GLOBAL MACRO

Экономический пульс США: III квартал

Основные макроэкономические тренды и прогнозы

HALYK RESEARCH

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

Данил Бондарец
Старший Аналитик Департамента Торговых Идей
Взгляд на рынок облигаций

Сентябрь 2025 года

Оглавление

Ключевые выводы 3
Экономика США: наш взгляд 3
Акции США: наш взгляд 3
Облигации США: наш взгляд 4
Наш взгляд на экономику и рынок акций США 5
ВВП: отскок без опоры 5
Домохозяйства: усталость под прикрытием государства 6
Бизнес: пауза продолжается 8
Инфляция: конец лёгких побед? 11
От макроэкономики к стратегии: наши новые фавориты 12
Наш взгляд на облигации 13
Казначейские облигации 13
USD облигации корпоративных и суверенных эмитентов 16
Приложение к отчету 19

Ключевые выводы

Экономика США: наш взгляд

Иллюзия роста: сильные цифры ВВП маскируют фундаментальное замедление

- Экономика. Рост ВВП во II квартале на 3.3% был обусловлен техническим разворотом в чистом экспорте, что замаскировало неоднозначную картину внутреннего спроса. Частные инвестиции внесли существенно отрицательный вклад (-2.7 пп), в основном из-за сокращения запасов, хотя бизнес-инвестиции в оборудование и интеллектуальную собственность оказались сильнее, чем ожидалось. Наш базовый сценарий пересмотрен в сторону роста в диапазон 1.2–1.5% в 2025 году, однако ключевым риском остается возможный кризис доверия, способный парализовать инвестиционную активность.
- Потребительский сектор. Демонстрирует признаки уязвимости, поскольку его устойчивость опирается на все более хрупкий фундамент. Рынок труда, главный источник доходов, стремительно охлаждается: трехмесячный прирост занятости упал до минимума со времен пандемии (+35 тыс.), а данные за предыдущие месяцы были масштабно пересмотрены в сторону понижения. Это, в свою очередь, привело к почти стагнации реальных располагаемых доходов. Однако большим сюрпризом в последних данных выступили данные по росту заработных плат именно в частном секторе, а не за счет трансфертов со стороны государства. Однако расходы населения (+0.5%) росли быстрее располагаемых доходов (+0.4%), а норма сбережений остается на низком уровне 4.4%.
- Деловая активность. Импульс в экономике угасает. Сектор услуг, ранее бывший драйвером роста, резко замедлился и находится на грани стагнации (ISM Services: 50.1), а промышленность остается в зоне сокращения. Малый бизнес проявляет крайнюю осторожность в найме и инвестициях, несмотря на «вербальный оптимизм». Резкий всплеск корпоративных банкротств (+78% г/г по Chapter 11) сигнализирует о нарастающем стрессе.

Вязкая дезинфляция: старые проблемы и продолжающиеся тарифные угрозы

Процесс снижения инфляции остается медленным, а теперь ему угрожают новые риски. Резкий скачок индекса цен производителей (PPI) на 0.9% м/м, спровоцированный импортными тарифами, сигнализирует об окончании периода, когда падение цен на товары помогало сдерживать общий рост цен. Теперь бремя борьбы с инфляцией ложится на «вязкий» сектор услуг, где ценовое давление, наоборот, усилилось — годовая инфляция ускорилась до 3.6%. Этот рост подпитывается все еще устойчивым потребительским спросом и сильным ростом зарплат в ключевых сервисных отраслях. Учитывая, что базовый PCE в июле уже составил 2.9% г/г, а месячный рост остается высоким (+0.3%). Исходя из вышесказанного мы повышаем диапазон базового PCE к концу года до 3.3-3.5%.

Сложный выбор ФРС: между замедлением роста и новой волной инфляции

Фундаментальные данные все чаще уступают место политической конъюнктуре. На фоне беспрецедентного давления и внутренних разногласий Джером Пауэлл совершил разворот в мягкую политику на симпозиуме в Джексон-Хоуле, четко обозначив приоритет занятости над инфляцией. Эту риторику можно расценивать как капитуляцию перед лицом слабеющих данных по рынку труда и политической конъюнктурой, особенно учитывая, что она прозвучала на фоне выхода данных по деловой активности (Flash PMI), показавших ускорение инфляционного давления. В свете этого снижение ставки в сентябре теперь является нашим базовым сценарием. Однако дальнейшая траектория крайне неочевидна, так как превентивное смягчение может не оказать стимулирующего эффекта и даже замедлить деловую активность из-за отложенного спроса в ожидании дальнейших шагов. Политизация монетарной политики делает сигналы ФРС противоречивыми и повышает волатильность на рынке.

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

Акции США: наш взгляд[1]

Наш стратегический фокус смещается на хеджирование институциональных рисков, что требует обязательного наличия в портфеле защитных активов, таких как золото и международные акции. На американском рынке мы сохраняем ставку на устойчивых лидеров, способных генерировать прибыль в условиях замедления экономики и роста издержек. Ключевым риском для рынка остается политическая неопределенность и ее влияние на тарифную политику.

Выигрывают сегменты с высокой устойчивостью и четкими драйверами роста:

- IT и ИИ. Фокус смещается от «хайпа» к компаниям, демонстрирующим реальное внедрение технологий и прибыльность, таким как Dell (инфраструктура) и Snowflake (программные решения).
- Финансовый сектор. Крупнейшие национальные и региональные банки (JPMorgan, Bank of America) становятся бенефициарами от расширения процентной маржи на фоне ожидаемого «bull steepening» кривой доходности.

1 Указанные в данном отчете ценные бумаги приведены исключительно в информационных целях и не являются инвестиционной рекомендацией, предложением или побуждением к совершению каких-либо сделок с ними.

- Потребительский сектор. В условиях избирательности потребителей выигрывают дискаунтеры (TJX, Ross Stores) и компании с сильными брендами, обладающие ценовой властью (Ulta Beauty).
- Коммунальные услуги. Компании сектора (NextEra Energy, Duke Energy) выступают защитным активом благодаря стабильному денежному потоку и неэластичному спросу.
- Золото и международные акции (ex-US) Являются критически важными элементами диверсификации для защиты от системных рисков в США и обесценивания валюты.

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

Облигации США: наш взгляд[2]

Облигации США

По состоянию на конец августа доходности на ближнем и среднем сегментах кривой уже достигли наших целевых диапазонов, отражая ожидания цикла снижения ставки ФРС в 2026 году, однако возможные сюрпризы в виде ускорения инфляции или стабилизации рынка труда создают риск обратного роста доходностей. Мы сохраняем нейтральный взгляд на короткий сегмент и отдаём предпочтение среднему, тогда как по дальнему сегменту остаёмся негативными из-за рисков усиления давления на независимость ФРС, роста премии за срок и инфляционных ожиданий. На кредитном рынке мы позитивно смотрим на USD IG благодаря устойчивым метрикам и защитным свойствам в случае внешних шоков, более осторожны в USD HY из-за переоценённых ожиданий мягкой политики и уязвимости к торговым рискам, и сохраняем нейтральную позицию по USD EM: поддержку оказывает слабый доллар, но высокая чувствительность к глобальным «медвежьим» факторам и исторически узкие спреды ограничивают потенциал.

Взгляд на дюрацию

- Длинные: Негативный. Мы понижаем наш взгляд на дальний сегмент кривой до негативного. Текущие доходности находятся внутри нашего целевого диапазона 2025 года, что ограничивает потенциал их снижения в краткосрочной перспективе, тогда как риски роста премии за срок в 2026 году сохраняются на фоне политического давления на ФРС, фискальных рисков и перспективы роста инфляционных ожиданий в условиях более мягкой монетарной политики.
- Средние: Позитивный. Мы сохраняем позитивный взгляд на средний сегмент кривой, который остаётся наиболее привлекательным с точки зрения баланса риска и доходности на фоне меньшей чувствительности к росту премии за срок и рискам реинвестирования по более низким ставкам. Однако предпочитаем воздержаться от открытия позиций в первой половине сентября.
- Короткие: Негативный. Ближний сегмент не выглядит привлекательным ни в случае продолжительного цикла снижения ставки (из-за рисков реинвестирования), ни при пересмотре ожиданий по темпам снижения ставки в сторону понижения. Доходности 2-летних нот уже достигли нашего целевого диапазона в 3.4%–3.6%, что существенно ограничивает потенциал дальнейшего снижения.

Кредитный риск

- USD IG: Положительный. Несмотря на узкие спреды, мы сохраняем позитивный взгляд на USD IG облигации, учитывая стабильные фундаментальные показатели эмитентов, исторически низкую волатильность данного сегмента в периоды турбулентности на рынках и большую устойчивость эмитентов данного сегмента к влиянию введённых тарифов на импорт в США.
- USD HY: Негативный. Мы сохраняем сдержанный взгляд на высокорисковые облигации, ожидая расширения спредов во второй половине года на фоне замедления экономики и торговых рисков, что ограничит потенциал доходности и создаёт риски расширения спредов от текущих уровней. Это, по нашему мнению, делает разумным сокращение экспозиции на данный сегмент.
- USD EM: Нейтральный. Несмотря на привлекательную доходность к погашению, мы сохраняем нейтральный взгляд на бумаги развивающихся рынков из-за ограниченного потенциала сужения спредов и сохраняющихся торговых рисков, которые могут привести к распродаже в сегменте и ограничить доходность во второй половине года.

