



Сентябрь 2026

ЕЖЕМЕСЯЧНЫЙ ОБЗОР ЗАРУБЕЖНЫХ РЫНКОВ

# Деньги и нефть дорожают, рынок держится на лидерах

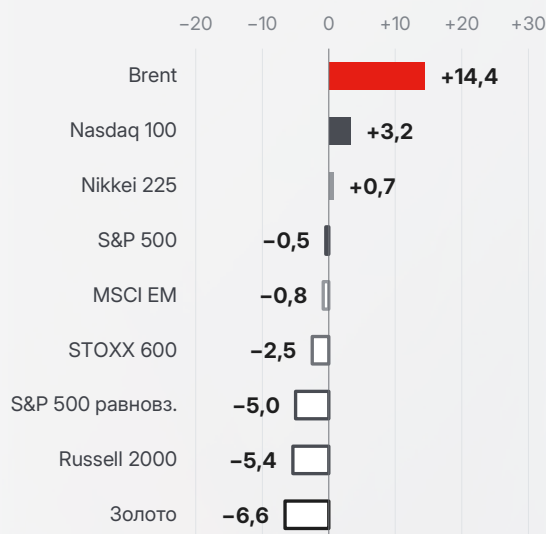
## Главное за месяц

**Сентябрь укрепил режим дорогих денег.** ФРС 16 сентября повысила ставку на 0,25 п.п., до 3,75–4,00%, и подняла медианный прогноз ставки на конец 2027 года с 3,6% до 4,1%. ЕЦБ и Банк Японии тоже повысили ставки. Доходность десятилетних облигаций США за месяц выросла на 0,54 п.п., до 5,29%.

**Нефть дорожает из-за риска перебоев, а не из-за спроса.** Риски перебоев вокруг Ормузского пролива, а затем остановка саудовского нефтепровода East–West подняли Brent на 14% за месяц, выше 100 долларов за баррель. Для Европы это одновременно расходы компаний и меньший бюджет семей.

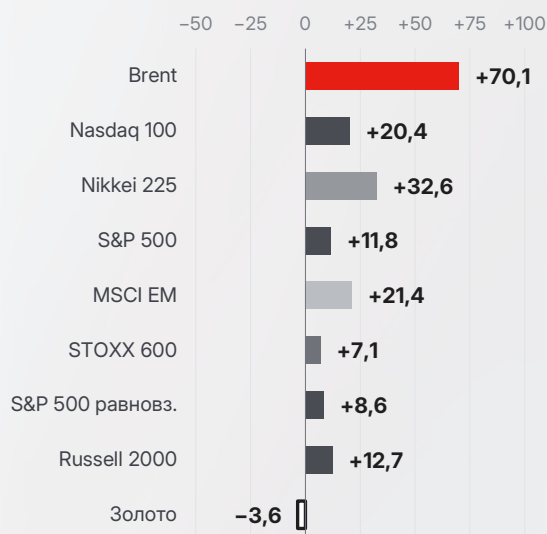
### Изменение за сентябрь, %

31 августа — 30 сентября 2026



### С начала года, %

31 декабря 2025 — 30 сентября 2026



Индексы — в местной валюте, без дивидендов; Brent и золото — ближайшие фьючерсы. Полный столбец — снижение. Источники: MSCI, Yahoo Finance.

**Рост акций достался немногим.** Nasdaq 100 прибавил 3,2%, тогда как равновзвешенный S&P 500, где у всех компаний одинаковый вес, потерял 5,0%, а малые компании — 5,4%. Прибыль поставщиков для ИИ поддерживает

лидеров, но не распространяется на среднюю компанию.

**Облигации и золото подешевели вместе.** Высокая реальная доходность США делает процентные активы конкурентом и для акций, и для золота: золото потеряло 6,6% за месяц.

1

#### Длинный долг остаётся рискованным

Пока инфляция не замедляется устойчиво, рост доходностей бьёт по цене длинных облигаций. Срок 1–3 года даёт высокий доход при умеренных колебаниях цены.

2

#### Нефть сохраняет премию за перебой

Резервы G7 помогают пережить отдельные сбои, но маршруты поставок остаются уязвимыми. Сохраняем умеренно позитивный взгляд на Brent.

3

#### Отбор важнее ставки на индекс

Широкие рынки акций оцениваем нейтрально. Интересны компании, у которых заказы уже превращаются в денежный поток.

