преимущественно на внутренний рынок, вряд ли пострадает от новых тарифов, что делает его относительно безопасным вложением в текущих условиях.
- **Компании, работающие в сфере автоматизации и роботизации**, а также производители промышленного оборудования, смогут выиграть от тенденции к реиндустриализации США и перемещению производственных цепочек в страну, что создаст новый спрос на их продукцию.
- **Промышленные компании, включая сталелитейные**, также могут получить выгоду от протекционистской политики США, если спрос на внутреннее производство возрастет в результате переноса производств в страну. Эти компании смогут воспользоваться увеличением инвестиционной активности и спросом на товары, необходимые для адаптации к новым условиям глобальной торговли.
- **На рынке облигаций мы имеем нейтральный взгляд на дюрацию и продолжаем отдавать предпочтение среднему сегменту дюрации** благодаря его оптимальному балансу риска и доходности. Мы также продолжаем иметь положительный взгляд на облигации эмитентов инвестиционного класса (IG) и понижаем наш взгляд на высокодоходных эмитентов и эмитентов с развивающихся рынков до негативного.
- Кроме того, возрастающая волатильность на валютных рынках обуславливает необходимость значительной диверсификации портфелей. Ранее данную мысль мы озвучивали в заметке «Откат на фондовом рынке: что стоит за падением акций?» (доступный по [данной ссылке](#)): «включение активов различных классов, секторов и географических регионов поможет сбалансировать риски и улучшить долгосрочные перспективы».

В начале текущего месяца 2025 года администрация США объявила о беспрецедентном расширении импортных тарифов, установив базовую ставку в 10 % на импорт из всех стран и повысив «рекурсивные» пошлины для ключевых торговых партнёров: Китай (34 %), Япония (24 %), Евросоюз (20 %) и Швейцария (31 %). При этом товары из-под соглашения USMCA, а также полупроводники, фармацевтическая продукция (позже могут быть введены отдельные тарифы), драгоценные металлы и ряд стратегических ресурсов были освобождены от новых тарифов. Объявление спровоцировало снижение глобальных рынков более чем на 10% за две торговые сессии, снижение доходностей по казначейским облигациям США, ослабление доллара и укрепление валют, которые считаются «тихой гаванью» (швейцарский франк (CHF) и японская иена (JPY)).

## 1. Введение и предыстория

В последние годы торговая политика США всё активнее опиралась на тарифы как инструмент влияния на глобальную экономику. После серии мер 2018–2019 гг., направленных в первую очередь против Китая и ЕС, нынешний пакет пошлин стал самым масштабным с 1930-х годов. В августе прошлого года мировые фондовые рынки уже переживали коррекцию: изменение денежно-кредитной политики Банка Японии (BOJ), а также массовое закрытие позиций в рамках керри-трейда между долларом США и Японской иеной спровоцировало резкую волатильность на рынках. На этом фоне объявление о новых пошлинах стало триггером для всплеска волатильности и распродаж.

## 2. Суть изменений в торговой политике США

30 марта 2025 года президент США выступил с заявлением о введении единой базовой ставки 10 % на импорт из всех стран, вступающей в силу 5 апреля. Дополнительно с 9 апреля будут действовать повышенные «рекурсивные» тарифы, рассчитанные как половина уровня тарифных и нетарифных барьеров, применяемых к американскому экспорту. Для Китая ставка достигнет 34 % (с учётом ранее действующих мер — 54 %), для Японии — 24 %, для Евросоюза — 20 %, для Швейцарии — 31 %. Отдельно были подтверждены 25 % пошлины на автомобильную промышленность. В качестве исключений из новых мер были обозначены товары, произведённые в рамках USMCA (Соглашение между США, Мексикой и Канадой), полупроводники, фармацевтическая продукция, драгоценные металлы, древесина, энергоресурсы и некоторые другие стратегические материалы.

В одном из своих выступлений Трамп подчеркнул, что США открыты к переговорам: страны-партнёры могут снизить собственные тарифы или нетарифные барьеры либо увеличить инвестиции в американскую экономику, чтобы добиться снижения «рекурсивных» пошлин.

## 3. Законодательная и юридическая перспектива

Уже на следующий день Сенат США принял резолюцию, направленную на блокировку пошлин в отношении Канады, получив редкую поддержку четырёх республиканцев. Однако лидеры Палаты представителей подтвердили, что вмешиваться не намерены, и любые попытки ограничить исполнительную власть в вопросе тарифов ранее были отклонены. Демократическая фракция готовит процедуру принудительного голосования, которая позволит обойти партийное руководство. Параллельно ожидается рост числа судебных исков: использование International Emergency Economic Powers Act (IEEPA) для таких масштабных экономических мер не имеет прецедентов, и компании вместе с отраслевыми ассоциациями будут активно лоббировать отмену или смягчение пошлин.