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

[2] Указанные в данном отчете ценные бумаги приведены исключительно в информационных целях и не являются инвестиционной рекомендацией, предложением или побуждением к совершению каких-либо сделок с ними.

Наш взгляд на экономику и рынок акций США

«Рост ВВП впечатляет, но это скорее вспышка, чем новый рассвет — реальный импульс спроса уходит»

Александр Шмыров
Заместитель Директора Департамента Торговых Идей

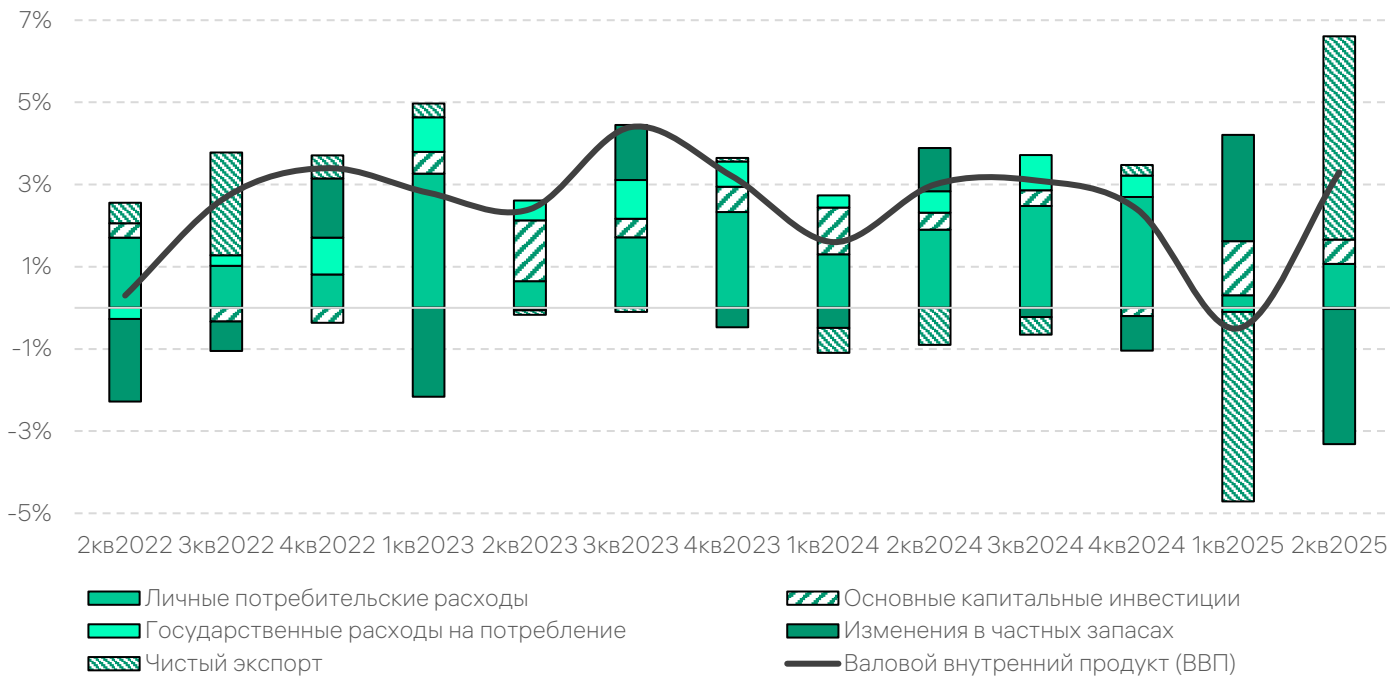
ВВП: отскок без опоры

Наше мнение

Экономика США продемонстрировала во II квартале 2025 года неожиданно сильный рост на 3.3% кв/кв (SAAR), что кардинально меняет картину после сокращения в I квартале. Однако детальный анализ показывает, что этот рост был в значительной степени обусловлен техническими факторами, в частности, разворотом в динамике чистого экспорта, а не фундаментальным ускорением внутреннего спроса. Мы пересматриваем наш прогноз на 2025 год, который теперь предполагает рост ВВП в диапазоне 1.2 – 1.5% г/г. Однако важно учитывать, что он не учитывает в полной мере возможные последствия кризиса доверия, который может парализовать инвестиционную активность вне зависимости от текущих данных.

Экономическая картина США претерпела резкие изменения в первой половине 2025 года, перейдя от неожиданного спада к сильному восстановлению. Однако природа этого восстановления требует пристального изучения. Согласно пересмотренным данным Бюро экономического анализа (BEA), реальный ВВП США в I квартале 2025 года сократился на 0.5% в годовом исчислении (SAAR), что является более значительным спадом, чем первоначальная оценка в -0.2%, указанная в предыдущем обзоре. Этот более глубокий спад, вызванный резким ростом импорта и сокращением государственных расходов, создал низкую базу для сравнения, что отчасти объясняет силу последующего отскока.

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



Источник: Bloomberg

Во II квартале экономика продемонстрировала впечатляющий рост на 3.3% (SAAR), превзойдя большинство прогнозов. На первый взгляд, это может свидетельствовать о возобновлении устойчивого роста. Однако анализ компонентов ВВП показывает, что картина гораздо сложнее. Основным драйвером роста стал разворот в динамике внешней торговли. Положительный вклад чистого экспорта составил 4.95 пп. Базовый частный спрос в экономике пока еще не указывает на разворот. Несмотря на то, что вклад потребительских расходов был умеренно положительным (+1.07 пп), однако это не компенсировало мощный негативный вклад от частных инвестиций (-2.70 пп). Примечательно, что подобные низкие темпы частного потребления наблюдались до этого последний раз в II квартале 2023 года (за исключением I квартала текущего года). Все это вкупе говорит о том, что несмотря на заголовочный показатель ВВП, фундаментальный импульс внутреннего спроса в экономике ослабевает. Таким образом, сильные данные по ВВП за II квартал следует интерпретировать не как начало нового витка ускорения, а как временную коррекцию, маскирующую лежащую в основе тенденцию к замедлению.

Домохозяйства: усталость под прикрытием государства

Наше мнение

Потребительский сектор, оставаясь опорой экономики, демонстрирует признаки уязвимости под маской кажущейся устойчивости. Данные за июль выявили нарастающий парадокс: несмотря на стремительное охлаждение рынка труда (трехмесячный прирост занятости упал до +35 тыс.), расходы населения продолжают расти, но финансируются за счет сокращения сбережений.Рост реальной покупательной способности в июле практически остановился: реальные располагаемые доходы выросли всего на 0.2% м/м. Ключевым изменением стала структура этого роста: он был обеспечен исключительно зарплатами, в то время как вклад фискальной поддержки, доминировавший в предыдущие месяцы, оказался нулевым.

Несмотря на стагнацию реальных доходов, реальные потребительские расходы ускорились до +0.3% м/м. Это прямо указывает на то, что для поддержания своего уровня жизни домохозяйства тратят больше, чем зарабатывают. Как следствие, норма сбережений остается на низком уровне 4.4%. Мы ожидаем, что замедление на рынке труда в конечном итоге ограничит рост зарплат, что, в свою очередь, усилит давление на потребительскую активность во втором полугодии 2025 года, поскольку модель роста за счет сокращения сбережений неустойчива в долгосрочной перспективе.

Рынок труда: сигнал тревоги

Последние данные по рынку труда США стали холодным душем для оптимистов и подтвердили ранее высказывавшиеся опасения о его структурной слабости. Июльский отчет Бюро статистики труда (BLS) показал минимальный прирост занятости в несельскохозяйственном секторе — всего +73 тыс. новых рабочих мест в несельскохозяйственном секторе при ожиданиях в +100 тыс. и масштабные пересмотры предыдущих месяцев (на −258 тыс. в сумме) опустили трёхмесячную скользящую среднюю до +35 тыс. — это минимальный темп со времен острой фазы пандемии. Ослабление занятости концентрируется в циклических секторах, включая производство, розничную торговлю и транспорт, что подтверждает наш тезис о фазе замедления. Основной рост, наоборот, пришелся на защищенные сектора, такие как здравоохранение и социальная помощь.

Однако наиболее тревожным сигналом стали масштабные негативные пересмотры данных за предыдущие месяцы. Рост занятости за май был пересмотрен вниз на 125 тыс. (с +144 тыс. до +19 тыс.), а за июнь — на 133 тыс. (с +147 тыс. до +14 тыс.). Суммарно это означает, что экономика создала на 258 тыс. рабочих мест меньше, чем считалось ранее. Этот факт кардинально меняет всю картину: замедление на рынке труда — это не недавнее явление, а устойчивый тренд, который наблюдается как минимум с весны. Экономика вошла во второе полугодие со значительно меньшим импульсом, чем предполагалось.