# Тактический взгляд на 6–12 месяцев

**За месяц изменили две оценки.** Акции Европы снизили до нейтральной: повышение ставки ЕЦБ и дорогая энергия увеличивают расходы компаний, а регулярные заказы немецкой промышленности сокращаются. Короткие казначейские облигации США повысили до нейтральной: после роста доходностей срок 1–3 года даёт заметный доход при умеренных колебаниях цены.

■ Негативно

■ Нейтрально

■ Позитивно

□ Прошлый взгляд

## АКЦИИ

### РАЗВИТЫЕ РЫНКИ

Акции США



Прибыль поставщиков ИИ поддерживает лидеров; узкий рост и дорогой кредит ограничивают рынок в целом.

Акции Европы



Снизил: повышение ставки ЕЦБ и дорогая энергия увеличивают расходы компаний, заказы промышленности слабеют.

Акции Японии



Технологические заказы помогают экспортёрам; повышение ставки и импортное топливо давят на остальных.

### РАЗВИВАЮЩИЕСЯ РЫНКИ

Акции развивающихся рынков



Экспорт чипов Кореи и Тайваня силён, но рост сосредоточен в технологиях; сильный доллар мешает.

Акции Китая



Ипотечная помощь конкретна, но восстановление спроса семей и недвижимости ещё не видно.

## ОБЛИГАЦИИ

### ГОСУДАРСТВЕННЫЕ (ПО РЕГИОНАМ)

Короткие казначейские облигации США



Повысили: после роста доходностей срок 1–3 года даёт высокий доход при умеренных колебаниях цены.

Длинные казначейские облигации США



Инфляция, бюджетный дефицит и ФРС, готовая повышать ставку, сохраняют риск длинного срока.

Гособлигации Европы



Энергия ускоряет инфляцию, ЕЦБ повышает ставку, бюджетный риск Франции растёт.

Гособлигации Японии



Банк Японии продолжает повышать ставку; давление на доходности длинных выпусков сохраняется.

Облигации развивающихся рынков



Сильный доллар и дорогие деньги требуют выбора страны и валюты заёмщика.

### КОРПОРАТИВНЫЕ (ПО КАЧЕСТВУ)

Корпоративные облигации инвестиционного рейтинга



Качество эмитентов поддерживает выплаты; рост базовых ставок удорожает новый долг.

Высокодоходные облигации



Премия за риск выросла, но далека от кризисных уровней; нужен строгий отбор заёмщиков.

## СЫРЬЁ И ВАЛЮТЫ

### СЫРЬЁ

Золото



Высокая реальная доходность США и сильный доллар ограничивают потенциал золота.

Нефть Brent



Уязвимые маршруты поставок сохраняют премию за риск перебоев; резервы G7 помогают временно.

### ВАЛЮТА

Доллар США



Разница ставок поддерживает доллар; для позитивной оценки нужны более устойчивые подтверждения.

Оценки относятся к классу активов в целом на горизонте 6–12 месяцев. Шкала: –2 — выраженно негативный взгляд; –1 — умеренно негативный; 0 — нейтральный; +1 — умеренно позитивный; +2 — выраженно позитивный. ▲▼ — изменение оценки за месяц.

# Сценарии на 6–12 месяцев

**Базовый сценарий — высокие ставки без рецессии.** Для каждого сценария показано, что он означает для активов, а для каждого риска — признак, по которому мы поймём, что пора пересмотреть взгляд.

1

**Базовый: высокие ставки без рецессии**

Потребление и занятость в США замедляются постепенно, ФРС делает паузу и держит ставку высокой. Прибыль растёт прежде всего у технологических лидеров, нефть сохраняет премию за риск.

2

**Позитивный: инфляция отступает**

Поставки нефти нормализуются, энергия дешевеет, инфляция в США и Европе замедляется. ФРС начинает готовить снижение ставки, рост прибыли выходит за пределы технологического сектора.

3

**Негативный: дорогой кредит ломает спрос**

Высокие ставки и нефть дороже 120 долларов совпадают с ростом увольнений. Кредитные премии резко расширяются, прибыль за пределами ИИ компаний снижается.

