

# Экономический пульс: США

Основные макроэкономические тренды и прогнозы



Александр Шмыров  
Заместитель Директора Департамента Торговых Идей  
Взгляд на экономику и рынок акций

Данил Бондарец  
Старший Аналитик Департамента Торговых Идей  
Взгляд на рынок облигаций

Март 2025 года

Уважаемые клиенты,

Представляем вашему вниманию наш новый отчет «Экономический пульс: США». Отчет ориентирован на макроэкономический анализ, в отличие от Стратегии инвестирования (доступной по [данной ссылке](#), а также вы можете ознакомиться с [вебинаром](#)), которая будет выпускаться и обновляться раз в полгода. В этом документе мы подробно анализируем ключевые макроэкономические тенденции, прогнозируем развитие денежно-кредитной политики и оцениваем перспективы фондового и облигационного рынков США на ближайшие два квартала. Особое внимание уделяется детальному анализу макроэкономической среды, что позволяет более точно оценить потенциал различных секторов экономики.

Недавно я наткнулся на название одной из стратегий, предложенной крупным инвестиционным банком, — «*certain uncertainty*» («определенная неопределенность»). Это название в полной мере отражает текущую экономическую реальность. Мы можем с уверенностью сказать, что текущий год принесет множество неопределенностей. Однако в такой ситуации, как никогда, важно иметь надежную опору, которая поможет пройти через это время. Мы стремимся стать для вас таким источником уверенности, который поможет вам принимать обоснованные решения и эффективно управлять своими инвестициями.

Так, понимание макроэкономических факторов позволяет нам более точно оценивать динамику фондового рынка и принимать обоснованные инвестиционные решения. Наш отчет предоставляет глубокий макроэкономический анализ, необходимый для стратегического планирования ваших инвестиций. Надеемся, что наш отчет станет для вас ценным инструментом в процессе принятия инвестиционных решений. Мы всегда готовы обсудить его ключевые выводы и ответить на ваши вопросы.

С уважением,  
Шмыров Александр  
Заместитель Директора Департамента торговых идей

## Оглавление

Ключевые выводы .....	4
Экономика США: наш взгляд .....	4
Акции США: наш взгляд.....	5
Облигации США: наш взгляд.....	6
Наш взгляд на экономику США .....	7
ВВП: замедление экономического роста.....	7
Динамика потребительской активности: Сигналы к возможному замедлению экономического роста .....	8
Корпоративный сектор: общий взгляд.....	10
Опрос менеджеров по закупкам: Лидирующий индикатор экономической активности .....	10
Результаты компаний S&P 500 4 квартал 2024 года .....	11
Текущее состояние корпоративного сектора США: Оценка финансовых условий и динамика банкротств.....	12
Малый бизнес США: Оптимизм значительно вырос на фоне роста ожиданий.....	13
Анализ инфляции: текущая тенденция и инфляционные риски .....	14
Рынок труда и противоречивые данные в статистике.....	16
Наш взгляд на акции США.....	18
Акции крупной, средней и малой капитализации .....	18
Акции «стоимости» и акции «роста».....	19
Выделяемые сектора в случае реализации нашего базового сценария.....	20
Наш взгляд на облигации .....	22
Казначейские облигации .....	22
USD облигации корпоративных и суверенных эмитентов.....	24
Приложение к отчету .....	27

## Ключевые выводы

### Экономика США: наш взгляд

#### Прогнозы по действиям Федеральной Резервной Системы

- В соответствии с нашими ожиданиями регулятор снизил процентную ставку на 25 базисных пунктов на последнем заседании 2024 года. Однако ожидаемого нами второго снижения ставки в первом квартале так и не произошло. Риторика стала гораздо более умеренной. С учетом последних действий и комментариев, можно заметить, что их осторожный подход и решение не снижать ставку в данный момент подтверждают озвученную нами ранее позицию относительно неоправданной спешки в темпах снижения ставки.
- На горизонте ближайшего квартала мы не ожидаем снижения ставки, а до конца мы года мы предполагаем начиная со второго полугодия, 1–2 снижения (по 25 базисных пункта).

#### Первые шаги новой администрации Президента США

- С момента нашей прошлой публикации стала известна расстановка сил в Конгрессе в пользу Республиканской партии, но, стоит отметить, что текущее ее преимущество в Сенате недостаточное для преодоления филибастера<sup>1</sup> (53 места против необходимых 60). Дополнительно осложняет данную ситуацию Консервативный фракционный комитет республиканцев<sup>2</sup>.
- На текущий момент самые первые шаги новой администрации сконцентрированы на ужесточении миграционной и усилении протекционистской политики. Мы полагаем, что политика президента Трампа очень хорошо описывается фразой «Talk is cheap, actions speak louder than words»<sup>3</sup>. Большая часть озвученных мер как во время предвыборной кампании, так и после вступления в должность, как мы полагаем, все еще выступают в качестве «инструментов для торга». Мы все еще считаем, что как значительное ужесточение миграционной политики, так и широкое введение пошлин маловероятно. Первое будет продолжать сталкиваться с законодательными ограничениями, а второе, хоть и может быть реализовано через исполнительные приказы, выступает в качестве сильного удара как по локальному потребителю, так и компаниям, в цепочке поставок которых присутствует импортируемая продукция. Обширное и существенное увеличение пошлин в этом контексте очень напоминает «налог на собственную лужайку». Именно поэтому мы предполагаем введение точечных мер на примере уже введенных пошлин на сталь и алюминий.

#### Прогноз экономического роста и инфляции в США

- Ранее мы ожидали умеренное замедление темпов роста ВВП по результатам четвертого квартала 2024 года и первого квартала 2025 года около долгосрочного тренда (2% кв/кв)<sup>4</sup>. По результатам второй оценки последнего квартала 2024 года темпы роста находятся на уровне 2.3% кв/кв, что оказалось чуть выше нашего прогноза. Однако снижение является заметным с учетом темпов роста ~3% кв/кв по результатам двух предыдущих.
- На текущий момент мы немного повышаем наш прогноз и теперь склоняемся к чуть большим темпам роста в диапазоне 2.1 – 2.4% кв/кв по результатам 1 кв 2025 года. Это обусловлено тем, что промышленный сектор, на протяжении длительного времени не демонстрировавший признаков роста, теперь начинает проявлять первые сигналы восстановления. Помимо прочего, следует отметить вероятность возникновения отсроченного эффекта вследствие снижения ДКП. В дополнение ко всему, рынок труда остается стабильным и, более того, демонстрирует первые признаки разворота: показатели ADP и NFP дают первые признаки разворота. Все эти факторы реализуются на фоне роста доходов, который в ближайшие месяцы может способствовать дальнейшей поддержке потребительского спроса и укреплению темпов экономического роста.
- Наш прогноз относительно возможного ускорения инфляции на фоне замедления темпов роста ВВП оправдался. Мы все еще не ожидаем, что ФРС достигнет своей целевой отметки в 2% в течение первых двух кварталов текущего года. Текущие данные не свидетельствуют о достаточной динамике для быстрого снижения инфляции до целевого уровня в ближайшее время. В качестве дополнительных проинфляционных рисков мы выделяем (i) политику новой администрации президента США, которая может способствовать росту тарифов, усилению протекционизма и ограничению иммиграции (ii) рост расходов промышленного сектора, который отражается как в «мягких» данных (напр., PMI), так и в «твердых» (напр., PPI). Эти меры, наряду с продолжающейся жесткой политикой ФРС могут усилить инфляционное давление, даже если экономический рост останется вяло положительным.

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

<sup>1</sup> Филибастер – это парламентская практика, используемая в Сенате США для задержки или блокировки принятия законопроекта или решения путем продления дебатов. Для прекращения филибастера и перехода к голосованию необходимо провести процедуру «клотура». Для этого требуется поддержка 60 из 100 сенаторов. Таким образом, филибастер выступает в качестве мощного инструмента парламентского меньшинства, который позволяет им влиять на законодательный процесс.

<sup>2</sup> Консервативный фракционный комитет (Freedom Caucus) – группа консервативных республиканцев в Палате представителей США, сформированная в январе 2015 года, которая известна своей жесткой позицией по вопросам фискальной и социальной политики.

<sup>3</sup> «Поступки говорят громче чем слова».

<sup>4</sup> Указаны аннуализированные темпы роста ВВП, которые рассчитываются для преобразования квартальных темпов роста в годовые. Это позволяет оценить, как бы выглядел годовой рост при постоянном квартальном темпе.

До конца текущего года, несмотря на стагфляционные риски, мы продолжаем ожидать положительную динамику на фондовом рынке США. Республиканцы, победившие на выборах, традиционно поддерживают экономическую политику, ориентированную на стимулирование роста через налоговые льготы и дерегуляцию. В частности, мы можем ожидать снижения корпоративного налога для компаний, занимающихся производственной деятельностью в США, а также ослабления регуляторных ограничений, что создаст более благоприятные условия для бизнеса.

Учитывая складывающийся макроэкономический ландшафт и возможную политику новой администрации США, мы выделяем несколько секторов, которые представляют наибольший интерес на прогнозируемый период (4 квартал 2024 года и 1 квартал 2025 года). Однако, мы подчеркиваем важность делать акцент на отборе компаний с сильными и устойчивыми балансами.

С момента нашей прошлой публикации на текущие два квартала мы дополнительно нашему прошлому выбору (энергетическому, финансовому, промышленному и технологическому секторам, а также компаниям, работающим в сфере интернета) отдаем предпочтение сектору вторичного спроса и коммунальных служб:

- **Сектор товаров вторичного спроса.** Сектор товаров вторичной необходимости включает товары и услуги, которые потребители начинают приобретать по мере роста их доходов и благосостояния. Он отличается высокой фрагментацией, что приводит к значительным различиям в ситуации в разных отраслях и подотраслях. Также важно отметить, что этот сектор сильно уязвим к изменениям тарифной политики, поскольку зависит от импорта и имеет ограниченные возможности для повышения цен.  
С точки зрения нашего базового сценария, данный сектор выглядит привлекательным. При этом стоит подчеркнуть, что выгодоприобретателями от изменений в политике новой администрации, таких как снижение налогов и поддержка внутреннего бизнеса, могут стать компании, ориентированные на локальный рынок и с локализованным производством.
- **Сектор коммунальных служб.** Компании данного сектора в США будут сохранять стабильность, особенно традиционные компании, такие как поставщики электроэнергии. Одним из положительных аспектов выступает рост энергопотребления, подкрепленный трендом развития искусственного интеллекта.

В целом, мы ожидаем, что описанные выше секторы будут демонстрировать сильные результаты в условиях описанной макроэкономической конъюнктуры, а также в случае реализации политических инициатив новой администрации, направленных на стимулирование экономического роста и дерегуляцию бизнеса.

### Сравнение компаний с различной капитализацией<sup>5</sup>

В условиях замедления экономического роста и инфляции мы продолжаем отдавать предпочтение компаниям средней и крупной капитализации, которые демонстрируют более стабильные финансовые показатели и меньший уровень риска. Однако речь про ближайшие два квартала, так как компании малой капитализации могут начать представлять интерес начиная ближе ко второму полугодью текущего года.

- **Финансовая устойчивость.** Только 7% компаний крупной капитализации и 16% средней остаются убыточными, в отличие от 43% у компаний малой капитализации.
- **Прогноз прибыли.** Компании крупной и средней капитализации ожидают рост прибыли на 9% и 5% соответственно, в то время как малые исходя из прогнозов начнут показывать значительный рост по результатам второго квартала текущего года.

### Сравнение компаний стоимости и роста: Value против Growth<sup>6</sup>

Учитывая текущую макроэкономическую конъюнктуру, мы рекомендуем соблюдать баланс между акциями роста и акциями стоимости, придерживаясь нейтрального взгляда на обе группы.

- **Неопределенность макроэкономической ситуации.** Текущая макроэкономическая конъюнктура требует осторожности, поэтому необходимо балансировать между акциями роста и стоимости.
- **Инвесторы ищут баланс между акциями роста и стоимости.** Несмотря на то, что текущая макроэкономическая конъюнктура, включая высокие процентные ставки, делает акции стоимости более устойчивыми, акции роста продолжают привлекать внимание инвесторов благодаря долгосрочному потенциалу, особенно в свете энтузиазма вокруг искусственного интеллекта и сильного роста прибыли крупных технологических компаний.
- **Низкое отношение Forward P/E.** Отношение Forward P/E акций стоимости к акциям роста находится на крайне низких значениях, которое только в последнее время начало повышаться (0,69x), что указывает на привлекательность акций стоимости по сравнению с акциями роста. По мере реализации данного сценария мы можем вернуть наш взгляд с нейтральным отношением к обеим группам.

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

<sup>6</sup> Value-компании — это компании, акции которых, по мнению инвесторов, недооценены на рынке. Они обычно имеют низкие коэффициенты цены к прибыли (P/E), дивидендные доходности выше среднего и относительно стабильные потоки прибыли. Growth-компании — это компании, которые характеризуются высоким темпом роста прибыли и выручки. Они обычно имеют высокие перспективы расширения, но могут быть дорогими с точки зрения текущих цен на акции. Эти компании часто инвестируют всю свою прибыль в расширение бизнеса, инновации, исследования и разработки, а не в выплату дивидендов.