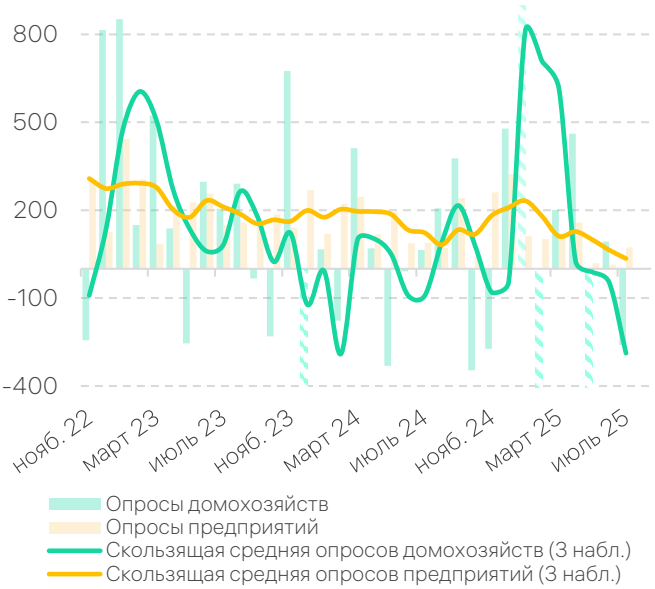
Другие показатели также указывают на ослабление рынка. Уровень безработицы незначительно вырос до 4.2%. При этом уровень участия в рабочей силе снизился до 62.2%, что на 0.5 пп ниже, чем годом ранее. Это говорит о том, что стабильность уровня безработицы отчасти объясняется уходом людей с рынка труда, что является признаком слабости, а не силы. Число новых безработных драматически растет и пока не подает признаков замедления. Может быть, это проявление влияния искуственного интеллекта в рабочих процессах? Время покажет… Одновременно выросло и число тех, кто не может найти работу 27 недель и более. Это тревожный сигнал, который может указывать на то, что уволенным становится сложнее вернуться на рынок.

Сохраняется и расхождение между двумя основными опросами: опрос предприятий (establishment survey) показал слабый рост, в то время как опрос домохозяйств (household survey) зафиксировал сокращение числа

занятых на 260 тыс. в июле. Наконец, рост средней почасовой оплаты труда замедлился до 3.9% в годовом выражении, что является самым низким показателем за долгое время и свидетельствует об ослаблении конкуренции за рабочую силу.

Рис. 2. Сбережения домохозяйств в США как доля от доступного личного дохода

Рис. 3. Изменение в занятости США, тыс



Источник: Bloomberg

Потребительское поведение: признаки уязвимости сохраняются

На фоне заметного охлаждения рынка труда потребительское поведение все еще демонстрирует признаки уязвимости. Данные BEA за июль показывают: номинальный рост располагаемых доходов (+0.4% м/м) был наполовину нивелирован инфляцией, в результате чего реальные располагаемые доходы выросли на 0.2% м/м.

Самым примечательным в данном отчете оказалось изменение структуры доходов: зависимость от фискальной поддержки полностью исчезла. В отличие от июня, где госвыплаты обеспечивали основной прирост, весь июльский рост был обеспечен зарплатами на фоне практически нулевого вклада государственных трансфертов. Это делает рост доходов более «качественным», но ставит его в прямую зависимость от здоровья слабеющего рынка труда. Однако насколько данный рост является качественным или выступает в качестве «статистического выброса»? Для полной дешифровки этих данных необходимо обратиться уже к отчету по рынку труда, который выходил ранее. В июле сектор розничной торговли выделился в отличие от других резким разворотом своей динамики – вместо очередного месяца сокращение, наоборот, произошел прирост рабочих мест. Дальнейшая динамика сможет пролить свет на подобную резко изменившуюся динамику. Стоит отметить, что если главным драйвером абсолютного роста зарплат в июле было здравоохранение, то главным драйвером улучшения динамики по сравнению с июнем стал именно разворот в розничной торговле. Возможно, в июле мы наблюдали аномально мощные коммерческие события (Prime Day, Back-to-School), эффект от которых превысил ожидания статистических моделей.

На фоне этой стагнации реальных доходов, расходы населения, наоборот, ускорились, показав рост на +0.3% м/м. Это подтверждает, что потребительская активность финансируется за счет сокращения сбережений. Норма сбережений в июле осталась на низком уровне 4.4%, а абсолютный объем сбережений сократился, указывая на то, что домохозяйства для поддержания уровня потребления вынуждены тратить, а не формировать буфер.

Бизнес: пауза продолжается

Наше мнение

Деловой сектор США теряет импульс, что подтверждается синхронным ослаблением ключевых опережающих индикаторов в июле. Производственный сектор остается в зоне сокращения, а сектор услуг, бывший двигателем роста, резко замедлился и находится на грани стагнации. «Вербальный оптимизм» малого бизнеса, зафиксированный в индексе NFIB, все больше расходится с их реальными действиями: планы по найму и капиталовложениям остаются на низком уровне, а индекс неопределенности подскочил. Данные по банкротствам указывают на усиление стресса, особенно в сегменте реструктуризаций (Chapter 11), что говорит о растущих проблемах у более крупных компаний.

Наиболее тревожным сигналом в последних данных стало резкое замедление в секторе услуг, который до недавнего времени оставался главным источником устойчивости американской экономики. Индекс деловой активности в секторе услуг от ISM в июле упал до 50.1, едва удерживаясь выше пороговой отметки в 50, отделяющей рост от сокращения. Это значительное ухудшение по сравнению с предыдущими месяцами и самый низкий показатель за долгое время.

Детали отчета подтверждают общую слабость. Субиндекс деловой активности, хотя и остался в зоне роста на уровне 52.6, снизился на 1.6 пункта. Субиндекс новых заказов упал на 1 пункт до 50.3, сигнализируя о почти полной стагнации спроса. Наиболее слабым звеном остается занятость: соответствующий субиндекс снизился до 46.4, оставаясь в зоне уверенного сокращения второй месяц подряд. Это полностью согласуется с данными общенационального отчета по рынку труда. Поскольку сектор услуг составляет подавляющее большинство ВВП и занятости США, его фактическая остановка является критическим сигналом, указывающим на то, что экономическое замедление распространилось далеко за пределы промышленного сектора. На момент написания отчета были опубликованы наоборот неожиданно сильные данные, но от другого провайдера данных (S&P Global). Однако для себя мы отмечаем большую ценность в публикациях от от ISM учитывая их локальную направленность.

В производственном секторе ситуация остается сложной. Индекс в секторе промышленности от ISM в июле снизился до 48.0 с 49.0 в июне, оставаясь в зоне сокращения уже несколько месяцев подряд. Это указывает на то, что промышленность так и не нашла точку опоры для разворота. Компоненты отчета также выглядят слабыми: субиндекс новых заказов, хотя и незначительно вырос, остается на низком уровне 47.1, а субиндекс занятости упал еще глубже в зону сокращения до 43.4. Это подтверждает, что как внутренний, так и внешний спрос на промышленные товары остается подавленным.

Рис. 4. Индекс деловой активности США: промышленный

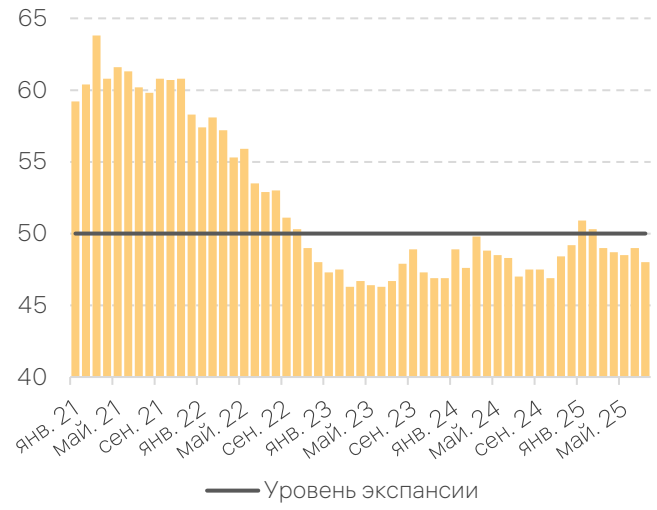
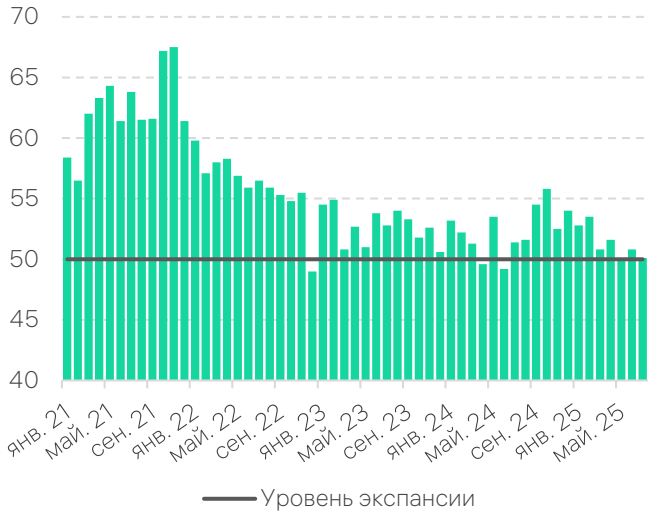


Рис. 5. Индекс деловой активности США: услуги



Источник: Bloomberg

На этом фоне данные от Национальной федерации независимого бизнеса (NFIB) выглядят противоречиво, но при более глубоком анализе подтверждают общую картину осторожности. Заголовочный индекс оптимизма малого бизнеса в июле вырос до 100.3, превысив среднее историческое значение. Однако этот рост был обусловлен не

улучшением текущих условий, а резким скачком ожиданий относительно будущего экономики. Вероятно, это связано как с принятием нового пакета фискальных стимулов (One Big Beautiful Bill Act), так и скорым снижением ставки ФРС, на которые бизнес возлагает надежды.