## 4. Макроэкономические последствия

До мартовских анонсов средняя эффективная тарифная ставка США составляла около 2.5 %. После февральских шагов она выросла до примерно 9%, а новый пакет повысит её до порядка 25 %. Мы ожидаем, что в 2025 году рост ВВП замедлится до уровня около 1 % (против закрепления на уровне исторического среднего в районе 2% в предыдущих прогнозах). Наш базовый сценарий предполагает постепенное снижение эффективной тарифной ставки до 15% по результатам переговоров между странами, а также роста давления со стороны лоббистов и электората республиканской партии. Однако реализация данного варианта развития событий получит ясность в течение ближайших недель. Мы предполагаем, что заградительные пошлины начнут снижаться в 2-3 кварталах текущего года, когда максимально усилится юридическое, бизнес- и политическое давление. В том случае если этого не произойдёт, то материализуется негативный сценарий, описанный в части сценарного анализа.

Инфляционное давление усилится: Citi оценивают вклад тарифов в core CPI на уровне +1 пп, а Bank of America Merrill Lynch — до +1.7 пп в ближайшие два-три квартала. В то же время мы не ожидаем мгновенного роста инфляционного давления, поскольку многие компании существенно нарастили товарные запасы в конце IV квартала 2024 года и в начале 2025 года. Это оказывает сдерживающее влияние на цены в краткосрочном горизонте и одновременно объясняет снижение темпов роста ВВП до 1% кв/кв (SAAR), зафиксированное в ряде nowcast-моделей, а также снижение консенсус-прогнозов среди ведущих инвестиционных домов.

В ответ на замедление экономической активности ФРС, по нашим оценкам, снизит ключевую ставку на 75-100 базисных пунктов до конца года. Выступление Пауэлла в пятницу вновь подтвердило осторожный подход к снижению ставок, поскольку ФРС пытается сбалансировать рост экономики и обеспокоенность по поводу инфляции. В то же самое время регулятор также находится под влиянием уровня стресса на кредитных и финансовых рынках.

## 5. Сценарный анализ

Принимая во внимание политические и экономические риски, мы выделяем три основных сценария развития событий. В базовом варианте (вероятность 50%) тарифы будут частично смягчены в ходе переговоров, замедление роста сохранится во втором и третьем квартале, а ФРС отреагирует снижением ставок на 75-100 бп. В благоприятном варианте (20%) США быстро восстановят преференции для ключевых партнёров, что позволит минимизировать ущерб для экономики и ограничить рост инфляции на уровне около 2.5%. В неблагоприятном варианте (30%) новые тарифы сохранятся или будут усилены ответными мерами торговых партнёров, что может привести к рецессии, снижению ставки ФРС на порядка 200 бп и глубокому обвалу рынков.

Таб. 1. Сценарный анализ развития макроэкономической ситуации

Сценарий	Вероятность	Описание
Базовый	50 %	Переговоры смягчат часть пошлин до конца года, замедление темпов роста экономики по итогам года до 1% г/г., ФРС снизит ставку на 75-100 бп фондовый рынок будет также поддержан со стороны налоговых реформ, которые начнут обсуждаться ближе ко второму полугодю текущего года.
Позитивный	20 %	Быстрое восстановление преференций (как в случае с Канадой и Мексикой), минимальный ущерб темпам роста и инфляции.
Негативный	30 %	В случае, если пошлины сохраняются или усиливаются через введение репроципрокных тарифов <sup>1</sup> , существует высокая вероятность перехода от замедления к технической рецессии во второй половине года. Основной удар по экономической активности и деловой уверенности, по нашему мнению, будет приходиться на IV квартал 2025 года, что также обусловит более агрессивную реакцию ФРС в виде снижения ставки на ~200 базисных пунктов к концу года.

Источник: Halyk Finance

## 6. Что мы ждем от рынка акций?

Текущая коррекция в индексе привела в США к значительному росту индекса волатильности до 45 пунктов, что означает значительный страх и неопределённость на рынке. Уровень в 40-50 пунктов обычно ассоциируется с паническими распродажами и острым дефицитом ликвидности. Важно отметить, что это не означает, что индекс волатильности не может вырасти еще больше. Так, он достигал на пике в октябре 2008 года 83%. Однако текущий уровень выступает в качестве достаточно редкого явления и основываясь на историческом анализе, как правило, на краткосрочном горизонте широкий индекс выходил в зону роста. Уровень 4900 пунктов по индексу S&P 500, что является 20% падением от исторического максимума, является уровнем сильной поддержки. Когда индекс падал на 20% от своих пиков на горизонте одного года в 67% случаев наблюдалась положительная доходность со средней величиной около 13%. Дальнейшим уровнем снижения выступает 4200 пунктов по индексу S&P 500. Снижение на 30% соответствует среднему падению индекса в 10 предыдущих рецессий США, начиная с 1958 года. В таком случае индекс восстанавливается на 42% от своих минимумов в течение следующего года и полностью компенсирует потери через два года.