Таб. 1. Сравнение компаний стоимости и роста

	Уменьшение экспозиции	Нейтральный взгляд	Увеличение экспозиции
US Value Stock			● <sup>7</sup>
US Growth Stock		○	

Таб. 2. Сравнение компаний с различной капитализацией

	Уменьшение экспозиции	Нейтральный взгляд	Увеличение экспозиции
US large-cap			● <sup>8</sup>
US mid-cap			●
US small-cap		○	

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

## Облигации США: наш взгляд

Вопреки сильным данным по рынку труда и потребительской инфляции, доходности US Treasuries снизились в конце февраля из-за роста опасений по поводу замедления экономики на фоне агрессивной тарифной политики Дональда Трампа и «распродаж» на рынке акций. Однако, мы видим перспективу роста доходностей по среднему и дальнему концу на 15-25 бп на фоне нормализации сентимента на рынке. Мы пересмотрели прогноз по ставке ФРС, ожидая 1-2 снижения на 25 бп во второй половине года, и сдвинули завершение QT на середину 2025 года. С точки зрения дюрации мы продолжим отдавать предпочтение среднему сегменту после реализации наших ожиданий по росту доходностей в ближайшие недели. Среди корпоративных облигаций, мы продолжаем отдавать предпочтение облигациям эмитентов инвестиционного уровня и сохраняем осторожность в высокодоходных облигациях и облигациях эмитентов с развивающихся рынков из-за политических и торговых рисков, а также сильного доллара

### Взгляд на дюрацию

- **Длинные: Нейтральный.** Мы ожидаем корректировку цен на облигации в ближайшие несколько недель, которая нивелирует большую часть роста последней недели февраля. Затем, на горизонте оставшейся части года, мы сохраняем нейтральный взгляд на дюрацию. Однако, при доходностях по 10-летним нотам на уровне 4.4%-4.6% мы имеем положительный взгляд на стратегическое наращивание дюрации.
- **Средние: Позитивный.** Мы считаем, что после ожидаемой нами коррекции, средний отрезок будет предлагать наиболее привлекательный баланс риска и доходности, в связи с чем мы имеем положительный взгляд на данный сегмент.
- **Короткие: Нейтральный.** На фоне нашего прогноза по сохранению ставки ФРС на текущем уровне в первой половине года, данный отрезок продолжает предлагать привлекательный уровень доходности, однако во второй половине года он будет нести в себе риски реинвестирования по более низким ставкам.

### Взгляд на кредитный риск

- **USD IG: Положительный.** Несмотря на узкие спреды, сильные фундаментальные показатели и благоприятная макроэкономическая среда создают условия для сохранения текущих уровней спредов или небольшого сужения на 5-10 бп.
- **USD HY: Нейтральный.** Спреды на историческом минимуме с высоким риском расширения на 30-40 бп из-за политических рисков и сделок M&A, что ограничивает потенциал роста индекса, несмотря на текущую привлекательную доходность.
- **USD EM: Нейтральный.** Повышенные риски из-за протекционизма США и сильного доллара могут привести к расширению спредов на 15-25 бп, снижая привлекательность класса, хотя текущая доходность к погашению индекса в 6.3% остаётся интересной.

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

<sup>7</sup> Нейтрально позитивный.

<sup>8</sup> Умеренно позитивный.

## Наш взгляд на экономику США

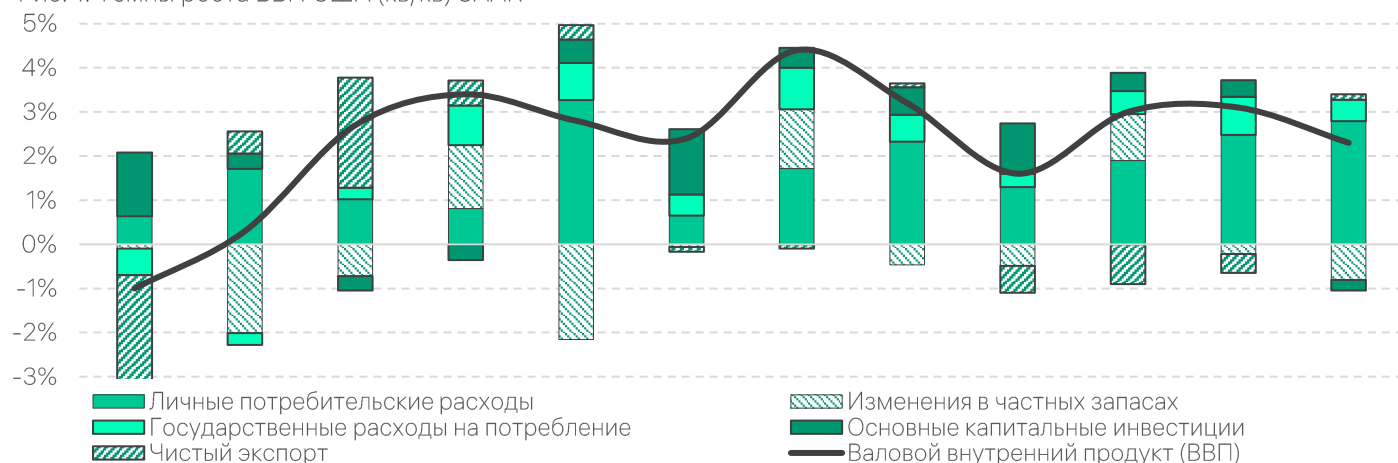
### ВВП: замедление экономического роста

Наше мнение

Наши прогнозы на 4 квартал 2024 года частично оправдались: замедление экономического роста с 3% до 2.3% кв/кв<sup>9</sup> соответствует нашим ожиданиям. Мы отмечаем, что потребительская активность продолжает оставаться основным драйвером роста. Однако слабые инвестиции в основной капитал и падение запасов, как и ожидалось, свидетельствуют о неопределенности бизнеса относительно будущего спроса. Мы повышаем наш прогноз относительно темпов экономической экспансии экономики США в первом квартале текущего года до 2.1-2.4% кв/кв, а начиная со второго квартала экономика может спуститься ниже в случае, если спадет напряжение экономических агентов, связанное с повышением заградительных пошлин. В целом, несмотря на замедление, мы не ожидаем значительного ухудшения экономической ситуации, так как потребительская активность и экономика в целом остаются в хорошем состоянии.

Исходя из второй оценки по результатам 4 кв 2024 года темпы роста экономики замедлились с ~3% кв/кв до 2.3% кв/кв. Подобная динамика по большей части объясняется значительным снижением компонента запасов (0.93 пп), что было самым значительным снижением за последние два года. Сильная потребительская активность, поддержанная значительным ростом доходов, была ключевым фактором, способствующим росту. Инвестиции бизнеса в основной капитал оказались слабыми, хотя это было компенсировано сильным ростом в предыдущих двух кварталах. Если говорить конкретнее, то вклад потребителя составил +2.9 пп, а государственные расходы - +0.4 пп, что частично было компенсировано падением инвестиций. В свою очередь, вклад чистого экспорта был околонулевым.

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



Источник: Bloomberg

Из интересного для себя мы отмечаем, что потребительская активность уже на протяжении долгого времени остается главным двигателем экономического роста и начиная с 1 кв 2024 года она только ускоряется. В свою очередь, снижение инвестиций в основной капитал, наоборот, снижаются уже третий квартал подряд. Наиболее вероятно, что это происходит по той причине, что бизнес пока что слабо уверен в дальнейшем экономическом росте. То есть компании, которые не считают, что рост спроса является устойчивым. Это также частично подтверждается снижением запасов, так как компании не хотят увеличивать их в условиях неопределенности. Дополнительно отметим, что если исключить вклад домохозяйств, то ВВП сократился на 0.5 пп, что указывает на значительную зависимость от потребительских расходов, что делает крайне важным отслеживание динамики именно потребительской активности.

Мы полагаем, что, возможно, темпы роста экономики США в первом квартале будут поддерживаться ростом промышленного сектора, который неожиданно для многих впервые за долгое время развернулся в «мягких данных» и вошел в зону экспансии в PMI. С другой стороны, сектор услуг наоборот перешел в зону сжатия. Мы это в том числе связываем с тем, что экономические контрагенты стали готовиться к возможному повышению заградительных пошлин. Частично это объясняется данными Мичиганского университета по потребительским

<sup>9</sup> Темпы роста экономики указаны SAAR (Seasonally Adjusted Annual Rate) — это скорректированный на сезонность годовой темп.

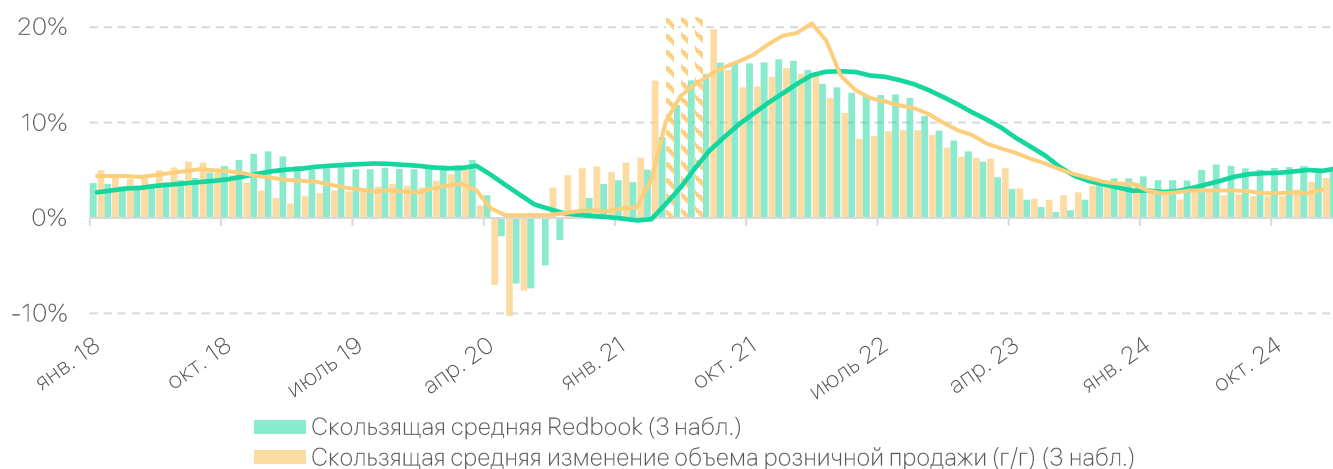
настроениям: произошел значительный рост долгосрочных инфляционных ожиданий (3.5%, что является максимальным значением с 1995 года), а также тем, что второй месяц подряд около 20% респондентов считают, что сейчас хорошее время для покупки товаров длительного пользования. Учитывая наш взгляд на то, что повышение тарифов на текущий момент выглядит как элемент переговорной тактики, то в случае снятия данного фактора (во втором квартале 2025 года) экономика продолжит свое замедление. К слову, текущие темпы роста экономики США исходя из модели GDP Now от ФРБ Атланты по последним оценкам достигли 2.3% кв/кв.

Исходя из вышесказанного мы повышаем наш прогноз относительно темпов экспансии экономики США в первом квартале текущего года до 2.1-2.4% кв/кв, а начиная со второго квартала экономика может спуститься ниже в случае, если спадет напряжение экономических агентов, связанное с повышением заградительных пошлин. Мы не ждем более значительного замедления экономики, так как экономика и потребитель все еще остаются в здоровом состоянии. Во-первых, строительный сектор находится в зоне сжатия, но пока мы не наблюдаем каких-то значительных негативных тенденций. Последние данные со значительным сокращением строительства жилья в месячной динамике, как мы считаем, являются временным явлением, связанным с периодом холодов. Также начальное строительство все еще остается выше своего среднего значения за последние 10 лет (1.37 млн в январе против 1.3 млн). Во-вторых, потребительская активность поддерживается ростом реальных располагаемых доходов и сбережениями, накопленными после пандемии COVID-19. Однако для себя мы отмечаем постепенное израсходование личных сбережений населения, так как текущий уровень в 3.8% является самым низким за последние два года. Это означает, что домохозяйства начали тратить свои сбережения сверх роста доходов, что может привести к ослаблению экономической активности в перспективе. В-третьих, на текущий момент мы отмечаем позитивную динамику в промышленном секторе исходя из причин, описанных ранее, а также разворотную динамику в накоплении запасов исходя из лидирующих индикаторов.

## Динамика потребительской активности: Сигналы к возможному замедлению экономического роста

Потребительская активность выступает в качестве главного двигателя роста экономики, как это было ранее отмечено. Розничные продажи в январе вызвали некоторую волатильность на рынках, так как они оказались гораздо ниже ожиданий, которые закладывал рынок (-0.9% м/м против ожиданий в +0.6% м/м). Однако мы не разделяем сильный пессимизм в отношении январской публикации, так как данные начала года, как правило могут быть сильно искажены из-за сезонных корректировок, а также из-за сильного разброса в данных, которые предоставляет Census. Если говорить о более долгосрочном тренде, то с мая прошлого года как данные от Census, так и от Redbook стабилизировались на текущих уровнях.

Рис. 2. Данные по изменения объема продаж от Redbook и Census



Источник: Bloomberg

Погружаясь в детали, мы отмечаем, что на текущий момент потребительская активность, в первую очередь, поддерживается ростом реальных располагаемых доходов, тренд по которым стабилизировался на уровне +2.4-3.05% г/г за последний год с гораздо меньшим разбросом чем мы могли наблюдать ранее. С другой стороны, поддержка потребительской активности происходила за счет высоких накопленных личных сбережений со



времен COVID-19, которые постепенно демонстрируют понижающую динамику начиная с пиков января 2024 года.