Реальные действия малого бизнеса, однако, говорят об обратном. Одновременно с ростом «оптимизма» резко подскочил и индекс неопределенности — на 8 пунктов до 97. Это расхождение между надеждой и реальностью проявляется и в других компонентах отчета:

- Доля компаний, планирующих создавать новые рабочие места, осталась на низком уровне 14%;
- Доля фирм, планирующих капитальные вложения, также не показывает роста и составляет всего 22%, что находится в нижней границе диапазона значений за период с 2022-2024 годов;
- При этом доля предпринимателей, называющих «слабые продажи» своей главной проблемой, выросла до 11% — максимума с февраля 2021 года.

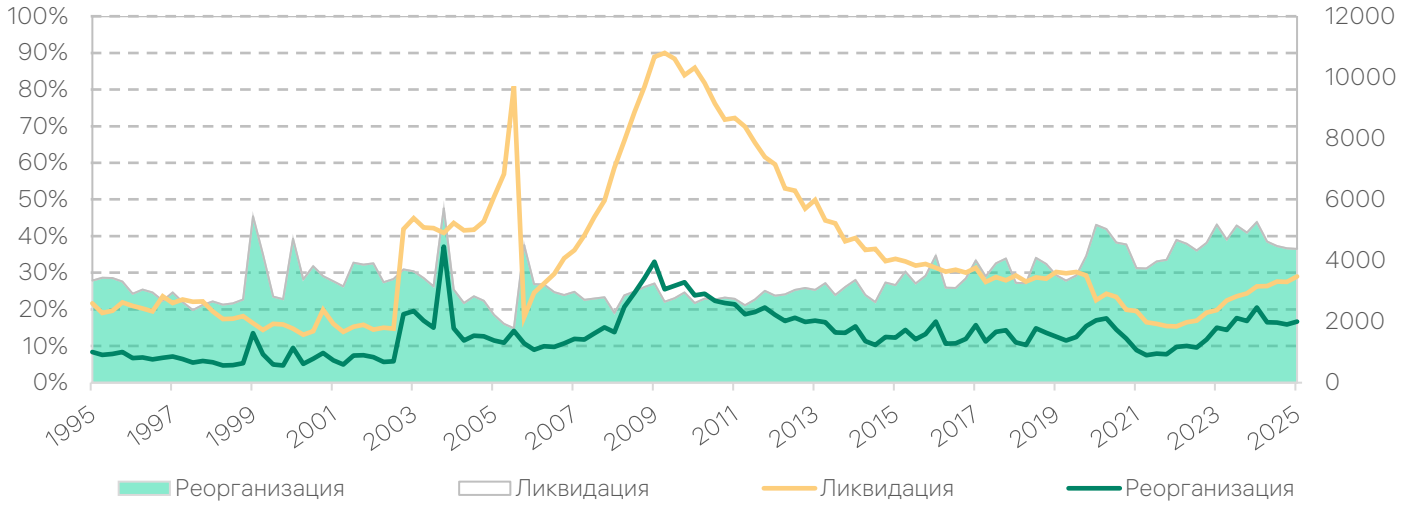
Таким образом, «вербальный оптимизм» малого бизнеса является хрупким и основан скорее на политических ожиданиях, чем на экономических реалиях. Фактическое поведение компаний — осторожность в найме и инвестициях — является более надежным индикатором и указывает на продолжающееся замедление. Также, ранее в своих работах мы уже отмечали, что подобные резкие скачи исторически не являются аномалией, так как значительные изменения индекса происходили именно в периоды смены президентов.

Рис. 6. Индекс оптимизма малых предприятий США

Источник: Bloomberg

Данные по корпоративным банкротствам начинают сигнализировать о растущем стрессе в экономике, однако важно разделять официальную и оперативную статистику. График, который представлен далее в работе основанный на данных Административного офиса судов США, отражает ситуацию за второй квартал 2025 года. Более свежие оперативные данные от Американского института банкротств (ABI) указывают на резкое изменение тренда уже в третьем квартале. Так, после некоторого затишья в июне, когда число реструктуризаций по Главе 11 (Chapter 11) снизилось на 38% в годовом выражении, в июле произошел резкий всплеск. По данным Американского института банкротства (ABI), количество коммерческих заявок на банкротство по Главе 11 подскочило на 78% по сравнению с июлем 2024 года. Такой резкий рост указывает на то, что кумулятивный эффект от высоких процентных ставок и замедления спроса начинает оказывать серьезное давление на балансы даже более крупных компаний, вынуждая их искать судебную защиту от кредиторов для проведения реструктуризации, что. Вероятно, проявится в официальной судебной статистике за третий квартал.

Рис. 7. Количество компаний, которые запустили процедуру банкротства (п.ш.) и их доля от общего количетсва (л.ш.)

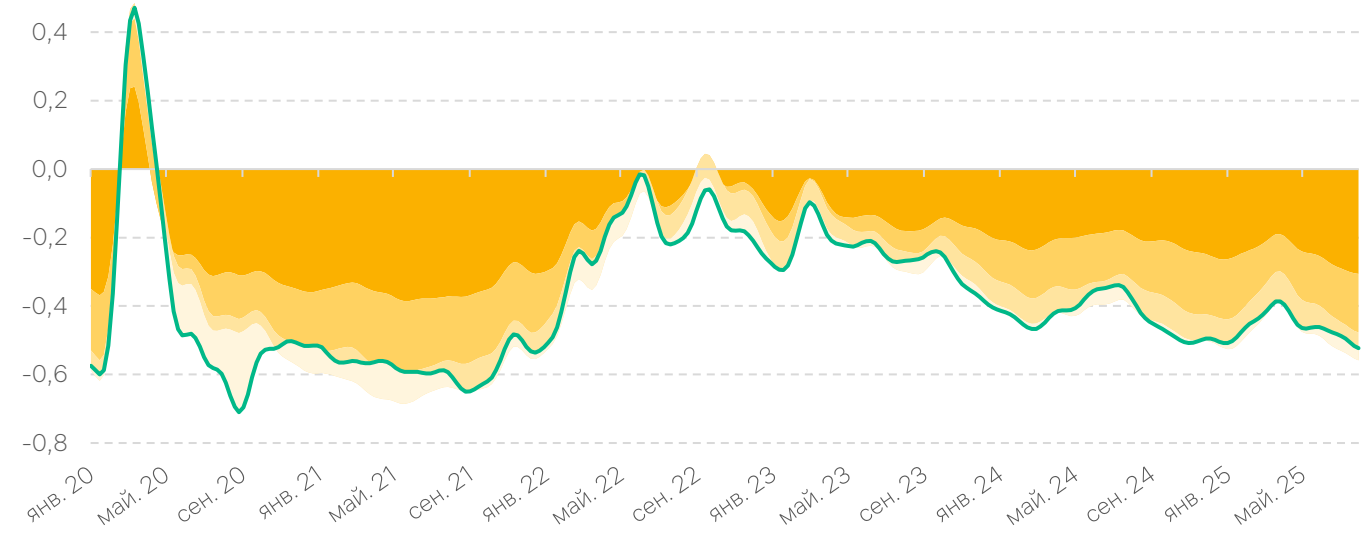


Источник: Bloomberg, Administrative Office of US Courts

Финансовая система: поверхностная стабильность и риски «под водой»

Финансовая система США в целом сохраняет устойчивость, о чем свидетельствуют комфортные значения индекса NFCI и сильные показатели капитализации банков по итогам II квартала. Однако под этой поверхностью сохраняются значительные риски, которые были в центре внимания и в предыдущих обзорах. Объем нереализованных убытков на балансах банков остается огромным ($395.3 млрд), что ограничивает их способность к кредитованию и делает их уязвимыми к дальнейшему росту ставок. Проблемы в сегменте коммерческой недвижимости (CRE) и рост просрочек по потребительским кредитам (особенно авто- и кредитным картам у заемщиков с низким рейтингом) продолжают нарастать. Эти «скрытые» риски представляют собой главную угрозу финансовой стабильности в случае экономического шока.