<sup>1</sup> **Репроципрокные тарифы** — это торговые пошлины, устанавливаемые на основе принципа взаимности: страна вводит тарифы, аналогичные по уровню и структуре тем, которые применяет её торговый партнёр.

Таб. 2. Динамика S&P 500 после достижения индекса VIX 45 пунктов впервые за месяц, количество торговых сессий

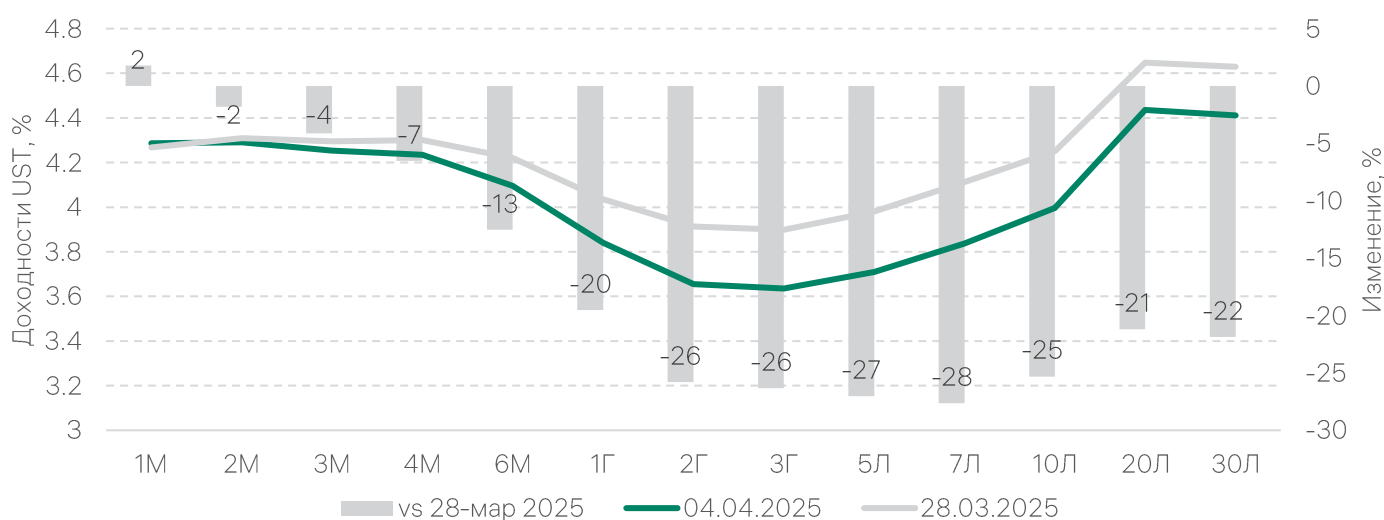
	1	2	3	5	10
Апрель 2020	-0.16%	3.24%	4.74%	6.85%	2.74%
Март 2020	4.94%	-0.19%	-9.68%	-13.12%	-18.54%
Октябрь 2011	2.25%	4.08%	5.98%	8.70%	9.25%
Август 2011	4.74%	0.12%	4.75%	7.60%	0.39%
Май 2010	1.50%	0.19%	0.23%	2.94%	-0.63%
Март 2009	-0.64%	1.72%	-2.61%	-3.47%	7.57%
Февраль 2009	1.58%	0.82%	2.47%	5.39%	-4.39%
Январь 2009	0.18%	-3.18%	-3.05%	-7.47%	-2.82%
Декабрь 2008	-1.27%	3.80%	2.81%	0.93%	-1.17%
Ноябрь 2008	4.08%	-1.40%	-6.36%	-4.87%	-11.96%
Октябрь 2008	-1.35%	-5.15%	-10.59%	-18.34%	-15.06%
Сентябрь 2008	5.42%	4.94%	0.71%	-4.47%	-9.31%
Август 2002	2.99%	5.05%	8.49%	8.29%	13.91%
Октябрь 1998	2.60%	3.99%	3.69%	9.18%	12.41%
Сентябрь 1998	2.95%	5.05%	5.87%	3.95%	6.38%

Источник: Bloomberg, Halyk Finance

## 6. Что мы ждем от рынка облигаций?

Наш базовый сценарий, включающий смягчение эффективной тарифной ставки до 15%, не предполагает значительного замедления темпов роста экономики. В связи с этим мы считаем, что ожидания, закладываемые участниками, являются слишком пессимистичными. На фоне этого, по нашему мнению, «ралли» на рынке облигаций исчерпало свой потенциал и дюрацию наращивать уже поздно. Более того, в случае объявления новых сделок по тарифам, мы можем увидеть возобновление оптимизма в риск-активах, что приведёт к росту доходностей казначейских облигаций. Однако, мы не считаем, что этот рост будет слишком значительным. На данный момент мы обновляем целевой диапазон по доходностям 10-летних нот на ближайший квартал до 3.9%-4.1% (против 4.35%-4.5% в прошлом) с перспективой временного роста до 4.2%-4.3% во времена повышенного оптимизма на рынке акций. Это подразумевает нейтральную позицию по дюрации, и мы продолжаем отдавать предпочтение бумагам среднего сегмента (3-7 лет).