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

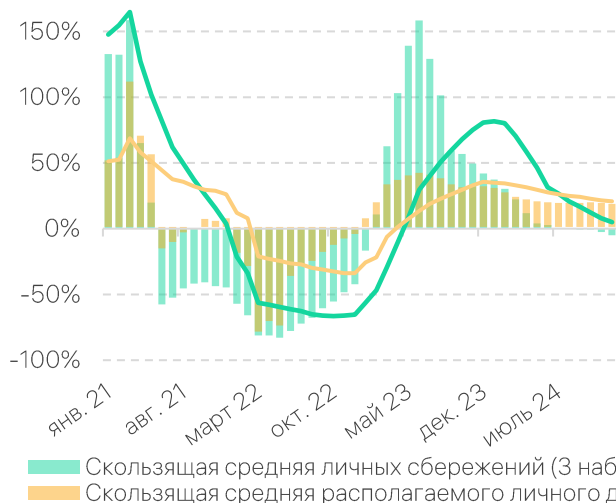
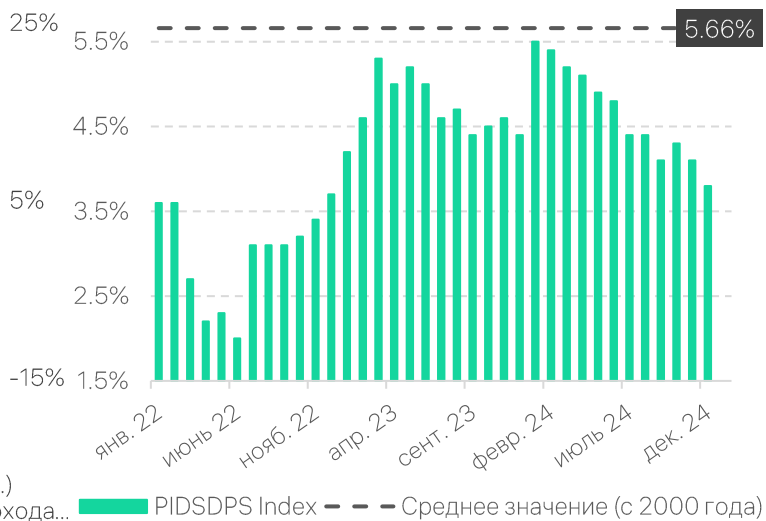


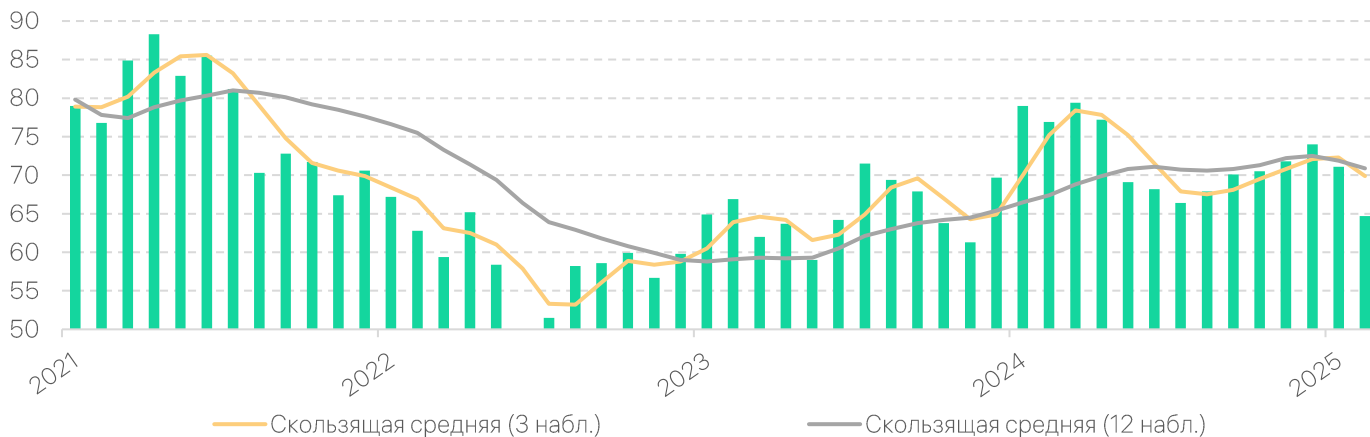
Рис. 4. Сбережения домохозяйств в США как доля от доступного личного дохода



Источник: Bloomberg

Если касаться оценок потребительских настроений в США от университета Мичигана, то сглаженные данные по данному индексу с начала 2023 года возобновили постепенную восходящую динамику, которая только в последние месяцы начала замедление, но пока не переломила восходящий тренд. Однако для себя мы отмечаем, что динамика февраля может немного настораживать, так как ожидания оказались наихудшими с ноября 2023 года (64 пункта). Подобное резкое изменение динамики мы связываем с ухудшением риторики относительно возможности введения дополнительных заградительных пошлин. Для читателей мы хотели бы подчеркнуть, что исторически сложилось так, что уровни выше 90 считаются признаком экспансии настроений, когда потребители уверены в экономическом будущем и готовы тратить больше. Правда стоит отметить, что потребительские настроения все-таки являются «мягкими» данными, которые могут идти вразрез с настоящим поведением экономических контрагентов. Так, к примеру, было на протяжении всего 2024 года, когда мы имели достаточно волатильные «настроения потребителей» на фоне растущей экономической активности. Однако эти данные в любом случае вписываются в нашу общую канву относительно предполагаемого продолжения темпов роста экономики с возможным замедлением во втором квартале. Также мы ранее отмечали, что исходя из тех же данных университета Мичигана, краткосрочные инфляционные ожидания (3.5%), которые находятся на максимуме с 1995 года, наоборот могут провоцировать потребителей к покупкам (например, товаров длительного пользования).

Рис. 6. Потребительские настроения от университета Мичигана



Источник: Bloomberg

## Корпоративный сектор: общий взгляд

### Наше мнение

В промышленности впервые за долгое время наблюдается нормализация, а индекс PMI впервые с конца 2022 года вышел выше 50 пунктов, что указывает на укрепление производственной активности. Однако, снижение запасов и заказов в секторе услуг указывает на возможные тенденции к локализации производства и начало подготовки к возможному введению пошлин. Также эта тенденция отслеживается и в промышленном секторе. Результаты квартальной отчетности компаний S&P 500 на текущий момент демонстрируют рост прибыли на 16.9%, хотя перспективы на 1 квартал 2025 года выглядят нейтрально. Позитивная динамика роста прибыли компаний с высокой международной экспозицией может ослабнуть в случае ужесточения политики по локализации.

### Опрос менеджеров по закупкам: Лидирующий индикатор экономической активности

Если обращать внимание на «лидирующие» индикаторы, то ситуация в промышленном секторе впервые за долгое время стала нормализовываться. Впервые с конца 2022 года опрос менеджеров по закупкам вышел выше 50 пунктов. Практически все субиндексы PMI в промышленном секторе кроме «незавершённых заказов», «запасов клиентов» и «общих запасов» ускорились и находятся в зоне экспансии. Все это в комплексе говорит о том, что компании данного сектора активно работают и производят, ожидая улучшения ситуации в будущем. Таким образом, в данный момент все еще продолжает наблюдаться охлаждение спроса (снижение бэклогов заказов и запасов), но в перспективе экономическая активность остается достаточно устойчивой. Мы, в первую очередь, связываем это с подготовкой компаний к возможному введению заградительных пошлин со стороны новой администрации.

Сектор услуг, в свою очередь, исходя из данных ISM демонстрирует замедление, но все еще превышает уровень экспансии. В целом сектор услуг продолжает демонстрировать положительную динамику. Однако в данном секторе снижение наблюдается по субкомпонентам «запасов», «незавершенных заказов» и «импорту», что может говорить о возможном зарождении тренда на локализацию и диверсификацию поставок, что подтверждает озвученную выше гипотезу с нашей стороны. Также может наблюдаться ослабление спроса или на меры, направленные на оптимизацию запасов в условиях нестабильности.

В этом контексте для себя мы отмечаем недавнюю предварительную публикацию PMI от другого провайдера данных (S&P Global), в соответствии с которым впервые за более чем два года показал сокращение и опустился ниже уровня «расширения». Промышленность, наоборот, показала самый высокий уровень за 11 месяцев, и точно так же, как и в опросе от ISM значительный рост наблюдался в «новых заказах». Таким образом, общая картина указывает на изменение настроений в бизнесе относительно изменения риторики со стороны администрации: локализацию производства и подготовку к возможному введению пошлин.

Рис. 7. Индекс деловой активности США: промышленный



Рис. 8. Индекс деловой активности США: услуги



Источник: Bloomberg

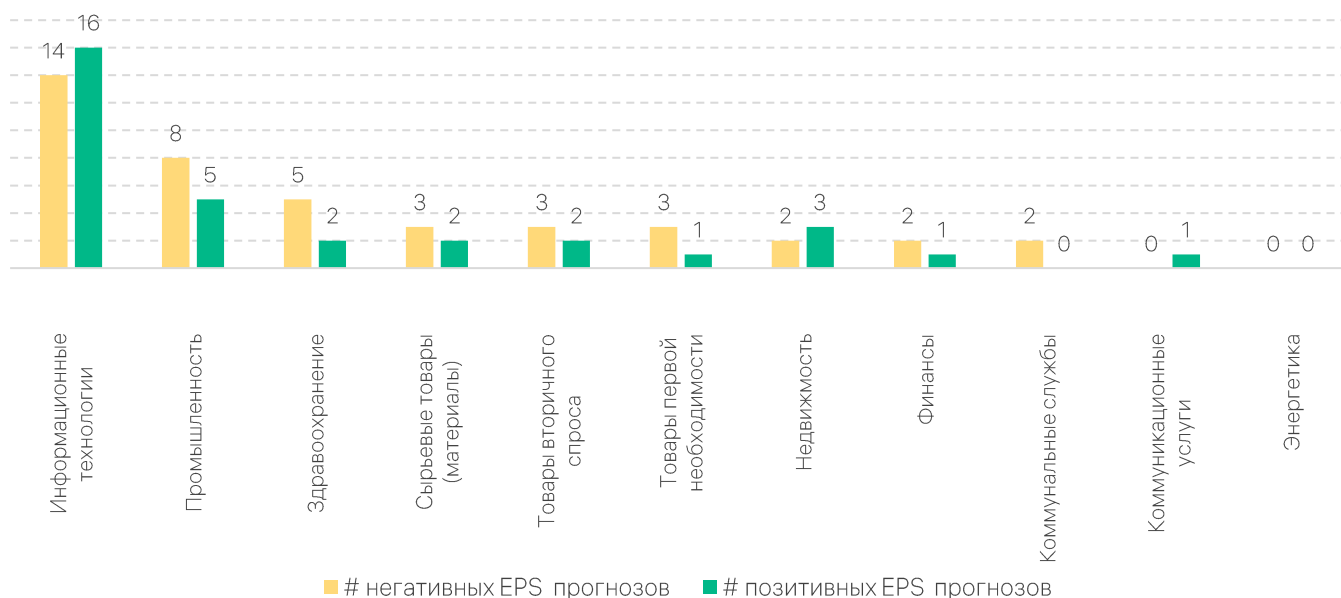
## Результаты компаний S&P 500 4 квартал 2024 года<sup>10</sup>

Обратим внимание на последний сезон отчетности компаний из индекса S&P 500, так как он отражает текущую динамику экономики. В третьем квартале 2024 года компании S&P 500 продемонстрировали смешанные результаты, но при этом многие превзошли ожидания аналитиков по прибыли и выручке. По данным FactSet, 76% (+1 пп) компаний превзошли прогнозы по прибыли на акцию (EPS), что чуть выше 10-летнего среднего значения (75%), но ниже среднего за 5 лет (77%). Совокупно прибыль компаний оказалась на 7.3% (+2.7 пп) выше ожиданий, что также ниже средних показателей за пятилетний период (8.5%), но выше, чем за десятилетний период (6.7%). Темп роста прибыли компаний<sup>11</sup> составляет на текущий момент 16.9% в годовом исчислении, отмечая шестой квартал подряд с ростом (самые высокие темпы с 4кв2021 года). Также это оказалось гораздо выше ожиданий, которые закладывали компании в прошлый сезон отчетности (12.7%) Более того, девять из одиннадцати секторов продемонстрировали положительную динамику, а шесть из девяти – двузначные темпы роста прибыли.

Прогнозы<sup>12</sup> на первый квартал отражают нейтральную ситуацию, но более позитивную, чем мы наблюдали в предыдущий сезон отчетности. Согласно данным FactSet, на 1 квартал 2025 года 56% компаний (-11 пп) дали негативный прогноз по EPS, что ниже среднего значения за 5 лет (58%) и за 10 лет (62%). Темпы роста прибыли, по прогнозам, составят 8.1% в 1 квартале и 10.2% за весь 2025 год. Повышение темпов роста прибыли предполагается компаниями в третьем и четвертом кварталах. Прогнозное соотношение цены к прибыли (P/E) на следующие 12 месяцев составляет 21.2 (-0.1 пп), что выше средних за пять и десять лет.

Из интересного мы отмечаем высокую динамику роста прибыли компаний с высокой международной экспозицией (20.8%) против компаний, ориентированных на внутренний рынок (14.4%). Если учитывать потенциальное влияние политики Трампа, направленной на локализацию производства, то текущая динамика и расстановка сил может измениться. Возможные тарифы, ограничения на аутсорсинг и налоговые стимулы для возвращения производства в США могут усилить инфляционное давление на издержки транснациональных корпораций и снизить их маржинальность. Сектора, ориентированные на внутренний рынок (напр., промышленность), могут получить поддержку на фоне стимулирующих мер, однако текущая отчетность показывает, что эта отрасль пока отстаёт по темпам роста прибыли.

Рис. 9. Количество компаний с позитивным/негативным прогнозом EPS на 1кв2025 год



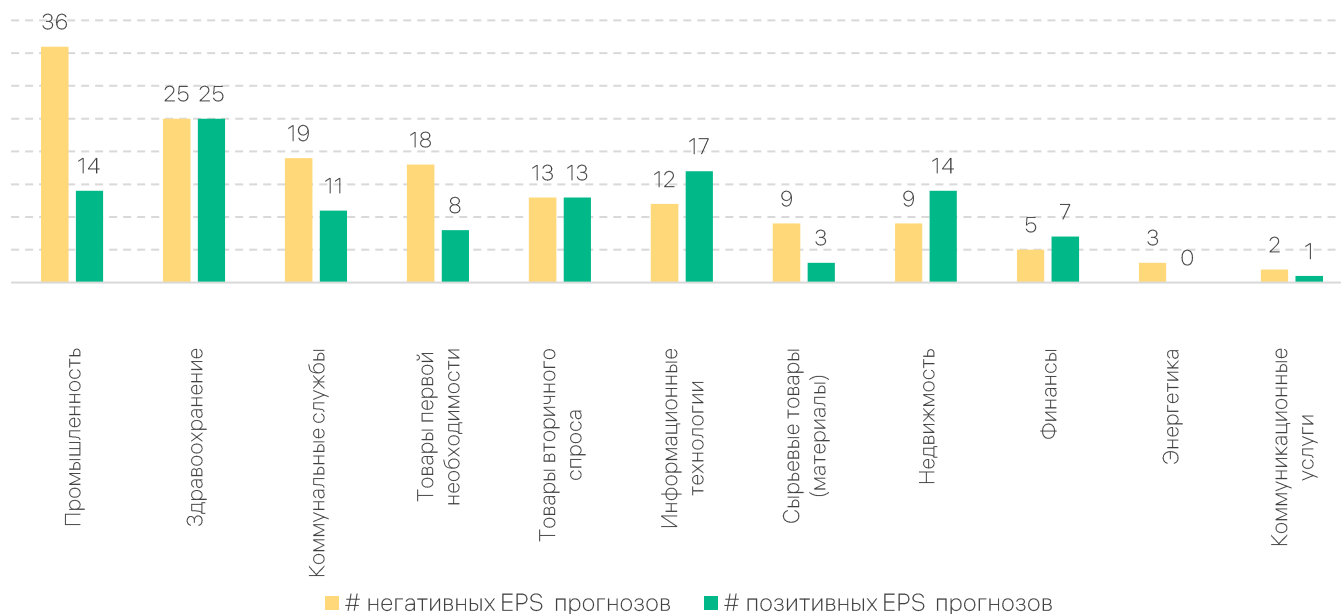
Источник: Factset

<sup>10</sup> На момент написания отчета ~77% компаний индекса S&P 500 отчитались.