Рис. 8. Индекс финансовых условий (ANFCI)



Источник: Federal Reserve Bank of Chicago

Инфляция: конец лёгких побед?[3]

Наше мнение

Последние данные подтверждают наш основной тезис: процесс дезинфляции остается медленным и вязким, а теперь ему угрожают новые проинфляционные риски. Фундаментальным вызовом всему оптимистичному нарративу стал резкий скачок индекса цен производителей (PPI), спровоцированный эффектом от новых импортных тарифов. Это сигнализирует об окончании периода, когда падение цен на товары помогало сдерживать общую инфляцию. Теперь, когда бизнес начнет перекладывать возросшие издержки на потребителей, основное бремя борьбы с инфляцией полностью ложится на «вязкий» сектор услуг, где цены по своей природе менее чувствительны к действиям ФРС. Таким образом, путь к целевым 2% становится более долгим и трудным, а задача центрального банка значительно усложняется.

Индекс потребительских цен (CPI и core CPI)

Индекс потребительских цен (CPI) за июль показал, что общая инфляция в годовом выражении осталась на уровне 2.7%. Базовая инфляция (Core CPI), исключающая волатильные компоненты продуктов питания и энергоносителей, составила 3.1% г/г. Хотя оба показателя находятся ниже пиковых значений, их уровень все еще значительно превышает целевой.

Более того, месячная динамика вызывает беспокойство. Базовый CPI ускорился до +0.3% м/м по сравнению с +0.2% м/м в июне. Это говорит о том, что внутреннее ценовое давление не ослабевает. Главным виновником остается компонент «жилье» (shelter), который вырос на 0.2% м/м и на 3.7% г/г. Из-за методологических лагов этот показатель очень инерционен и является ключевым структурным препятствием для быстрого возвращения инфляции к 2%. Однако наибольший интерес на текущий момент вызывают данные по индексу цен производителей (PPI), которые зафиксировали значительный рост на 0.9% м/м — самый большой прирост с июня 2022 года. Именно они выступают в качестве фундаментального вызова всему дезинфляционному нарративу, на котором строились ожидания скорого смягчения политики ФРС. Goldman Sachs в одном из своих исследований указывают на то, что на текущий момент наибольший удар от введенных тарифов понес американский бизнес (64% всех издержек). Далее следуют американские потребители (22%) и иностранные экспортеры (14%). Ранее мы отмечали «отложенный эффект» от вводимых пошлин в связи с накоплением запасов со стороны бизнеса. В своей работе инвестиционный банк отмечает, что большая часть издержек (до 67%) будет переложена на американского потребителя в течение следующих 3-4 месяцев.

Дефлятор потребительских расходов (PCE и core PCE)

Данные по дефлятору личных потребительских расходов (PCE) за июль, который является предпочтительным индикатором инфляции для ФРС, подтверждают усложнение инфляционной картины. Общий PCE остался на уровне 2.6% г/г, однако базовый PCE ускорился до 2.9% г/г, увеличив разрыв с целевым показателем ФРС почти до процентного пункта. Более тревожным сигналом является месячная динамика: базовый PCE вырос на 0.3% м/м, что соответствует годовому темпу около 3.7% и указывает на сохранение значительного ценового давления.

Анализ компонентов подтверждает, что дезинфляция за счет товарного сектора исчерпала себя, и все бремя борьбы с ростом цен ложится на сектор услуг, инфляция в котором ускорилась до 3.6% г/г. Эта «вязкая» инфляция в услугах подпитывается все еще устойчивым потребительским спросом и сильным ростом зарплат в ключевых отраслях (как здравоохранение), что значительно усложняет задачу ФРС по возвращению инфляции к цели в 2% без дальнейшего охлаждения рынка труда.

[3] Указанные в данном отчете ценные бумаги приведены исключительно в информационных целях и не являются инвестиционной рекомендацией, предложением или побуждением к совершению каких-либо сделок с ними.

От макроэкономики к стратегии: наши новые фавориты

Наше мнение

Наш стратегический фокус смещается с анализа экономических данных на хеджирование нового институционального риска в США, что требует обязательного наличия в портфеле защитных активов, таких как золото и международные акции. В рамках этой новой реальности тактические приоритеты внутри американского рынка были адаптированы под последние рыночные сигналы: ставка на IT-сектор трансформировалась из веры в «аполитичность» в более зрелый выбор в пользу реальных бенефициаров «техно-национализма» с фокусом на прибыльность. Ключевым тактическим изменением стало возвращение в число фаворитов банковского сектора, который, вопреки общим рискам, становится прямым выгодоприобретателем от «bull steepening»[4]. Одновременно, в ответ на давление тарифов и рост избирательности потребителей, мы также добавляем в список выгодоприобретателей устойчивые компании потребительского сектора.

IT-компании и ИИ: смещение фокуса от хайпа к реальному развертыванию»

Эйфория сменяется зрелостью, но представители данного сектора остаются для нас предпочитительными. Однако сейчас инвесторы больше не готовы покупать «все подряд», а ищут компании, демонстрирующие реальное внедрение и окупаемость технологий. Иллюзия «аполитичности» сектора тоже развеяна — его успех теперь неразрывно связан с геополитикой и промышленной политикой США.

- Инфраструктура и реальное внедрение. Фокус смещается от производителей чипов, чей рост замедляется (Nvidia), к компаниям, демонстрирующим взрывной рост реального развертывания ИИ-инфраструктуры, таким как Dell.
- Прибыльные программные решения. На фоне растущей избирательности инвесторов преимущество получают компании, которые не только растут, но и показывают четкий путь к прибыльности по GAAP, как Snowflake, в отличие от тех, кто все еще генерирует убытки, как CrowdStrike.

Крупнейшие национальные банки и региональные «игроки»: в фокусе Bull steepening

Bull steepening кривой доходности напрямую увеличивает чистую процентную маржу банков. Крупные банки (JPMorgan, Bank of America) и региональные игроки выигрывают от снижения стоимости фондирования. Данный процесс напрямую ведет к расширению чистой процентной маржи, что продолжает делать для нас финансовый сектор приоритетным направлением.

Коммунальные службы и компании повседневного спроса: фундамент стабильности

В условиях беспрецедентной политической и макроэкономической неопределенности роль данного сектора как защитного столпа портфеля не только сохраняется, но и усиливается. Крупнейшие игроки коммунального сектора (NextEra Energy, Duke Energy) сохраняют стабильный денежный поток благодаря неэластичному, предсказуемому спросу на их продукцию, а также все еще сохраняющего актуальность тренда на ИИ.

Потребительский сектор: ставка на ценность и устойчивость к тарифам

Потребитель не сломлен, но крайне избирателен и чувствителен к ценам. Давление тарифов становится ключевым фактором, разделяющим победителей и проигравших. Компании данного сектора мы добавляем в список выгодоприобретателей от текущей конъюнктуры.

- Дискаунтеры. Компании, предлагающие ценностное предложение, такие как TJX и Ross Stores, продолжают демонстрировать сильные результаты, привлекая покупателей, стремящихся к экономии.
- Компании с ценовой властью. В сегменте товаров не первой необходимости выигрывают компании с сильными брендами, способные перекладывать издержки на потребителей (например, Ulta Beauty в косметике), в то время как компании без четкой стратегии смягчения тарифных последствий (например, Gap) страдают от снижения маржинальности.

Золото и международная диверсификация: страховка от системного риска

В очередной раз мы подчеркиваем, что изменившийся контекст инвестирования делает критически важным расширение портфелей за пределы акций и американского рынка. Золото выступает в качестве классического актива-убежища для защиты капитала от системной политической нестабильности, риска обесценивания валюты и потери доверия к центральным банкам. Одновременно диверсификация в пользу международных акций (ex-US) становится критически важным шагом для снижения концентрации на американском рынке.

4 Bull steepening (бычье утолщение кривой доходности) — это ситуация на рынке облигаций, когда доходность краткосрочных облигаций снижается быстрее, чем доходность долгосрочных, делая разрыв (спрэд) между ними более значительным и «крутым».

Наш взгляд на облигации[5]

«Короткие бумаги выглядят заманчиво, но это ловушка с риском реинвестирования – настоящий баланс сил сегодня в середине кривой»

Данил Бондарец
Старший Аналитик Департамента Торговых Идей

Наше мнение

Наш взгляд на казначейские облигации США. В июльской «Стратегии Инвестирования 2.0» мы указывали на снижение доходностей по кривой на фоне замедления экономики и перспективы более «мягкой» политики ФРС в 2026 году, но при этом отмечали долгосрочные риски для независимости центробанка и фискальной устойчивости США, что формирует негативный взгляд на дальний сегмент. В августе эти тезисы подтвердились: слабые данные по рынку труда и риторика Пауэлла в Джексон-Хоуле вызвали ралли на ближнем и среднем сегментах, доходности которых уже достигли наших целевых уровней на конец года. Однако мы видим риски их коррекции при ускорении инфляции или стабилизации рынка труда, что делает ближний сегмент менее привлекательным и усиливает наш фокус на среднем. Дополнительным фактором давления остаются политические инициативы Дональда Трампа, напрямую угрожающие независимости ФРС и усиливающие негативный взгляд на дальний сегмент, где рост доходностей может быть поддержан и инфляционными ожиданиями, и риском разворота от текущих уровней, вблизи внутригодовых минимумов (за исключением эпизода с резким снижением доходностей в начале апреля).