Рис. 1. Кривая доходности US Treasuries и изменение в доходностях



Источник: Bloomberg

На рынке корпоративных облигаций мы сохраняем наш положительный взгляд на эмитентов инвестиционного уровня так как, как мы уже отмечали в предыдущих публикациях, влияние агрессивной торговой политики США на них менее значительно, чем на высокодоходных эмитентов. В то же время, мы понижаем наш взгляд на

высокодоходные облигации и облигации эмитентов с развивающихся рынков до негативного. Даже в случае некоторого послабления пошлин, инвесторы могут продолжить демонстрировать осторожность в инвестировании в более рискованные активы, что будет сдерживать перспективу для сужения спредов. А в случае с эмитентами с развивающихся рынков, более низкие цены на энергоносители и сырьевые товары на фоне пониженного спроса в условиях замедлившись темпов роста экономики, будут оказывать давление на выручку, что может привести к ухудшению их платёжеспособности.

## 7. Что нам нравится?

В сложившихся условиях мы рекомендуем инвесторам сфокусироваться на компаниях с локализованным производством и рынком сбыта, поскольку они окажутся менее уязвимыми перед новыми пошлинами. Дополнительным позитивным фактором станет ожидаемое снижение корпоративного налога до 15 %, продление налоговых льгот 2017 года и отмена социальных взносов. Среди защитных активов в условиях новой тарифной политики особое внимание следует уделить золоту, акциям коммунальных компаний, фармацевтического сектора США, производителям промышленного оборудования, а также компаниям, работающим в области автоматизации и роботизации производственных процессов. Введение новых импортных пошлин, инициированных администрацией Трампа, усиливает инфляционное давление и создаёт риски для глобальных производственных цепочек, особенно в капиталоемких и внешнеторгово-ориентированных отраслях.

**Золото** традиционно выступает в качестве хеджирующего инструмента на фоне роста инфляционных ожиданий, ослабления доллара и ухудшения геополитической обстановки, однако до конца года мы не ждем значительного роста в драгоценном металле, но это дополнительно позволит поддерживать диверсификацию и баланс рисков портфеля. Сектор коммунальных услуг демонстрирует относительную устойчивость к колебаниям экономического цикла, отличается стабильной дивидендной доходностью и, как правило, выигрывает в условиях снижения процентных ставок, а также большая его часть ориентирована на локальный рынок. Фармацевтические компании США ориентированы преимущественно на внутренний рынок и в меньшей степени подвержены рискам нарушения внешнеторговых потоков, сохраняя привлекательность при снижении оценки высокотехнологичных бумаг.

Дополнительный интерес представляют сталелитейные компании, которые могут получить выгоду от протекционистской политики и увеличения внутреннего спроса в случае переноса производственных цепочек в США. В то же время, компании, занимающиеся автоматизацией и роботизацией, а также поставщики промышленного оборудования, окажутся в центре структурного сдвига в сторону реиндустриализации и импортозамещения, стимулируемого ростом тарифных барьеров. Такие компании выигрывают от повышения капитальных инвестиций и спроса на продукцию, необходимую для адаптации производств к новым условиям глобальной торговли.

## 8. Оценка рисков и меры по снижению

Основные риски включают политические факторы (судебные споры, резолюции Конгресса), возможность эскалации торговой войны и глобальное замедление экономики. Для снижения рисков рекомендуем диверсифицировать портфель по секторам и активам, активно хеджировать валютные позиции и внимательно следить за ходом судебных процессов и законодательных инициатив.

## 9. Заключение

Объявленный пакет тарифов стал серьёзным шоком для рынков и экономики США. Инвесторам следует быть готовыми к широкому спектру возможных исходов — от мягкого смягчения мер до глубокого замедления и рецессии. Гибкость портфеля, акцент на локальных производителях с локальным рынком сбыта и защитных активах являются ключевыми элементами успешной стратегии в условиях повышенной неопределённости.

*В зависимости от развития переговорного процесса и ответных мер торговых партнёров, инвесторы должны быть готовы к одному из описанных сценариев.*

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)

**Адрес:**

Halyk Finance  
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж  
A05A1B4, 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