<sup>11</sup> Речь идет о смешанном темпе, который представляет собой агрегированный показатель, который комбинирует фактические результаты для компаний, которые уже отчитались и оценочные результаты тех, которые еще не отчитались.

<sup>12</sup> Прогноз (guidance) компании – это прогноз или оценка прибыли на акцию (EPS), которую компания предоставляет до официального отчета о результатах. Прогноз позитивный, если предоставленная оценка выше среднего прогноза EPS на день до его выпуска, и негативный, если оценка ниже этого среднего прогноза.

Рис. 10. Количество компаний с позитивным/негативным прогнозом EPS на 2025 год

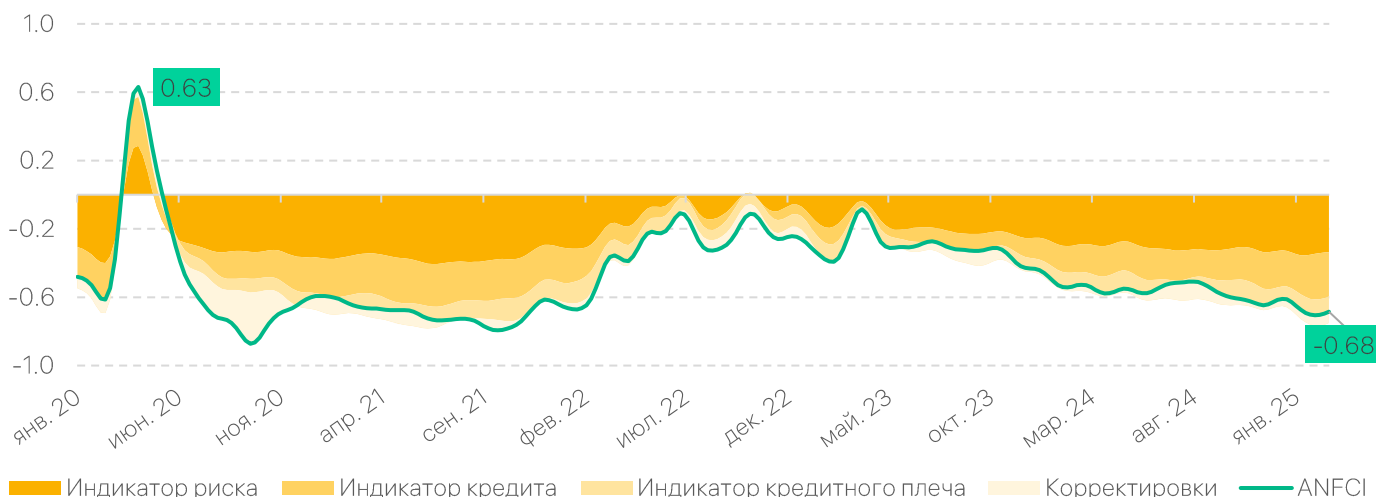


Источник: Factset

## Текущее состояние корпоративного сектора США: Оценка финансовых условий и динамика банкротств

Текущие финансовые условия в экономике США продолжают демонстрировать позитивную динамику. Напомним, что отрицательные значения по Индексу финансовых условий от ФРБ Чикаго<sup>13</sup> указывают на более мягкие условия по сравнению с историческими нормами. Как можно отметить, с марта 2023 года была принята нисходящая динамика. Так как это композитный индекс, то помимо кредитных условий он включает также и рыночные, а также оценивает риск и уровень стресса на финансовых рынках. Однако, его динамика представляется крайне интересной для оценки текущей ситуации в корпоративном секторе.

Рис. 11. Индекс финансовых условий (ANFCI)



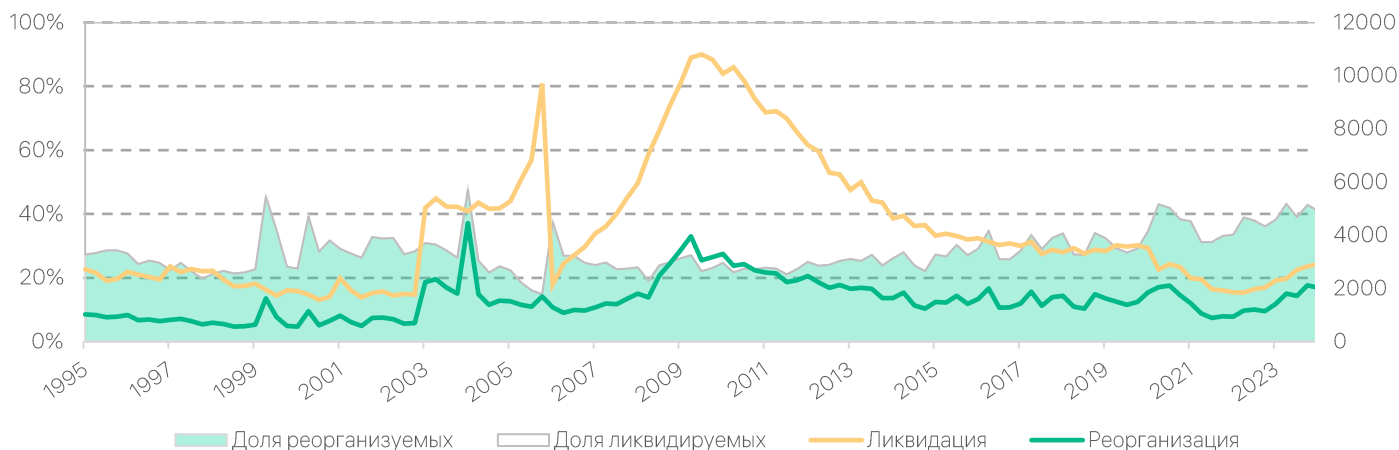
Источник: Federal Reserve Bank of Chicago

Улучшение финансовых условий также находит отражение и в динамике количества банкротств в США. На текущий момент, как и ранее, мы не отмечаем какого-либо сильного ухудшения и по этим данным. На протяжении всего 2023 года мы находились в ожидании негативного влияния резкого ужесточения ДКП на корпоративный сектор. На текущий момент мы не отмечаем значимого ускорения числа как ликвидируемых, так и

<sup>13</sup> Риск — это премия, которая закладывается в доходность активов с высокой степенью риска, а также волатильность (колебания) цен этих активов. Риск измеряется через показатели, отражающие нестабильность и неопределенность в финансовых рынках; Кредит — это готовность субъектов экономики заимствовать средства или предоставлять кредиты по текущим рыночным условиям. Показатели кредитных условий отображают уровень доступности и стоимости заимствований на финансовых рынках; Кредит — это готовность субъектов экономики заимствовать средства или предоставлять кредиты по текущим рыночным условиям. Показатели кредитных условий отображают уровень доступности и стоимости заимствований на финансовых рынках.

реорганизуемых компаний в США. По последним данным число компаний, запустивших процедуру ликвидации (Chapter 7<sup>14</sup>), выросло до 3311 компаний в четвертом квартале 2024 года с 2824 компаний в первом квартале 2024 года. Однако важно отметить тот факт, что текущий уровень все еще не вызывает сильной обеспокоенности с нашей стороны. Количество ликвидируемых компаний на текущий момент все еще ниже среднего значения за период с 2017-2019 гг (3498), а также ниже, чем за период с 2010-2019 гг (5330). Однако стоит отметить, что динамика последних кварталов отличается ростом. При более подробном погружении в данный вопрос мы отмечаем, что с момента повышения ставки доля именно ликвидируемых компаний все еще ниже средних значений, описанных ранее, но доля реорганизуемых выше (37% против 30% за период с 2017-2019 гг и 27% за период с 2010-2019 гг). Это означает, что компании испытывают трудности, но могут продолжать работу.

Рис. 12. Количество компаний, которые запустили процедуру банкротства (л.ш.) и их доля от общего количества (п.ш.)



Источник: Bloomberg

### Малый бизнес США: Оптимизм значительно вырос на фоне роста ожиданий

Если касаться ситуации с малым бизнесом в США после выборов значительно улучшилась. Индекс оптимизма малого бизнеса (NFIB – ассоциация малого бизнеса США) по последним данным составил 102.8, что является самым высоким значением с июня 2019 года. Это уже второй месяц подряд, когда индекс остается выше среднего значения в 98, преимущественно благодаря росту именно ожиданий экономических агентов. Твердые компоненты индекса (планы по увеличению запасов и занятости, текущие уровни запасов и заполненности вакансий, а также планы по капиталовложениям) не демонстрируют подобной позитивной динамики. Дополнительно отметим, что исторически это не является аномалией, так как значительные изменения индекса происходили в периоды смены президентов.

Напомним, что именно в данном секторе занята большая часть рабочей силы в США (~50%), а также он занимает около 40% ВВП. Таким образом, вызовы, с которыми сталкивается сектор малого бизнеса в США, является негативным фактором, который может потенциально влиять на общие темпы роста экономики в стране.

Рис. 13. Индекс оптимизма малых предприятий США



Источник: Bloomberg

<sup>14</sup> Chapter 7 — это раздел Кодекса о банкротстве США, который регулирует процесс ликвидации компании. В рамках Chapter 7 компания прекращает свою деятельность, ее активы распродаются, а вырученные средства используются для выплаты кредиторам. После завершения процесса компания официально прекращает существование.

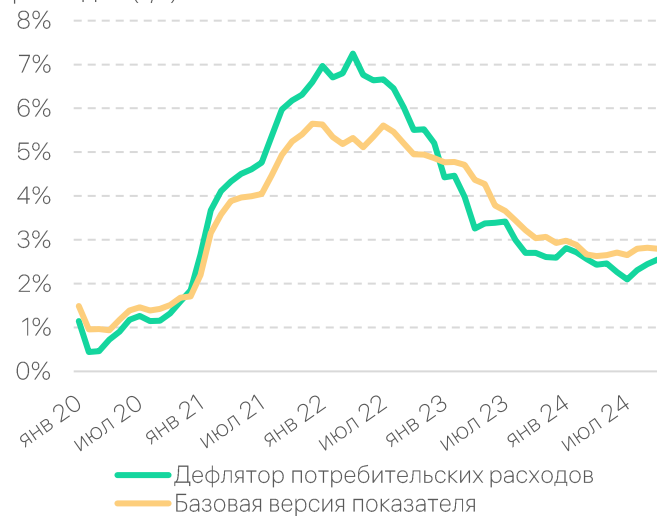
## Анализ инфляции: текущая тенденция и инфляционные риски

### Наше мнение

Мы не предполагаем возможность снижения темпов роста инфляции к 2% (цель регулятора) в течение текущего года. На данный момент мы отмечаем тенденцию замедления инфляции в экономике США, которая характеризуется снижением как темпов роста индекса потребительских цен (CPI), так и дефлятора потребительских расходов (PCE). Потребительская активность и настроение потребителей демонстрируют снижение, что также должно ограничивать темпы роста данных показателей. В качестве проинфляционного риска мы все еще выделяем рост стоимости фрахта, который только в последнее время начал нормализовываться. Дополнительно мы отмечаем, что иммиграционная политика в США имеет значительное влияние на рынок труда и экономическую ситуацию в стране, особенно в контексте роста иммиграционных потоков и возможных последствий ужесточения политики, что может служить в качестве еще одного проинфляционного фактора в среднесрочной перспективе.

В соответствии с последними опубликованными минутками ФРС – главный вопрос, который на данный момент волнует регулятора, устойчивость темпов роста инфляции. Данные дефлятора потребительских расходов свидетельствуют о том, что инфляция остаётся устойчивой: общий показатель (PCE) за январь продемонстрировал рост на 2.5% г/г (0.3% м/м), а его базовая версия замедлилась до 2.6% г/г (0.3% м/м). Оба показателя (как общий дефлятор потребительских расходов, так и его базовая версия) не значительного демонстрируют замедления, что должно продолжить выступать в качестве ограничивающего фактора для регулятора при снижении ставки. Можно было бы отметить прогресс в замедлении темпов роста базовой версии показателя в рамках четвёртого квартала прошлого года или в рамках 2024 года, но он не является сколько-нибудь значимым. Дополнительно отметим, что ФРС США предпочитает ориентироваться именно на данные показатели в качестве своего основного инструмента для измерения инфляции, начиная с 2000 года, из-за их более широкой охватывающей способности.