Наш взгляд на кредитный риск. Мы сохраняем предпочтение к USD IG, где устойчивые прибыли и стабильные метрики снижают вероятность расширения спредов, а бумаги служат защитой от внешних шоков. В HY мы видим риски обратного расширения спредов на 50–60 бп: текущие котировки уже отражают оптимистичный сценарий мягкой политики ФРС без рецессии, тогда как введённые торговые пошлины могут оказать значительное негативное влияние на финансовые результаты эмитентов. EM остаются лидерами с начала года благодаря слабому доллару и диверсификации со стороны инвесторов в иностранные активы, но их чувствительность к «медвежьим» настроениям и близость к историческим минимумам ограничивают апсайд, поэтому наш взгляд здесь нейтральный, с фокусом на нециклические отрасли.

Казначейские облигации

В последний раз мы представляли наш взгляд на рынок облигаций в «Стратегии Инвестирования 2.0» в конце июля. В той публикации мы писали, что мы ожидали снижения доходностей по всей кривой на фоне перспектив замедления экономики и ввода «зеркальных» тарифных пошлин во второй половине года (что оказало бы влияние на дальний сегмент кривой доходности) и ожидания затяжного цикла снижения ставок в 2026 году на фоне перспективы назначения председателя ФРС с более «мягкой» позицией (что выступило бы катализатором для ралли на ближнем и среднем сегментах кривой). Однако, в более долгосрочной перспективе мы отмечали риски для независимости ФРС от правительственной администрации США, что, вкупе опасениями об устойчивости фискальной политики США на фоне принятия «Одного Большого Красивого Акта» (One Big Beautiful Bill Act), могло бы привести к росту премии за срок в 2026 году. На фоне этого мы придерживались негативного взгляда на дальний сегмент кривой на инвестиционном горизонте, превышающем 6 месяцев.

В августе наши тезисы получили подтверждение. Месяц начался с публикации данных по рынку труда, которые подтвердили опасения инвесторов о замедлении экономики, указав на значительное замедление темпов роста занятости в несельскохозяйственном секторе, вкупе с масштабными пересмотрами цифр за предыдущие 2 месяца. Это привело к резкому снижению доходностей на 10+ пунктов по всей кривой, относительно уровней на

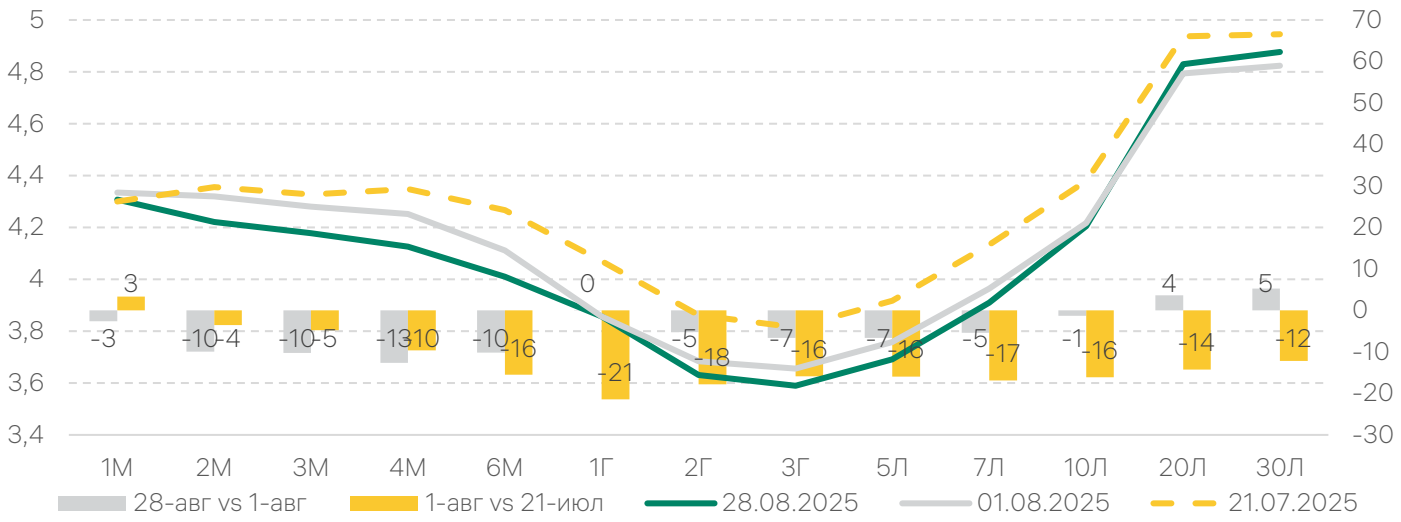
[5] Указанные в данном отчете ценные бумаги приведены исключительно в информационных целях и не являются инвестиционной рекомендацией, предложением или побуждением к совершению каких-либо сделок с ними.

момент нашей предыдущей публикации. Причём в лидерах оказался ближний сегмент, где доходности снизились сразу на 18-21 бп, так как участники рынка были убеждены, что такое неожиданное замедление рынка труда вынудит ФРС начать агрессивный цикл снижения ставки уже в сентябре (в моменте вероятность снижения ставки, закладываемая фьючерсами, на предстоящем заседании составляла 100%). Эти ожидания были предварительно оправданы во время выступления Джерома Пауэлла на ежегодном симпозиуме центрального банка в Джексон-Хоуле, где он отметил, что в настоящий момент риски для рынка труда перевешивают риски для инфляции, что «может оправдать корректировку нашей [монетарной} политики». Такой неожиданный разворот риторики председателя ФРС ещё сильнее поддержал ралли на ближнем и среднем сегментах кривой и в настоящий момент доходности по ним ещё на 5-7 бп ниже, чем в начале августа.

Текущий уровень доходностей на ближнем и среднем сегментах соответствует нашим целевым диапазонам на конец года, что указывает на то, что участники рынка, также как и мы, ожидают снижения ставки ФРС до диапазона в 3.00%-3.25% во второй половине 2026 года. Мы отмечаем, что доходности достигли этих диапазонов несколько раньше, чем мы предполагали, а оставшаяся часть года может преподнести «сюрпризы» в виде неожиданного ускорения инфляции на фоне тарифов (на что, например, указали данные по PPI августе, зафиксировавшие рост цен сразу на 0.9% м/м) или стабилизации рынка труда в течение осени, как это произошло годом ранее. Реализация таких сценариев может привести к обратному росту доходностей. В обратном случае, если мы действительно увидим начало затяжного цикла снижения ставки, то инвесторы на ближнем сегменте могут столкнуться с реинвестированием средств по более низким ставкам. На этом фоне, мы отрицательно смотрим на ближний сегмент кривой, отдавая предпочтение среднему сегменту, хотя мы и предпочли бы подождать августовских данных по рынку труда перед открытием новых позиций, на случай роста доходностей в случае реализации нашего риск-сценария.

В то же время, в течение августа Дональд Трамп продолжил давление на центральный банк, активно призывая Пауэлла и его коллег снизить ставку. На руку президенту сыграл досрочный уход по собственному желанию члена совета управляющих ФРС Адрианы Куглер 8 августа. Это позволило Трампу выдвинуть на её место кандидатуру Стивена Мирана, известного критикой независимости ФРС и поддержкой тарифной политики Трампа. Но главной новостью на данном фронте стали обвинения в ипотечном мошенничестве члена совета управляющих ФРС Лизы Кук, получившей данную должность во время администрации Джо Байдена и выступавшей в поддержку сохранения ставок на текущем уровне. На этом фоне Трамп объявил о том, что он освобождает Кук от её полномочий на фоне данных обвинений (хотя мы и отмечаем, что в настоящий момент факт мошенничества не был доказан), однако вопрос легальности данного действия остаётся открытым. Кук заявила, что президент не обладает полномочиями на её увольнение и подала в суд на Трампа, совет управляющих ФРС и Джерома Пауэлла. Если же инициатива Трампа по смещению Кук окажется удачной, то он получит возможность выдвинуть кандидатуру ещё одного голосующего члена FOMC, имеющего схожие с ним взгляды по монетарной политике. Переход правительственной администрации от призывов к снижению ставки к активным действиям по изменению состава членов FOMC не может не вызывать опасений по поводу дальнейшей независимости ФРС, в связи с чем мы сохраняем наш негативный взгляд перспективы дальнего сегмента кривой в 2026 году. Более того, рост доходностей на данном сегменте может быть поддержан ростом инфляционных ожиданий на фоне более мягкой монетарной политики в среднесрочной перспективе. Наконец, мы отмечаем, что доходности по 10-летним нотам в настоящий момент торгуются вблизи своей нижней границы в 2025 году (если исключить эпизод со снижением до 3.9% в начале апреля), что создаёт дополнительный риск их роста от текущих уровней в 2025 году. В связи с этим, наш взгляд на дальний сегмент – негативный.

Рис. 9. Кривая доходности US Treasuries, % (л.ш.) и изменение в доходностях, бп (п.ш.)



Источник: Bloomberg

Наш взгляд на дюрацию

Таб. 1. Взгляд на дюрацию

Дюрация	Уменьшение экспозиции	Нейтральный взгляд	Увеличение экспозиции	Комментарий
Длинные (8 лет и больше)	● [6]			Доходности по 10-летним нотам уже торгуются внутри нашего целевого диапазона на 2025 год (4.05%-4.25%) и мы считаем, что баланс рисков смещён в сторону их роста как в оставшейся части года (на фоне риска выхода более сильных данных по рынку труда/инфляции), так и в 2026 году (перспективы увеличения бюджетного дефицита, рост инфляционных ожиданий, подрыв доверия к независимости ФРС. В связи с этим, наш взгляд на данный сегмент негативный. Мы вновь рассмотрим возможность тактического увеличения дюрации если доходности по 10-летним нотам превысят 4.40%, а по 30-летним облигациям – 5.00%. Единственным фактором, который сделает дальний конец в более долгосрочной перспективе станет резкий рост вероятности рецессии, что не является нашим базовым сценарием.
Средние (от 3-х до 7 лет)			●	Мы продолжаем выделять средний сегмент как наиболее привлекательный с точки зрения баланса риска и доходности, так как, с одной стороны, он менее чувствителен к ожидаемому нами росту премии за срок на дальнем сегменте, а с другой – несёт меньшие риски реинвестирования, чем ближний сегмент. Однако, доходности по нему уже торгуются вблизи наших целевых уровней на 2025 год и уже закладывают довольно агрессивную траекторию снижения ставки ФРС, поэтому в очень краткосрочной перспективе (в течение первой половины сентября) мы предпочитаем воздержаться от открытия новых позиций на случай реализации риск-сценария с сильными данными по рынку труда/инфляции.

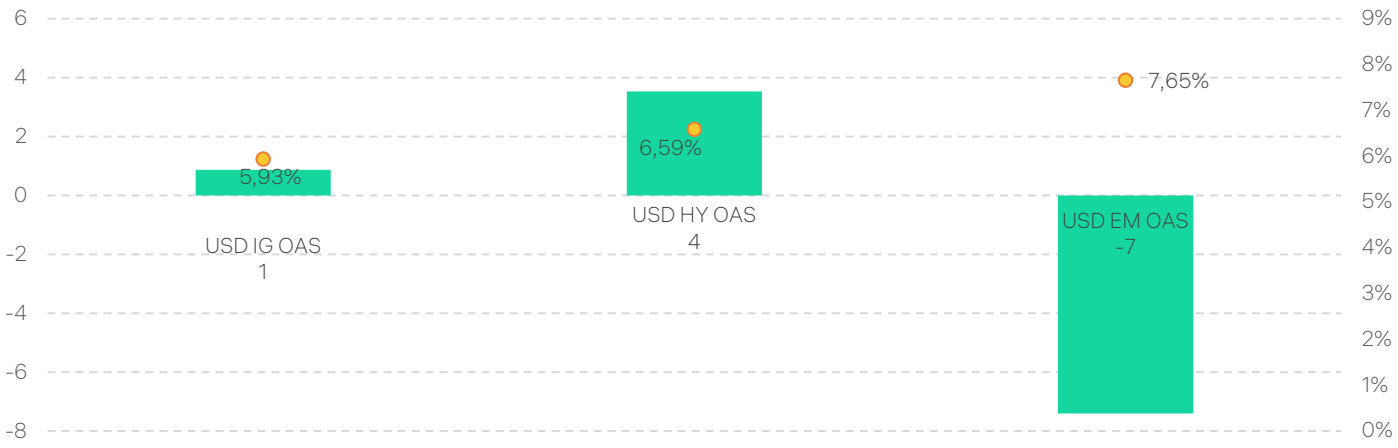
[6] ● – уменьшение экспозиции, ○ – нейтральный взгляд, ● – увеличение экспозиции.

Дюрация	Уменьшение экспозиции	Нейтральный взгляд	Увеличение экспозиции	Комментарий
Короткие (2 года и меньше)	●			Ближний сегмент не выглядит привлекательным ни при продолжительном цикле снижения ставки (на фоне рисков реинвестирования), ни при нашем риск-сценарии (перспектива роста доходностей на 1- и 2-летнем участках в случае пересмотра участниками рынка ожиданий по количеству снижения ставки в меньшую сторону). 2-летние ноты уже торгуются вблизи нашего целевого диапазона (3.4%-3.6%) и потенциал дальнейшего роста крайне ограничен. В связи с этим, наш взгляд на данный сегмент негативный.

USD облигации корпоративных и суверенных эмитентов

По состоянию на конец августа, спреды корпоративного долгового рынка торгуются, преимущественно, вблизи своих значений в начале года. Спреды по облигациям инвестиционного уровня в долларах (USD IG) расширились лишь на 1 бп, по высокодоходным бумагам (USD HY) – на 4 бп. В лидерах оказались облигации корпоративных и суверенных эмитентов из развивающихся стран (USD EM), чьи спреды продемонстрировали положительную динамику, сузившись на 7 бп относительно своих уровней в начале года. Примечательно, что спреды по всем трём категориям остались практически неизменными в течение августа, несмотря на общий оптимизм рынков риск-активов и казначейских облигаций на фоне перспективы возобновления снижения ставки ФРС. Это указывает на то, что рынки корпоративных облигаций более сбалансированно оценивают риски общего замедления экономики и потенциальные выгоды от более низких ставок. В то же время, индексы более рискованных сегментов корпоративного рынка продолжают опережать USD IG бумаги с точки зрения совокупной доходности в течение года, хотя и IG бумаги сократили отставание от HY сегмента с момента публикации нашей стратегии в конце июля, в то время как EM сегмент увеличил свой отрыв. Однако мы продолжаем отмечать, что USD IG бумаги имеют более длинные сроки погашения и, соответственно, более высокую дюрацию, что негативно отражается на совокупной доходности их индексов в условиях более значительного снижения доходностей на ближнем и среднем сегментах кривой доходности. Параллельно, эмитенты с развивающихся рынков продолжают выигрывать от сохраняющейся слабости доллара США относительно своих уровней в начале года.

Рис. 10. Изменения в спредах, бп (л.ш.) и доходностях корпоративных облигаций, % (п.ш.)



Источник: Bloomberg

Наш взгляд на USD IG облигации

Несмотря на слабость в отношении двух других классов кредитного риска во второй половине лета, мы продолжаем отдавать предпочтение облигациям инвестиционного уровня, так как считаем вероятность расширения их спредов от текущих уровней наименее вероятной. Это связано с тем, что корпоративные прибыли продолжают оставаться на высоком уровне, а кредитные метрики являются стабильными. Более того, IG эмитенты являются гораздо более устойчивыми к влиянию введённых торговых пошлин США, в сравнении с компаниями из HY сегмента. Наконец, IG облигации являются привлекательным хеджем от резких «распродаж» риск-активов в случае внешних шоков.

Наш взгляд на USD HY облигации

В случае с HY облигациями, мы отмечаем, отсутствие сужения спредов в августе, несмотря на ожидание снижения ставки ФРС, спровоцировавшее резкий рост котировок риск-активов, в особенности компаний с малой капитализацией, несмотря на то, что обычно смягчение монетарной политики в условиях отсутствия рецессии является положительным фактором для таких компаний (в том числе благодаря более высокой доли займов с плавающими ставками в сравнении с IG сегментом). Мы считаем, что это отражает тот факт, что котировки облигаций данного сегмента уже закладывали наиболее оптимистичный сценарий, предполагающий начало цикла снижения ставки, не сопровождающегося рецессией или резким ростом инфляции. В таких условиях любое отклонение от такого сценария может стать катализатором для обратного расширения спредов. Мы продолжаем считать, что рынок недооценивает риск негативного влияния введённых торговых пошлин (хотя мы и отмечаем, что их легальность остаётся под вопросом после решения Апелляционного суда США, указавшего на отсутствие у Трампа полномочий вводить часть тарифов по IEEPA, но пока тарифы продолжают действовать как минимум до 14 октября) на финансовые результаты эмитентов данного сегмента, в связи с чем мы продолжаем видеть риски расширения спредов от текущих уровней на 50-60 бп.

Наш взгляд на USD EM облигации

Индекс облигаций эмитентов с развивающихся рынков оказался в лидерах с точки зрения совокупной доходности с начала года, а спреды по ним продемонстрировали сужение относительно своих уровней в начале года (-7 бп). Одним из ключевых факторов, выступивших в поддержку такого результата, стало ослабление доллара США в первой половине года, вопреки нашим изначальным ожиданиям его сохранения на высоких уровнях после существенного укрепления на фоне победы Дональда Трампа на выборах в США. Более слабый доллар способствовал улучшению платёжеспособности иностранных эмитентов, в особенности тех, чей основной доход формируется в национальных валютах. Дополнительным фактором, выступившим в поддержку иностранных эмитентов, стал общий тренд на диверсификацию из США во втором квартале.