Рис. 14. Дефлятор потребительских расходов (г/г)

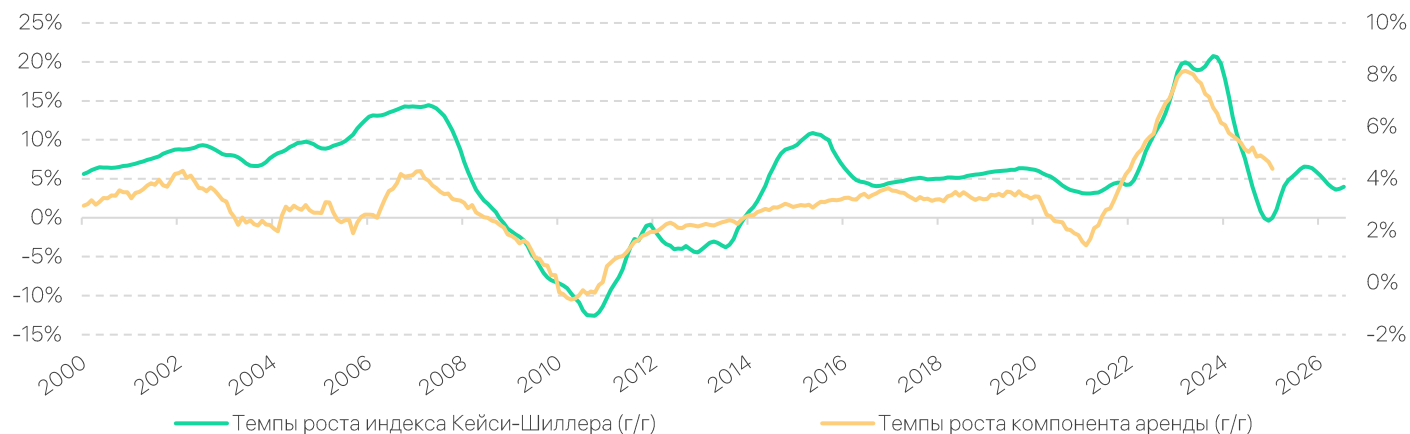


### Роль жилой недвижимости в динамике инфляции: анализ компонента аренды

Одной из наших гипотез ранее выступало замедление темпов роста инфляции за счет такого «устойчивого» («sticky») компонента, как «расходы на жилье», который имеет наибольший вес в Core CPI. Данный прогноз оказался верным, но стоит признать, что мы ожидали гораздо более сильного замедления показателя. Напомним, что исследования показывают, что изменения в ценах на жилье могут влиять на компонент «расходы на жилье» с временным лагом от 12 до 24 месяцев (в среднем 18 месяцев). Более наглядно это можно отметить, если наложить темпы роста Индекса Кейса-Шиллера на динамику CPI «Shelter»<sup>15</sup> с лагом в 18 месяцев. К текущему моменту цены на недвижимость уже успели оттолкнуться от «дна», которое было достигнуто в конце 2019 года и после этого темпы роста начали ускоряться. В этой связи мы ожидаем, что наблюдаемое в последнее время замедление темпов роста компонента «аренды» должно замедлиться и, возможно, перейти к росту. Это выступает в качестве одного из проинфляционных факторов в текущий момент.

<sup>15</sup> Индекс Кейса-Шиллера – композитный индекс, который отслеживает изменение стоимости жилой недвижимости в США.

Рис. 15. Темпы роста индекса Кейси-Шиллера г/г (смещение +18 месяцев) (л.ш.) и индекс потребительских цен на жилье г/г (CPI Shelter) (п.ш.)



Источник: Bloomberg

Рис. 16. Индекс цен промышленного производства



Источник: Bloomberg

В качестве еще одного из проинфляционных факторов мы выделяем ускорение темпов роста инфляции производителей (PPI). Данные за январь (+3.5% г/г) являются самыми высокими с апреля 2023 года. Если касаться специфичных подкатегорий, то если в товарах конечного спроса мы наблюдаем ускорение начиная с сентября 2024 года, то в услугах конечного спроса отражается стабилизация пока без признаков снижения. Рост наблюдается во всех категориях товаров и услуг, используемых в процессе производства. Самые высокие темпы отмечаются на стадии промежуточного спроса на товары («Stage 2 Intermediate Demand»)¹⁶, что может говорить о потенциальном росте цен на товары и услуги, которые достаточно скоро могут сказаться на потребителе. Все это в комплексе должно оказать давление как на индекс потребительских цен, так и на его базовую версию,

поскольку повышенные затраты на сырьевые и производственные товары продолжают передаваться через цепочку поставок и влиять на стоимость потребительских товаров и услуг.

¹⁶ Stage 1 часто включает сырьевые товары, такие как нефть, металл и другие ресурсы, которые могут влиять на стоимость товаров на более поздних стадиях. Повышение цен на сырьевые товары на этом этапе может в будущем привести к росту цен на более готовые продукты. Stage 2 и Stage 3 более тесно связаны с конкретными отраслями, и изменения на этих стадиях могут сигнализировать о росте цен на товары, которые скоро окажутся на полках магазинов или в конечном производстве.

# Рынок труда и противоречивые данные в статистике

Наше мнение

С января 2025 года наблюдается позитивная динамика как по данным частного сектора (ADP), так и по данным BLS (NFP), что подтверждает разворот на рынке труда. Несмотря на волатильность в данных опросов домохозяйств и предприятий, прирост занятости в январе 2025 года выглядит как временный выброс. Безработица снизилась до 4.0%, и это не вызывает обеспокоенности регулятора. Тем не менее, прогнозируемый рост безработицы до уровня 4.3-4.4% можно считать «здоровым» с точки зрения естественного уровня безработицы. Повышение почасовой оплаты труда на 4.1% поддерживает реальные доходы населения, что продолжает стимулировать потребительские расходы.

Как риторика регулятора, так и публикуемые данные говорят о относительно здоровом состоянии рынка труда в США. Так, в январе как данные частного сектора (ADP), так и от BLS (NFP) указывают на разворотную негативную тенденцию, которая долгое время преобладала на рынке труда. С осени 2024 года оба опроса приняли восходящую динамику. Если же касаться данных об изменении занятости в США исходя из опросов домохозяйств и предприятий, то в первой группе все еще наблюдается значительная волатильность. Так, можно отметить сильный прирост занятости в январе 2025 года. Однако мы считаем, что подобные «выбросы» будут позже нивелированы во время регулярных пересмотров данных.

Рис. 17. Общее количество занятых (опросы домохозяйств и предприятий)

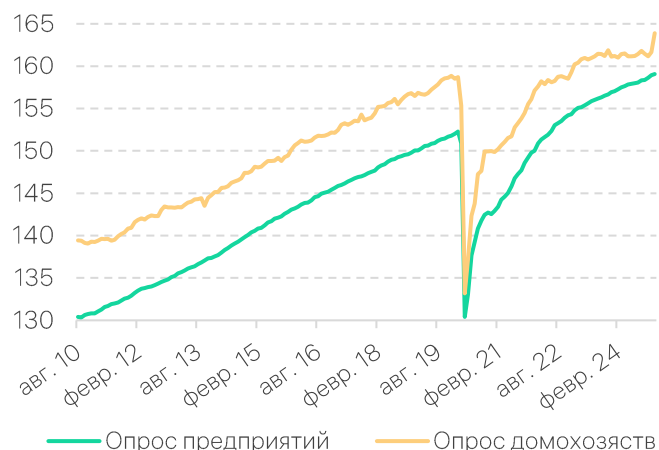


Рис. 18. Ежемесячное изменение числа занятых в несельскохозяйственном секторе, тыс человек, (опросы предприятий)

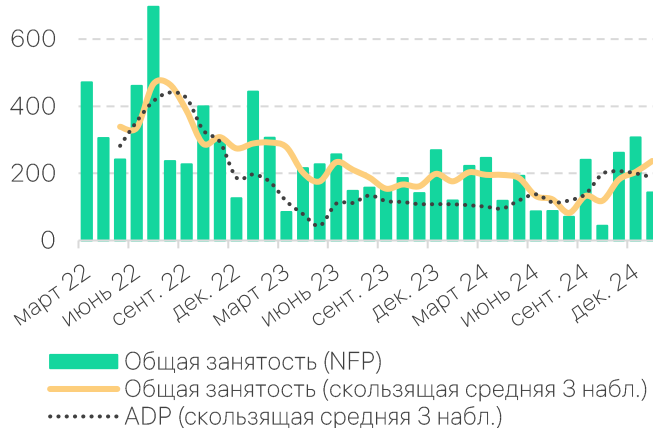


Рис. 19. Изменение в занятости США, тыс

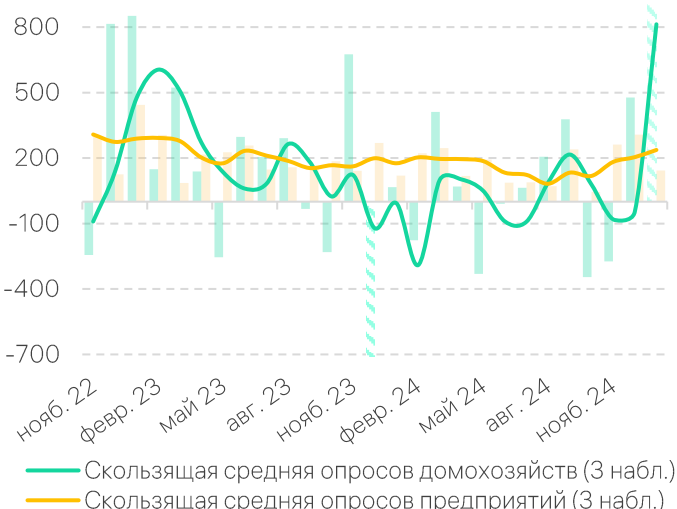
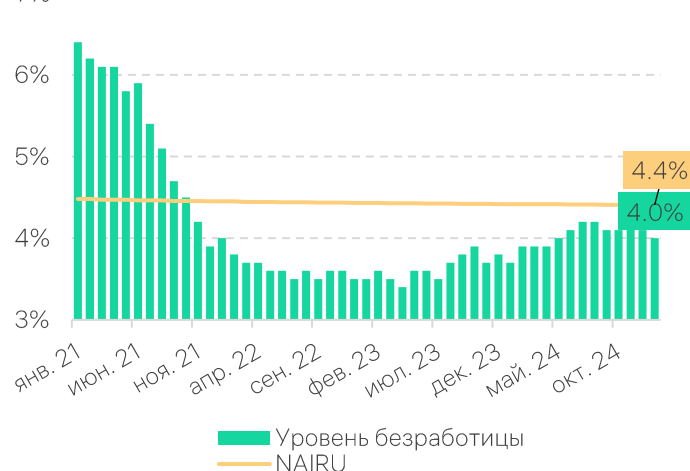


Рис. 20. Уровень безработицы (г/г) и естественный уровень безработицы



Источник: Bloomberg

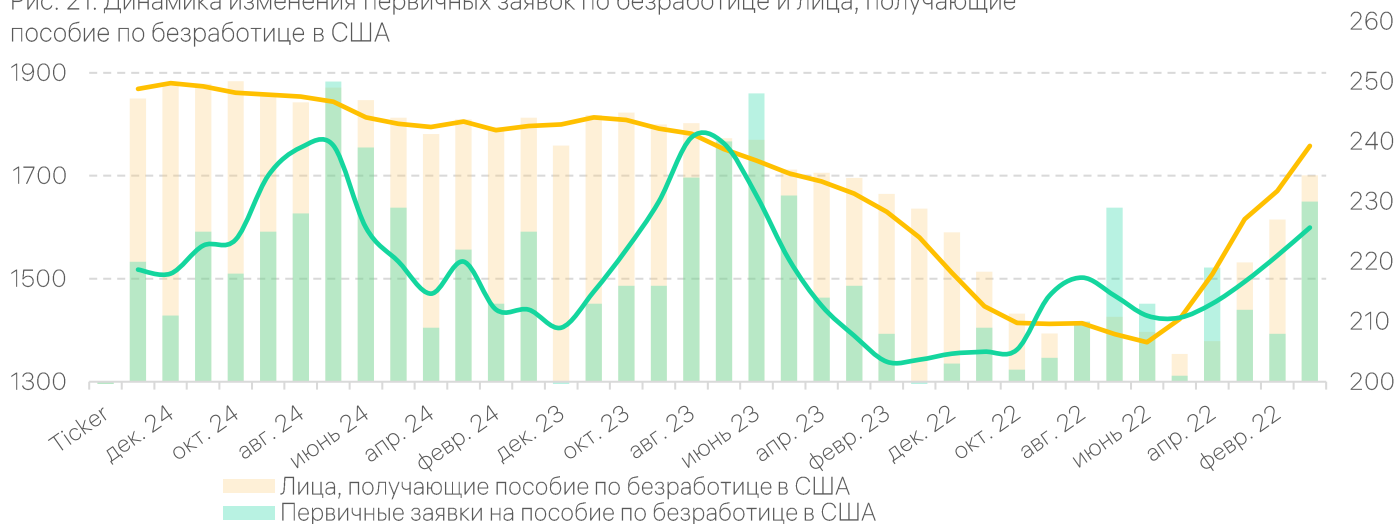
Если же касаться безработицы, то она вновь спустилась до 4.0%. Исходя из риторики регулятора, то на текущий момент она не вызывает обеспокоенности. Однако компоненты, если смотреть в историческом разрезе с середины текущего года, скорее, склонны к ухудшению, что может говорить о потенциальном росте безработицы. Однако ее рост до 4.3-4.4% является все еще «здоровым» признаком для экономики, ориентируясь на показатель



естественного уровня безработицы от Управления Конгресса США по бюджету. Почасовая оплата труда увеличилась на 4,1%, что поддерживает реальные доходы населения. В итоге рынок труда и потребительские расходы продолжают поддерживать экономический рост, хотя инфляционные риски, на фоне этих данных, остаются высокими.

С другой стороны, если же касаться данных по первичным заявкам на безработицу, так и по количеству лиц, получающих пособие по безработице, то стоит отметить, что еще с апреля прошлого года мы наблюдаем постепенный рост обоих показателей. Таким образом, по этим данным мы наблюдаем продолжение постепенного охлаждения рынка труда.

Рис. 21. Динамика изменения первичных заявок по безработице и лица, получающие пособие по безработице в США



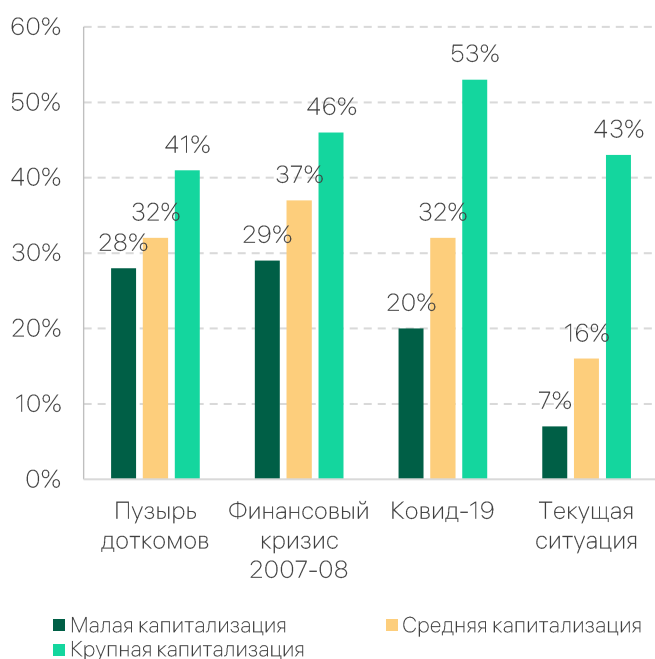
Источник: Bloomberg

## Наш взгляд на акции США

### Акции крупной, средней и малой капитализации

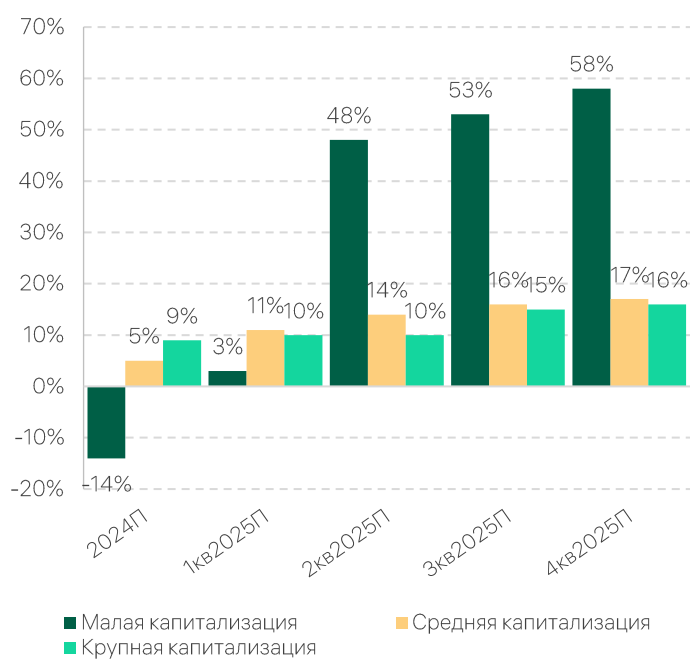
Анализируя текущую долю убыточных компаний на основе разбивки на компании малой, средней и крупной капитализации, то, по оценкам JP Morgan, на конец 2024 года только 7% компаний крупной капитализации остаются убыточными, в то время как в сегментах средней и малой капитализации их доля составляет 16%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

Рис. 22. Процент неприбыльных компаний



Источник: Bloomberg, JP Morgan Asset Management

Рис. 23. Pro-forma EPS (г/г)



Дополнительно мы отмечаем, что по данным JP Morgan Asset Management, компании с малой капитализацией по результатам 2024 года продемонстрируют падение Pro-forma EPS (-14%). С другой стороны, компании крупной и средней капитализации продемонстрируют рост (9% и 5% соответственно). Также если касаться прогнозов, которые закладывают компании на текущий год, то можно отметить, что компании малой капитализации предполагают рост данного мультипликатора только начиная со второго квартала 2025 года. Исходя из этого можно сделать вывод о том, что фактическое подтверждение этому мы увидим только во второй половине года. Именно тогда возможно изменение сентимента в пользу данной группы компаний. Также стоит отметить сильную волатильность оценок.

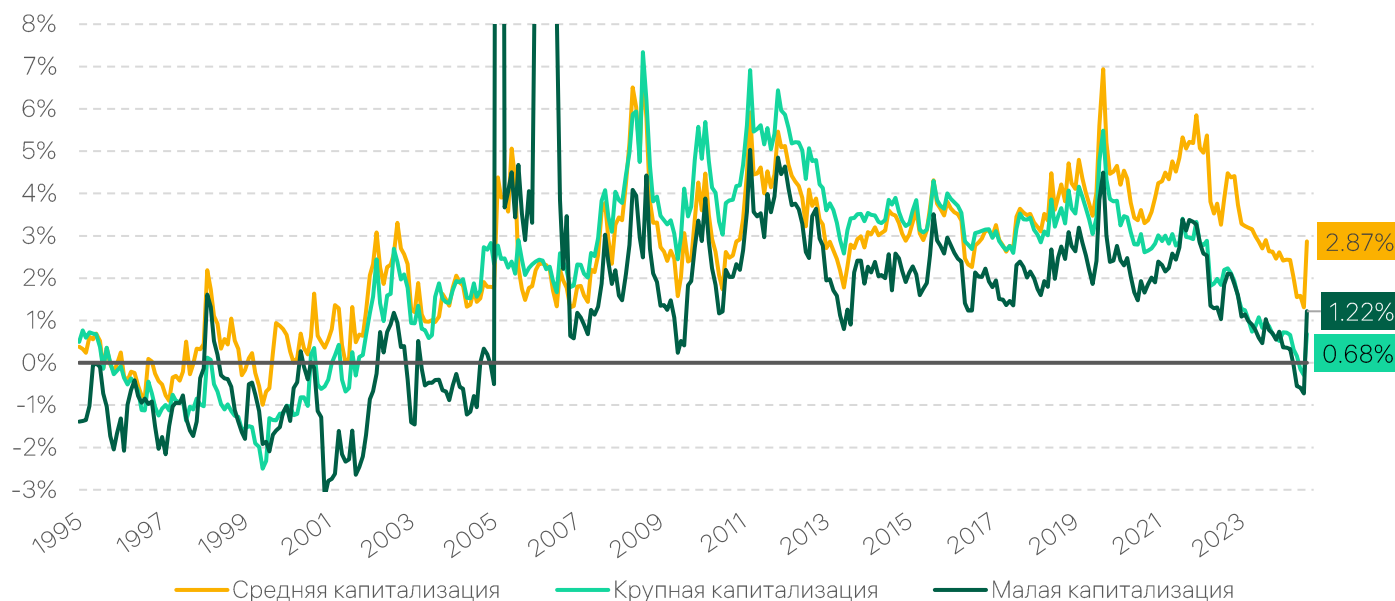
Компании средней капитализации также выгодно выделяются с точки зрения «Премии за риск» (Equity Risk Premium)<sup>17</sup>. Исходя из наших расчетов<sup>18</sup>, общий тренд с 2021 года показывает снижение ERP до значений близких к 0%, что указывает на минимальную или отрицательную дополнительную доходность по сравнению с безрисковыми активами. В данном случае наиболее интересным является тот факт, что компании малой и крупной капитализации совсем недавно имели отрицательный ERP, но уже вышли в положительную зону из-за сильного падения безрисковой ставки. Несмотря на это недавнюю переоценку мы все еще не отдаем предпочтение в

<sup>17</sup> Equity Risk Premium (ERP) — это показатель, который измеряет дополнительную доходность, которую инвесторы ожидают получить от акций по сравнению с безрисковыми активами, такими как казначейские облигации. Он отражает вознаграждение за принятие риска инвестирования в акции, которые обычно более волатильны и рискованны.

<sup>18</sup> 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  $1/(Forward P/E)$ , YTM – Yield to Maturity (доходность 30-летних казначейских облигаций).

текущий момент компаниям малой капитализации, так как исторически ERP компаний малой капитализации склонны к меньшей премии, нежели чем две другие группы компаний.

Рис. 24. Премия за риск (Equity Risk Premium)



Источник: Bloomberg, расчеты Halyk Finance

Таб. 3. Сравнение компаний с различной капитализацией

	Уменьшение экспозиции	Нейтральный взгляд	Увеличение экспозиции
US large-cap			● <sup>19</sup>
US mid-cap			●
US small-cap		○ <sup>20</sup>	

Учитывая вышесказанное, мы отдаем предпочтение компаниям средней и крупной капитализации исходя из нашего базового сценария на ближайшие два квартала, который предполагает замедление темпов экономического роста на фоне стабилизации/ускорения темпов роста инфляции. Начиная со второго полугодия мы можем поменять наш взгляд на компании малой капитализации исходя из описанных выше причин. Однако, на текущий момент учитывая потенциальные риски, связанные с инвестированием в них, мы предпочитаем уделить этим компаниям гораздо меньшее внимание при аллокации.

### Акции «стоимости» и акции «роста»

На протяжении последних 12 месяцев акции «роста» продемонстрировали опережающую динамику, поддерживаемую энтузиазмом вокруг потенциального положительного эффекта искусственного интеллекта и сильного роста прибыли крупных технологических компаний. Мы предполагаем, что данный интерес к искусственному интеллекту будет сохраняться и дальше. Однако, с учетом текущей макроэкономической конъюнктуры, которую мы описываем в соответствующем разделе, мы предполагаем, что необходимо соблюдать баланс между акциями «роста» и «стоимости», с небольшим превалированием акций «стоимости». Стоит отметить, что данный сценарий уже начал реализовываться с момента выпуска нашей стратегии на 2025 год. Пока еще данное предпочтение сохраняется в сторону акций «стоимости», но скоро мы можем поменять наш вью снова на нейтральный по обеим группам. Мы по-прежнему уверены, что ИИ и связанные с ними инвестиции сохраняют долгосрочный потенциал. В то же время, акции «стоимости» продолжают торговаться с относительно низкими коэффициентами. Так, отношение Forward P/E акций «стоимости» к акциям «роста» находится на уровне (0.69x).

<sup>19</sup> Умеренно позитивный.

<sup>20</sup> Умеренно негативный.

Рис. 25. Forward P/E акций стоимости к акциям «роста»



Дополнительно отметим, что нейтрально позитивный взгляд на акции «стоимости» связан с тем, что эти компании в первую очередь выигрывают от снижения процентных ставок. Более того, акции данного сектора значительно отстали от технологического ралли, а уже начавшееся смягчение ДКП должно снизить их финансовые расходы. Дополнительным стимулом для них будут выступать возможные корпоративные сокращения. Однако мы подчёркиваем внимание на выборе именно высококачественных имён с сильными балансовыми показателями и стабильной прибыльностью.

Таб. 4. Сравнение компаний стоимости и роста

	Уменьшение экспозиции	Нейтральный взгляд	Увеличение экспозиции
US Value Stock			● <sup>21</sup>
US Growth Stock		○	

Подводя итог, мы отмечаем, что текущая динамика данных групп компаний может свидетельствовать о том, что инвесторы начинают оценивать компании и их потенциал на более длительный срок. Важно принимать во внимание, что данное расхождение может быть следствием текущей динамики рынка, где ожидания и перспективы играют значительную роль в формировании ценности активов. Это подчеркивает значимость адаптивности и гибкости в понимании экономических процессов и их влияния на финансовые рынки в условиях быстро меняющейся макроэкономической среды.

### Выделяемые сектора в случае реализации нашего базового сценария<sup>22</sup>

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

#### Энергетический сектор

Мы продолжаем отдавать предпочтение энергетическому сектору, особенно нефтегазовому, который традиционно остаётся одним из самых чувствительных к экономическим и политическим изменениям. В условиях замедления глобальной экономики и политики Трампа, ориентированной на стимулирование внутреннего производства и сокращение регулирования (традиционная риторика «Drill, baby, drill»), мы ожидаем, что upstream-компании энергетического сектора окажутся под давлением. Напротив, компании в сегменте mid-stream и нефтесервисные фирмы являются более стабильными и менее подверженными рискам в таких условиях. Эти

<sup>21</sup> Нейтрально позитивный.

<sup>22</sup> Крупнейшие компании США выделяемых нами секторов представлены в приложении 6.

компании выигрывают от долгосрочных контрактов и устойчивого спроса на транспортировку и хранение углеводородов, что делает их более привлекательными для инвесторов.

Кроме того, политика Трампа, поддерживающая развитие энергетической инфраструктуры — включая расширение трубопроводных сетей и объектов хранения, а также ослабление экологических стандартов и регуляций — будет способствовать росту сектора.

### Сектор коммуникаций и технологический сектор

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 и рещоринга. Дополнительно мы выделяем возможные налоговые послабления в сфере R&D. Однако торговые споры и возможные изменения на законодательном уровне (напр., отмена Закона о нейтральности интернета или Section 230) могут внести в это некоторые коррективы. В данном случае в качестве выгодоприобретателей мы выделяем производителей оборудования (для автоматизации, обработки и хранения данных и полупроводников).

### Сектор финансов

Финансовый сектор, в первую очередь региональные банки и финансовые учреждения, будут выигрывать от инициатив в области дерегуляции и налоговых сокращений. Позиции крупных банков будут усилены за счет продолжения тренда 2024 года на M&A. С учетом нашего базового макроэкономического прогноза стоит отдать внимание банкам с устойчивыми балансами и хорошей диверсификацией.

### Сектор промышленности

Политика Трампа, направленная на поддержку инфраструктурных проектов и снижение налогового бремени, создаст дополнительные возможности для роста компаний в данном секторе, особенно тех, которые ориентированы на внутренний рынок и инфраструктурные проекты. Важно также учитывать возможное влияние протекционистской торговли и тарифных барьеров на международную торговлю и зависимость от глобальных цепочек поставок. Интересны могут быть компании, которые поставляют строительную технику и оборудование, поставщики материалов и строительных компонентов.

### Сектор вторичного спроса

Сектор товаров вторичной необходимости включает товары и услуги, которые потребители начинают приобретать по мере роста их доходов и благосостояния. Он отличается высокой фрагментацией, что приводит к значительным различиям в ситуации в разных отраслях и подотраслях. Также важно отметить, что этот сектор сильно уязвим к изменениям тарифной политики, поскольку зависит от импорта и имеет ограниченные возможности для повышения цен.

С точки зрения нашего базового сценария, данный сектор выглядит привлекательным. При этом стоит подчеркнуть, что выгодоприобретателями от изменений в политике новой администрации, таких как снижение налогов и поддержка внутреннего бизнеса, могут стать компании, ориентированные на локальный рынок и с локализованным производством.

Так, к примеру, автомобильная промышленность может временно столкнуться с трудностями из-за возможных заявлений новой администрации о пересмотре тарифной политики (хотя мы считаем, что изменение эффективной ставки маловероятно). В то же время, локальный ресторанный бизнес выглядит перспективным и привлекательным.

### Сектор коммунальных служб

Компании данного сектора в США будут сохранять стабильность, особенно традиционные компании, такие как поставщики электроэнергии. Одним из положительных аспектов выступает рост энергопотребления, подкреплённый трендом развития искусственного интеллекта.

## Наш взгляд на облигации

### Наше мнение

Устойчивая инфляция и сильный рынок труда подтвердили наш тезис о том, что доходности по дальнему концу должны сохраниться в диапазоне 4.3%–4.6% в течение большей части года. Однако, на последней неделе февраля наблюдалось снижение доходностей на среднем и дальнем концах кривой в связи с ростом опасений по поводу роста экономики на фоне тарифной политики Дональда Трампа и «распродажами» на рынках акций. Однако, хотя данные опасения и являются оправданными, мы продолжаем считать большую часть заявлений Трампа по поводу тарифной политики переговорной тактикой и видим перспективу нивелирования части снижения доходностей на 15–25 бп на фоне нормализации сентимента на рынке акций. В частности, мы ожидаем рост доходности 10-летних казначейских облигаций до диапазона 4.35%–4.50% в ближайшие несколько недель. В связи с этим, на данном отрезке времени мы предпочитаем избегать наращивания дюрации. Однако, после ожидаемых нами корректировок, мы положительно смотрим на стратегическое увеличение дюрации.