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

Наш взгляд на кредитный риск

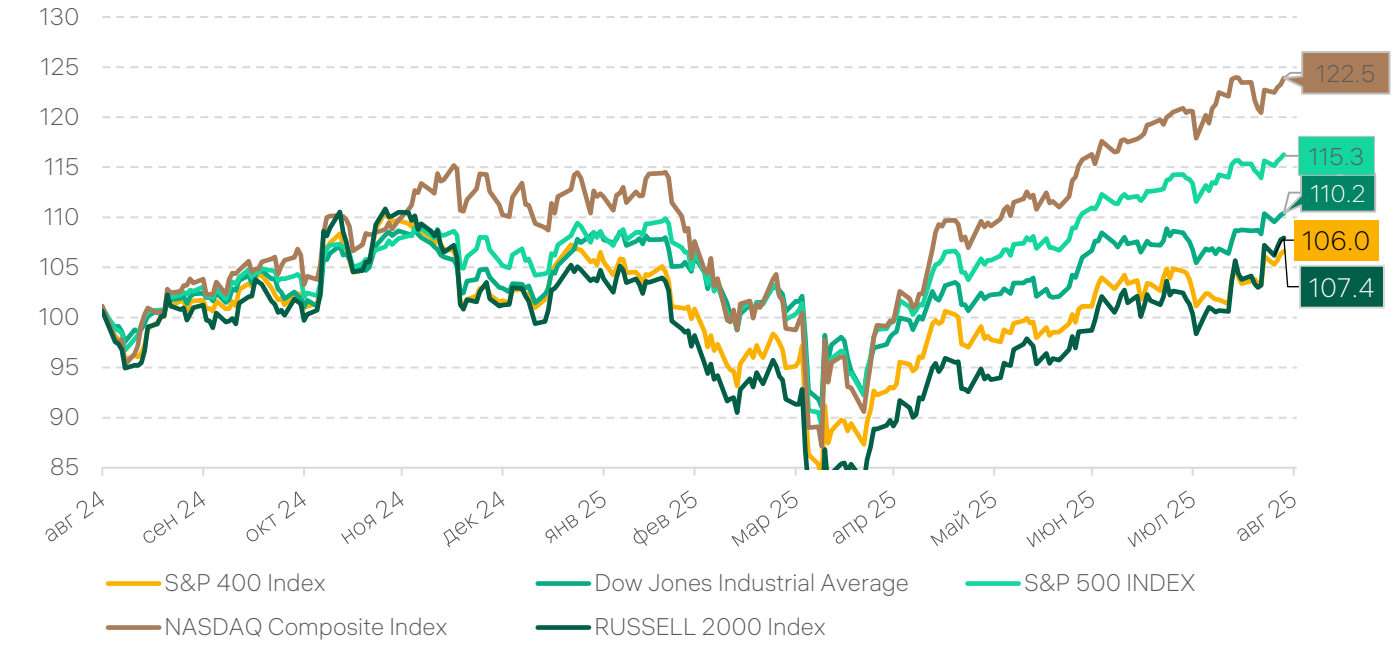
Таб. 2. Взгляд на корпоративные облигации

Класс	Уменьшение экспозиции	Нейтральный взгляд	Увеличение экспозиции	Комментарий
USD IG			●	Несмотря на узкие спреды, мы сохраняем позитивный взгляд на данный класс активов по нескольким причинам. Во-первых, фундаментальные показатели эмитентов остаются на комфортных уровнях, и мы не ожидаем их существенного ухудшения в ближайшие месяцы, даже с учётом прогнозируемого умеренного замедления экономики во второй половине года. Во-вторых, инвестиционные облигации исторически демонстрируют меньшую волатильность в периоды рыночных распродаж по сравнению с другими классами кредитного риска. В-третьих, эмитенты данного сегмента более устойчивы к негативному влиянию введённых торговых пошлин в США.

Класс	Уменьшение экспозиции	Нейтральный взгляд	Увеличение экспозиции	Комментарий
USD HY	●			Отставание динамики HY облигаций от других риск-активов на фоне общего оптимизма рынка в августе указывает на то, что пространства для дальнейшего сужения спредов уже нет. С другой стороны, замедление темпов роста экономики во второй половине года и давление на финансовые метрики эмитентов со стороны введённых торговых пошлин США могут стать катализатором к их расширению на 50-60 бп от текущих, исторически узких, уровней. В связи с этим, мы склоняемся к уменьшению экспозиции на данный класс бумаг. Риском для нашего прогноза является вероятность отмены большей части введённых тарифов на фоне недавнего решения Апелляционного суда США, что может, наоборот, вызвать дальнейшее сужение спредов, если текущая правительственная администрация не введёт пошлины через альтернативные механизмы.
USD EM		○		Спреды по бумагам данных эмитентов находятся довольно близко к своим историческим минимумам, и мы считаем, что, в случае ухудшения глобальных условий (например, резкого укрепления доллара или геополитической напряженности), они могут расшириться на 15-25 бп относительно значений в начале года. В базовом сценарии мы рассчитываем на умеренную положительную доходность по EM облигациям во втором полугодии 2025 г. (порядка 5-6% годовых в USD), что сопоставимо с USD HY и существенно ниже, чем USD IG, при более высоких рисках.

Приложение к отчету

Приложение 1. Нормализованная динамика фондовых индексов США за последний год



Источник: Bloomberg

Приложение 2. 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	111.39	5.0%	9.3%	27.6%	15.1%	112.22	82.65
Consumer Discretionary Select Sector SPDR Fund	231.74	7.2%	8.1%	23.8%	3.3%	240.28	173.10
Consumer Staples Select Sector SPDR Fund	80.78	0.8%	-2.5%	-2.1%	2.8%	84.53	75.61
Energy Select Sector SPDR Fund	90.39	5.6%	9.4%	-1.0%	5.5%	97.92	74.49
Financial Select Sector SPDR Fund	53.99	5.0%	5.9%	18.0%	11.7%	54.14	42.21
Health Care Select Sector SPDR Fund	137.43	4.8%	3.5%	-12.6%	-0.1%	159.64	127.35
Industrial Select Sector SPDR Fund	152.01	1.5%	6.6%	15.6%	15.4%	155.15	112.75
Materials Select Sector SPDR Fund	92.28	6.4%	6.3%	-2.1%	9.7%	97.87	73.12
Real Estate Select Sector SPDR Fund	42.31	2.5%	1.2%	-2.8%	4.0%	45.58	35.76
Technology Select Sector SPDR Fund	262.45	2.1%	12.7%	19.1%	12.9%	270.05	172.45
Utilities Select Sector SPDR Fund	84.32	-1.7%	2.6%	10.5%	11.4%	87.67	71.02

Источник: Bloomberg

Приложение 3. Рыночные данные, облигации

Индексы облигаций	Цена закрытия	1М Δ	3М Δ	1Г Δ	YTD Δ	52Н Макс	52Н Мин
USD IG All Sectors OAS	122.36	1.0%	-9.3%	-8.5%	2.1%	184.17	109.71
iBoxx USD Liquid Investment Grade Index TR	335.52	0.2%	3.5%	3.4%	5.5%	336.76	312.76
USD HY All Sectors OAS	338.46	1.6%	-7.9%	-7.3%	3.1%	529.74	292.23
iBoxx USD Liquid High Yield Index TR	385.33	1.4%	3.5%	8.5%	6.6%	385.38	354.42

Источник: Bloomberg

Приложение 4. 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)	97.85	-1.3%	-0.9%	-3.8%	-9.8%	110.18	96.38
EURUSD Spot Exchange Rate - Price of 1 EUR in USD	1.17	1.1%	2.3%	5.7%	13.0%	1.18	1.01
GBPUSD Spot Exchange Rate - Price of 1 GBP in USD	1.35	1.8%	-0.2%	2.9%	8.0%	1.38	1.21
USDCHF Spot Exchange Rate - Price of 1 USD in CHF	0.80	0.8%	2.0%	6.2%	13.2%	0.92	0.79

Источник: Bloomberg

Приложение 5. Рыночные данные, доходности облигаций

Доходности облигаций	Цена закрытия	1М Δ	3М Δ	1Г Δ	YTD Δ	52Н Макс	52Н Мин
US Breakeven 5 Year	2.52	4.4%	5.4%	24.0%	5.4%	2.74	1.87
US Breakeven 10 Year	2.41	3.5%	3.6%	12.1%	3.2%	2.52	2.02
US Generic Govt 5 Yr	3.72	-0.9%	-7.0%	0.6%	-15.0%	4.62	3.38
US Generic Govt 10 Yr	4.26	1.1%	-4.0%	9.2%	-6.7%	4.81	3.60
US Generic Govt 30 Yr	4.96	2.8%	-0.2%	18.1%	3.7%	5.15	3.89

Источник: Bloomberg

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

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

© 2025, все права защищены.

Департамент торговых идей

E-mail
dti@halykfinance.kz

Департамент продаж

E-mail
sales@halykfinance.kz

Адрес:
Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
A05A1B4, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 339 43 77
www.halykfinance.kz

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