На корпоративном рынке спреда остаются стабильными, однако агрессивная торговая политика администрации Трампа может привести к их расширению, особенно среди эмитентов с развивающихся рынков. В частности, возможное введение новых тарифов может негативно сказаться на эмитентах из Мексики. В этом контексте мы сохраняем позитивный взгляд на облигации инвестиционного уровня (IG) благодаря их стабильным фундаментальным показателям и привлекательной доходности. В то же время, в сегменте высокодоходных облигаций (HY) и облигаций развивающихся рынков (EM) мы предпочитаем сохранять осторожность из-за потенциальных рисков расширения спредов и ухудшения кредитного качества.

## Казначейские облигации

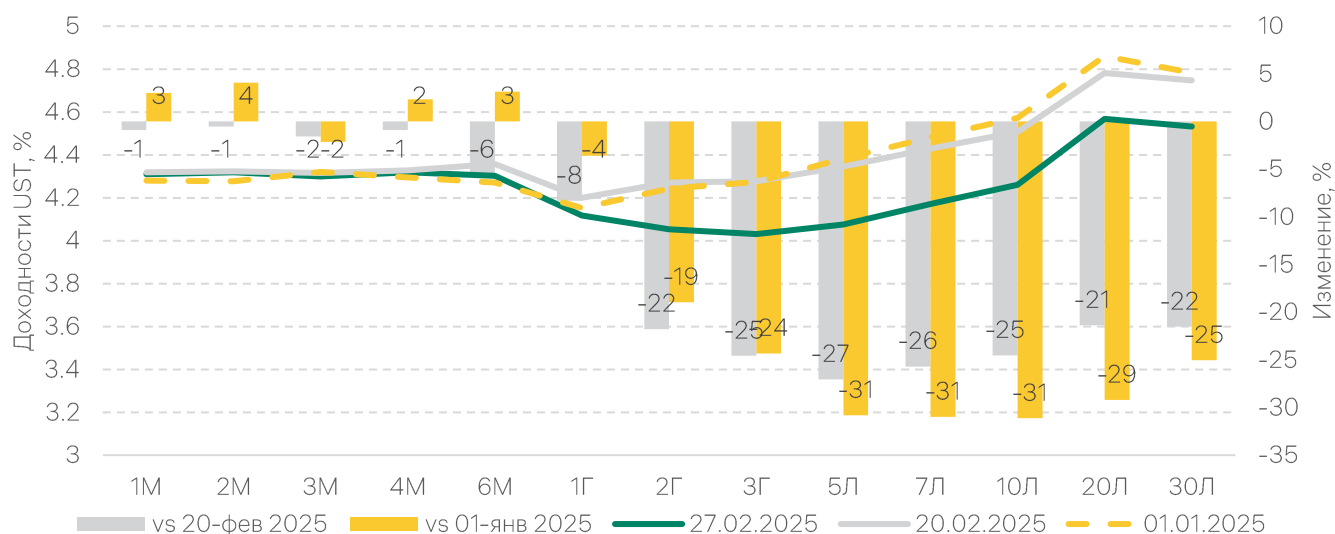
С момента выхода нашей инвестиционной стратегии на 2025 год вышли данные по рынку труда и потребительской инфляции за январь. Оба показателя превзошли ожидания участников рынка, указав на укрепление рынка труда и устойчивость инфляции, что выступило в поддержку нашего тезиса о закреплении доходностей по дальнему концу на уровне 4.3%–4.6% в первой половине года. Хотя и стоит отметить, что отдельные компоненты CPI и PPI выросли медленнее, чем ожидалось, что привело к более «мягким» данным по PCE – предпочтительному индикатору инфляции ФРС, за январь.

При этом, вопреки нашим ожиданиям, последняя неделя февраля увидела резкое снижение доходностей на среднем и дальнем участках кривой. Так, например, доходности по 10-летним нотам в моменте снижались до уровня в 4.19%, что ниже нашего целевого диапазона. С одной стороны, снижение доходностей могло быть вызвано слабыми данными по розничным продажам за январь и предварительному индексу деловой активности в секторе услуг от S&P за февраль, а также ухудшением потребительского сентимента. Хотя это и указывает на некоторое замедление экономики, мы не считаем, что оно будет достаточно значительным, чтобы сподвигнуть ФРС к резкому снижению ставок на предстоящих заседаниях, в особенности на фоне упомянутых выше сильных данных по рынку труда и инфляции, а также продолжающегося роста входных цен производителей в индексе деловой активности и усиления инфляционных ожиданий потребителей на фоне опасений реализации тарифных угроз Дональда Трампа.

С другой стороны, тарифная политика Дональда Трампа оказалась значительно более агрессивной, чем предполагали мы и другие участники рынка. И хотя введение дополнительных пошлин на Китай было ожидаемо, то указ о введении 25% тарифов на импорт из Мексики и Канады, вступление которого в действие было отодвинуто с начала февраля на 4 марта, а также угроза введения аналогичных пошлин на импорт из Евросоюза стали неожиданностью. Трамп уже объявлял о намерении обложить тарифами товары из Мексики и Канады в конце ноября, но тогда это заявление было воспринято как переговорная тактика, нежели как реальный элемент торговой политики. Однако, теперь вероятность вступления тарифов в силу кажется более высокой, чем ожидалось ранее. Перспектива введения пошлин на ключевых торговых партнёров США вызвала усиление опасений по поводу значительного замедления роста экономики, что способствовало снижению доходностей по всей кривой. Ралли на рынке UST также было поддержано «распродажей» на рынке акций в течение последней недели февраля, во время которой инвесторы отдавали предпочтение более безопасным активам, таким как облигации. При этом мы продолжаем считать, что заявления Трампа являются переговорной тактикой, в связи с

чем мы видим перспективу для роста доходностей по среднему и дальнему концам кривой на 15-25 бп вместе с нормализацией сентимента на рынке акций. Таким образом, наш целевой диапазон по 10-летним нотам на ближайшие несколько недель – 4.35%-4.50%.

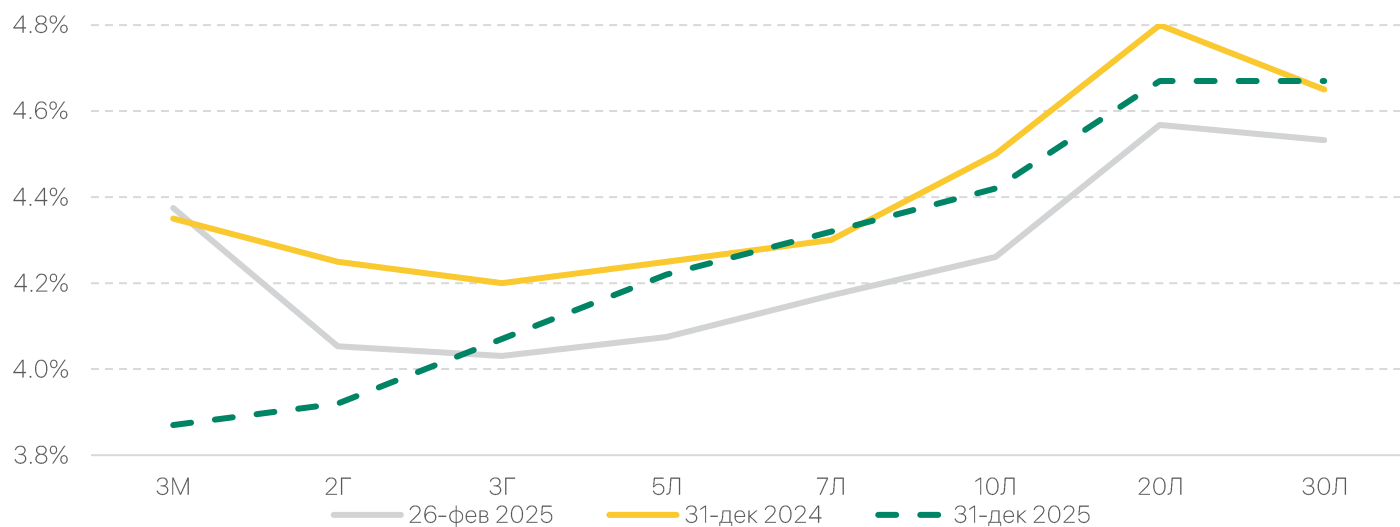
Рис. 26. Кривая доходности US Treasuries и изменение в доходностях



Источник: Bloomberg

На данный момент, мы сохраняем большую часть наших прогнозов, представленных в инвестиционной стратегии на 2025 год. Единственные значительные изменения касаются траектории снижения эффективной ставки ФРС и сроков окончания количественного ужесточения (QT). На фоне сильных данных по рынку труда и устойчивой инфляции мы теперь ожидаем, что в первой половине года ставка будет сохранена на текущем уровне, а во второй половине года мы увидим 1-2 снижения по 25 бп, что предполагает диапазон эффективной ставки в 3.75%-4.0% в конце года при более оптимистичном сценарии. Наш сценарий несколько пессимистичнее ожиданий участников рынка, которые, в настоящий момент, предполагают 3 снижения ставки к концу года с первым снижением уже в июне. Однако, мы считаем, что такие ожидания связаны с продолжающимися «распродажами» на рынке акций, и мы ожидаем, что в будущем они вновь будут пересмотрены в сторону меньшего количества снижений. Мы также хотим отметить, что январское заседание FOMC прошло без упоминаний дальнейших действий по QT, а во время последовавшей за ним пресс-конференции, Джером Пауэлл заявил, что резервы банковской системы всё ещё остаются избыточными. В связи с этим, мы корректируем наш прогноз по завершении QT и теперь ожидаем его завершения в конце второго- начале третьего квартала 2025 года.

Рис. 27. Прогноз по кривой доходности на 2025 год



Источник: Bloomberg, расчёты Halyk Finance

Таб. 5. Взгляд на дюрацию

Дюрация	Уменьшение экспозиции	Нейтральный взгляд	Увеличение экспозиции	Комментарий
Длинные (8 лет и больше)		○ <sup>23</sup>		Как отмечалось ранее, мы рассматриваем «ралли» конца февраля как временное явление и ожидаем возврата кривой доходности к уровням середины месяца. В частности, мы прогнозируем рост доходностей 10-летних нот до диапазона 4.35%–4.50%. В связи с этим мы имеем негативный взгляд на наращивание дюрации в краткосрочной перспективе, оставаясь при этом нейтральными на горизонте в 6-10 месяцев с ожидаемым диапазоном доходностей 10-летних бумаг в 4.3%–4.6%. По мере приближения доходностей к верхней границе указанного диапазона, мы продолжаем позитивно оценивать возможности для стратегического наращивания дюрации.
Средние (от 3-х до 7 лет)			●	Как и на дальнем конце кривой, в ближайшие недели мы ожидаем роста доходностей на данном участке. После реализации этого сценария мы по-прежнему видим этот сегмент как наиболее привлекательный для инвестиций в 2025 году благодаря наилучшему соотношению риска и доходности.
Короткие (2 года и меньше)		○		Мы сохраняем нейтральный взгляд на этот сегмент. Доходности по нему остаются привлекательными, и он, являясь производной от ставки, наименее уязвим к «медвежьим настроениям» на рынке. А риск реинвестирования по более низким ставкам в будущем теперь ниже, на фоне пересмотра наших ожиданий на более медленные темпы снижения ставки ФРС в этом году. Но мы продолжаем считать, что другие участки кривой будут представлять более привлекательные возможности после ожидаемой нами корректировки цен в ближайшие недели.

## USD облигации корпоративных и суверенных эмитентов

С начала года спреды по корпоративным облигациям остались практически неизменными, за исключением облигаций эмитентов с развивающихся рынков, где наблюдалось небольшое сужение. Однако, стоит отметить, что на спреды частично повлияло «ралли» на рынке UST, вызвавшее их расширение. В первой половине февраля спреды по всем классам бумаг значительно уже, чем в начале года, особенно в высокодоходном (HY) сегменте, где они сократились на 28 бп относительно своих значений в начале года.

Рис. 28. Изменения в спредах и доходностях корпоративных облигаций



Источник: Bloomberg

<sup>23</sup> ● – уменьшение экспозиции, ○ – нейтральный взгляд, ● – увеличение экспозиции.



Несмотря на это, мы считаем, что большинство тезисов, озвученных нами в нашей инвестиционной стратегии на 2025 год, остаются актуальными, и продолжаем ожидать расширения спредов в сегментах высокодоходных облигаций и облигаций эмитентов с развивающихся рынков. Мы вновь отмечаем тарифную политику Дональда Трампа, которая имеет перспективу оказаться гораздо более агрессивной, чем мы изначально предполагали. И если предлагаемые тарифы, всё-таки, вступят в силу в марте и апреле, это нанесёт значительный удар по эмитентам с развивающихся рынков, в особенности из Мексики. Мы также продолжаем ожидать расширения спредов по высокодоходным облигациям в течение года.

### Наш взгляд на USD IG облигации

Мы считаем, что данный класс корпоративных облигаций может продолжить свой рост в 2025 году. Спреды по USD IG бумагам в целом находятся довольно далеко от своих минимумов. Даже среди бумаг американских эмитентов в прошлом были эпизоды, когда спреды сужались ещё сильнее. Например, в середине 1997 года OAS по US IG бумагам находился на уровне 50-55 бп, что указывает на потенциал для сужения ещё на 20-25 бп от уровней конца 2024 года. На фоне этого мы видим перспективу снижения спредов ещё на 5-10 бп от уровней начала года. Макроэкономическая ситуация, в целом, остаётся благоприятной, а общий уровень доходностей IG облигаций останется привлекательным, что должно способствовать сохранению сильного спроса со стороны инвесторов. Однако, мы воздерживаемся от более оптимистичных прогнозов в связи с рисками, создаваемыми агрессивной торговой политикой новой администрации в США и негативным влиянием сильного доллара США на платёжеспособность иностранных эмитентов.

### Наш взгляд на USD HY облигации

Мы придерживаемся более осторожного взгляда на HY сегмент. Как и в случае с IG сегментом, макроэкономические условия должны способствовать сохранению комфортных кредитных метрик, а совокупная доходность остаётся привлекательной для инвесторов. Однако, у нас менее оптимистичный взгляд на текущий уровень спредов, находящийся на историческом минимуме, и мы допускаем возможность его расширения на 30-40 бп в 2025 году. HY эмитенты могут оказаться более чувствительными к торговой политике новой администрации в США, а потенциальный рост объёма сделок по слиянию и поглощению (M&A), преимущественно благодаря более лояльной к сделкам Федеральной Торговой Комиссии в США и более низким ставкам в Европе, может оказывать негативное влияние на кредитное качество компаний, если сделки будут финансироваться за счёт выпуска нового долга.

### Наш взгляд на USD EM облигации

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

Таб. 6. Взгляд на корпоративные облигации<sup>24</sup>

Класс	Уменьшение экспозиции	Нейтральный взгляд	Увеличение экспозиции	Комментарий
USD IG			●	Несмотря на узкие спреды, у нас положительный взгляд на данный класс. Фундаментальные показатели эмитентов находятся на комфортных уровнях, и ожидаемые нами макроэкономические условия будут способствовать их улучшению и в будущем году. Мы считаем, что это создаёт благоприятные условия для сохранения спредов на текущих уровнях, или даже их дальнейшего сужения. В 2025 году мы ожидаем совокупную доходность по индексу USD IG облигаций в 6.5%-7.5%.
USD HY		○		Спреды по данным облигациям находятся вблизи исторических минимумов, и мы допускаем вероятность их расширения в предстоящем году под влиянием политических рисков и менее «дружелюбных» для кредитного качества сделок M&A. На основе этого, мы прогнозируем расширение спредов на 30-40 бп к концу года, что приведёт к совокупной доходности индекса в 6.5%-7.5%. Текущие уровни доходности выглядят привлекательными для инвесторов, однако мы сохраняем нейтральный взгляд на эмитентов данного класса. Это связано с тем, что ожидаемая доходность индекса HY облигаций в настоящее время лишь незначительно превышает доходность IG бумаг. При этом мы отмечаем повышенные риски дальнейшего расширения спредов HY облигаций, учитывая их текущие исторически низкие уровни. В условиях роста рыночной волатильности или ухудшения макроэкономической обстановки вероятность более существенного расширения спредов по HY облигациям значительно выше, чем по бумагам IG, что может ограничить потенциал роста индекса в сравнении с нашим базовым сценарием.
USD EM		○		Корпоративные эмитенты с развивающихся рынков будут наиболее чувствительны к протекционистским изменениям в торговой политике США. В случае полномасштабной торговой войны между США и Китаем, азиатские компании могут оказаться самыми уязвимыми. Также как мы писали выше, платёжеспособность компаний и эмитентов с развивающихся рынков может пострадать из-за укрепившегося курса доллара. Наконец, спреды по бумагам данных эмитентов находятся довольно близко к своим историческим минимумам, и мы считаем, что, на фоне вышеописанных факторов, они могут расширяться на 15-25 бп относительно значений в конце 2024 года. В связи с этим, мы ожидаем совокупную доходность по данному классу в 5.0%-6.0%, что делает данный класс наименее привлекательным для нас. Однако, как и в случае с USD HY, текущая доходность к погашению по индексу в 6.3% является привлекательной, и мы сохраняем нейтральный взгляд на этот класс.

<sup>24</sup> Доходность индексов спрогнозирована на основе iShares iBoxx \$ Investment Grade Corporate Bond ETF (USD IG), Markit iBoxx USD Liquid High Yield Total Return Index (USD HY) и JP Morgan Emerging Markets Sovereign and Corporate Credit Core Index USD (USD EM).

## Приложение к отчету

Приложение 1. Возможные экономические сценарии и их влияние на рынок облигаций и акций

Экономический сценарий	Денежно-кредитная политика	Стратегия на рынке облигаций	Стратегия на рынке акций
Ускорение	Умеренное смягчение с контролем инфляции	Долгосрочные UST <sup>25</sup> и US IG <sup>26</sup> облигации выиграют от падающих ставок. Привлекательность HY <sup>27</sup> облигаций в США также увеличится, так как вероятность расширения спредов будет снижаться благодаря благоприятной экономической ситуации. EM <sup>28</sup> IG и EM HY облигации останутся привлекательными за счёт более широких спредов по сравнению с американскими аналогами.	Акции с высокой бетаой, компании малой капитализации, а также циклические сектора, чувствительные к экономическому росту. В целом, рост будет наблюдаться в рискованных секторах, которые выигрывают от ускорения экономической активности.
Мягкая посадка	Постепенное смягчение, нейтральная ставка	Среднесрочные UST и US IG облигации будут наиболее привлекательными за счёт баланса доходности и процентного риска. Также данные экономические условия способствуют увеличению экспозиции в EM IG для получения более высокой доходности в сравнении с США и развитыми рынками.	Акции защитных секторов, таких как здравоохранение, потребительские товары первой необходимости, коммунальные услуги и крупные технологические компании. В условиях мягкой посадки предпочтение будет отдаваться стабильным и дивидендным акциям, а также компаниям с сильным балансом, демонстрирующим устойчивые финансовые результаты.
Стагфляция <sup>29</sup>	Сценарий «выше-дольше», сохранение жесткой монетарной политики	Увеличение экспозиции на TIPS для хеджирования инфляционных рисков. Сокращение дюрации для минимизации процентных рисков. В корпоративном секторе следует отдавать предпочтение высококачественным эмитентам в таких секторах как недвижимость или сырьевые товары.	Акции, обладающие высокой защитой от инфляции (энергетический сектор, здравоохранение, сырьевые товары и компании, работающие в области потребительских товаров вторичного спроса). В условиях стагфляции привлекательными будут защитные сектора, устойчивые к росту цен, а также компании, способные переносить повышенные издержки на потребителей или сохраняющие стабильный спрос.
Жесткая посадка	Резкое снижение ставок, вероятен экономический спад	Снижение ставок способствует увеличению дюрации и фокусу на UST и высококачественных эмитентах в защитных секторах экономики. Уменьшение экспозиции в US HY из-за возросших рисков дефолта и расширения спредов. EM IG облигации останутся интересными за счёт более высоких доходностей, однако долю EM HY облигаций следует значительно сократить для минимизации кредитных рисков.	Защитные сектора, такие как потребительские товары первой необходимости, здравоохранение, коммунальные услуги, а также компании с высокой дивидендной доходностью. В условиях резкого замедления экономического роста предпочтение будет отдаваться компаниям с сильными балансами, стабильными денежными потоками и низкой чувствительностью к циклическим колебаниям, что обеспечит им защиту от экономической нестабильности.

<sup>25</sup>UST (US Treasuries) – Казначейские облигации США

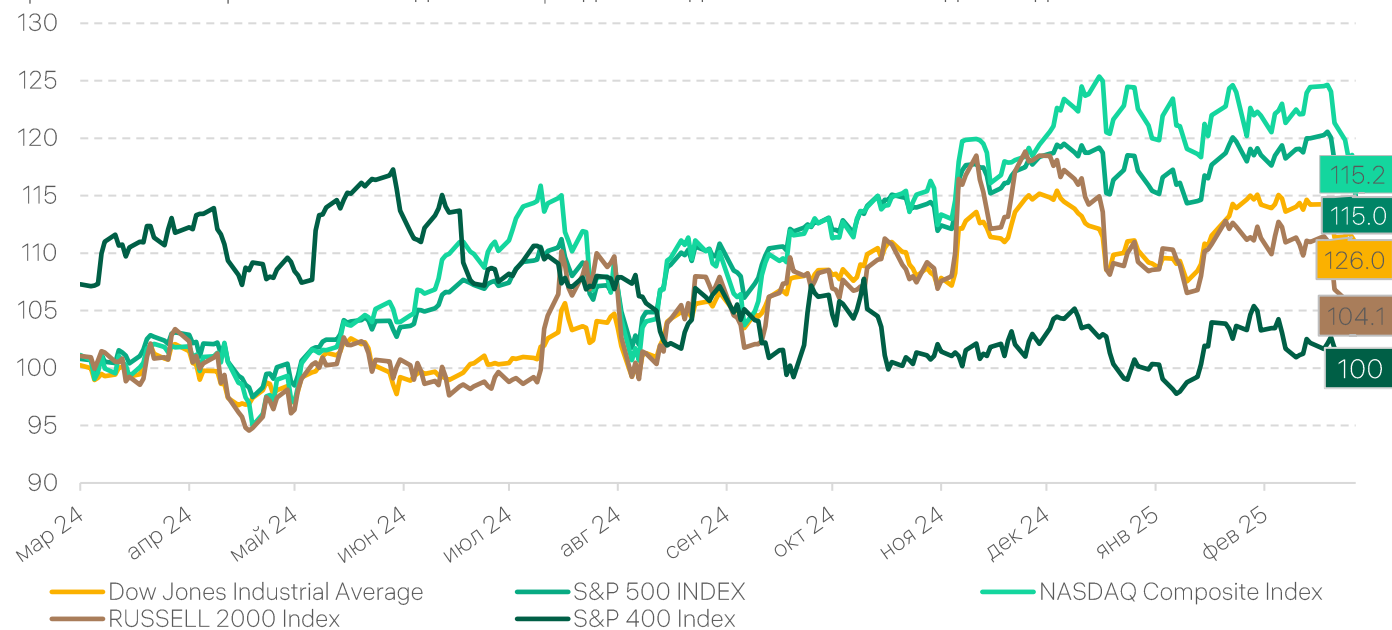
<sup>26</sup>IG – облигации эмитентов с инвестиционным кредитным рейтингом (BBB- и выше)

<sup>27</sup>HY – облигации эмитентов с кредитным рейтингом BB+ и ниже

<sup>28</sup>EM – развивающиеся рынки

<sup>29</sup>Под термином стагфляция в данном контексте мы подразумеваем: замедляющиеся, но всё-ещё положительные темпы роста экономики на фоне устойчивой или растущей инфляции.

Приложение 2. Нормализованная динамика фондовых индексов США за последний год



Источник: Bloomberg

Приложение 3. Рыночные данные, индексы

Отраслевые индексы	Цена закрытия	1М Δ	3М Δ	1Г Δ	YTD Δ	52Н Макс	52Н Мин
Communication Services Select Sector SPDR Fund	100.53	-1.8%	2.2%	26.7%	3.8%	105.58	76.48
Consumer Discretionary Select Sector SPDR Fund	212.43	-8.5%	-4.4%	15.2%	-5.3%	240.28	166.48
Consumer Staples Select Sector SPDR Fund	81.99	3.8%	-1.5%	10.1%	4.3%	84.53	72.93
Energy Select Sector SPDR Fund	89.61	2.2%	-6.2%	4.0%	4.6%	98.97	82.75
Financial Select Sector SPDR Fund	51.13	-0.7%	-0.4%	26.7%	5.8%	52.26	39.53
Health Care Select Sector SPDR Fund	147.22	0.2%	-0.1%	1.7%	7.0%	159.64	135.95
Industrial Select Sector SPDR Fund	134.53	-2.8%	-6.6%	11.2%	2.1%	144.51	119.17
Materials Select Sector SPDR Fund	88.01	-0.9%	-7.1%	0.5%	4.6%	97.87	83.04
Real Estate Select Sector SPDR Fund	42.85	3.5%	-4.8%	9.6%	5.4%	45.58	35.57
Technology Select Sector SPDR Fund	222.59	-3.6%	-4.8%	7.5%	-4.3%	243.14	190.75
Utilities Select Sector SPDR Fund	78.03	0.2%	-5.9%	25.7%	3.1%	83.41	60.96

Источник: Bloomberg

Приложение 4. Рыночные данные, облигации

Индексы облигаций	Цена закрытия	1М Δ	3М Δ	1Г Δ	YTD Δ	52Н Макс	52Н Мин
Bloomberg US Corporate High Yield Average OAS	2.75	4.6%	3.4%	-10.4%	-4.2%	3.81	2.53
Bloomberg US Corporate High Yield Total Return Index Value Unhedged USD	2737.24	0.6%	1.6%	10.1%	2.0%	2737	2472
Bloomberg US Agg Corporate Avg OAS	0.84	6.3%	6.3%	-8.7%	5.0%	1.11	0.74
Bloomberg US Agg Total Return Value Unhedged USD	2240.16	1.8%	0.7%	5.4%	2.3%	2275	2087

Приложение 5. Рыночные данные, валюты

Валюты (к USD)	Цена закрытия	1М Δ	3М Δ	1Г Δ	YTD Δ	52Н Макс	52Н Мин
US Dollar Index Spot Rate (DXY)	107.36	-0.9%	1.5%	3.1%	-1.0%	110.18	100.16
EURUSD Spot Exchange Rate - Price of 1 EUR in USD	1.04	0.4%	-0.9%	-3.7%	0.5%	1.12	1.01
GBPUSD Spot Exchange Rate - Price of 1 GBP in USD	1.26	1.7%	-0.4%	-0.2%	0.7%	1.34	1.21
USDCHF Spot Exchange Rate - Price of 1 USD in CHF	0.90	1.1%	-1.6%	-1.8%	0.7%	0.92	0.84

Источник: Bloomberg

Приложение 6. Рыночные данные, доходности облигаций

Доходности облигаций	Цена закрытия	1М Δ	3М Δ	1Г Δ	YTD Δ	52Н Макс	52Н Мин
US Breakeven 5 Year	2.61	2.3%	10.9%	7.3%	9.1%	2.74	1.77
US Breakeven 10 Year	2.36	-2.2%	3.6%	1.6%	0.9%	2.52	1.93
US Generic Govt 5 Yr	4.06	-6.2%	-1.8%	-4.7%	-7.4%	4.75	3.38
US Generic Govt 10 Yr	4.24	-6.4%	-0.4%	-0.5%	-7.1%	4.81	3.60
US Generic Govt 30 Yr	4.52	-5.4%	1.8%	2.6%	-5.5%	5.00	3.89
US Breakeven 5 Year	2.61	2.3%	10.9%	7.3%	9.1%	2.74	1.77

Источник: Bloomberg

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

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

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

© 2024, 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