## Что сценарии означают для активов

| КЛАСС АКТИВОВ            | БАЗОВЫЙ                      | ПОЗИТИВНЫЙ             | НЕГАТИВНЫЙ                             |
|--------------------------|------------------------------|------------------------|----------------------------------------|
| Акции США                | ▲ Рост за счёт лидеров       | ▲ Рост шире технологий | ▼ Снижение, сильнее у малых компаний   |
| Длинные гособлигации     | ▼ Под давлением ставок       | ▲ Рост цен             | — Колебания, защита от инфляции слабая |
| Короткие облигации США   | ▲ Высокий текущий доход      | ▲ Доход и рост цены    | ▲ Защита капитала                      |
| Высокодоходные облигации | — Доход при строгом отборе   | ▲ Сужение премии       | ▼ Расширение премии                    |
| Нефть Brent              | ▲ Премия за риск сохраняется | ▼ Снижение цены        | ▲ Скачки цены при перебоях             |
| Доллар США               | — Устойчив                   | ▼ Ослабление           | ▲ Укрепление как защиты                |

▲ — сценарий поддерживает актив, ▼ — давит на него, — — влияние нейтральное.

## Ключевые риски и признаки пересмотра

| РИСК                               | ЧТО ЗАМЕТИМ                                           | КАК ИЗМЕНИМ ВЗГЛЯД                       |
|------------------------------------|-------------------------------------------------------|------------------------------------------|
| Новый перебой поставок через Ормуз | Brent держится выше 120 долларов дольше месяца        | Снизим оценку акций Европы и Японии      |
| Кредитный стресс                   | Премия высокодоходных облигаций США выше 4%           | Высокодоходные облигации: 0 → -1         |
| Ухудшение рынка труда США          | Безработица выше 4,5% и рост заявок на пособие        | Длинные облигации США: -1 → 0            |
| Разочарование в ИИ                 | Крупнейшие заказчики сокращают вложения в дата-центры | Акции США и развивающихся рынков: 0 → -1 |

# Три центробанка повысили ставки, длинный долг дорожает

**ФРС повысила ставку и дала понять, что высокой она останется дольше.** 16 сентября регулятор единогласно поднял целевой диапазон на 0,25 п.п., до 3,75–4,00%. Медианный прогноз ставки на конец 2027 года вырос с 3,6% до 4,1%. Поводом стала инфляция: в августе потребительские цены выросли на 0,4% за месяц после 0,1% в июле, базовый индекс — на 0,3%.

**Остальные центробанки ответили на инфляцию по-разному.** ЕЦБ повысил депозитную ставку до 2,50%, несмотря на

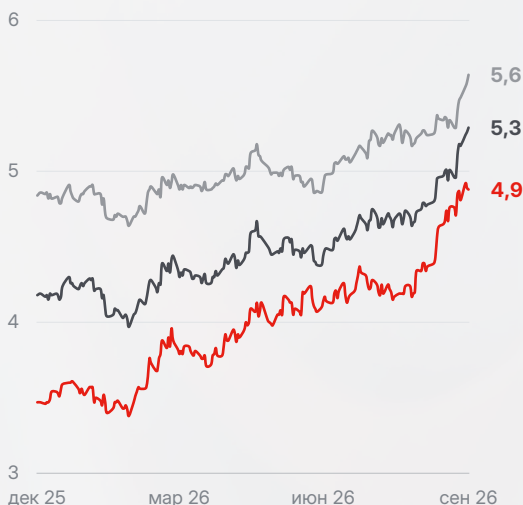
слабые заказы промышленности: энергия в еврозоне подорожала за год на 14,3%. Банк Японии поднял ставку до 1,25%, Банк Англии сохранил 3,75% при инфляции 3,1%.

**Экономика США пока выдерживает дорогие деньги.** Розничные продажи в августе выросли на 1,2% за месяц, первичные заявки на пособие в середине сентября снизились до 196 тыс. Слабеют отрасли, зависящие от кредита: начатое строительство жилья сократилось на 2,6%, обрабатывающая промышленность — на 0,3%.

## Доходность гособлигаций США, %

31 декабря 2025 — 30 сентября 2026

— 2 года — 10 лет — 30 лет



## Реальная доходность, 10 лет, %

31 декабря 2025 — 30 сентября 2026



Сроки 2, 10 и 30 лет. Реальная доходность — по облигациям США с защитой от инфляции. Источник: U.S. Treasury.

**Доходности выросли по всей кривой.** Двухлетняя и десятилетняя за месяц прибавили по 0,54 п.п., до 4,88% и 5,29%: рынок отодвигает ожидания первого снижения ставки. Тридцатилетняя поднялась до 5,64%.

**Реальная доходность приблизилась к 3%.** Это доход сверх инфляции по облигациям, выплаты по которым индексируются вместе с ценами. На таком уровне облигации США становятся серьезным конкурентом и для

акций, и для золота: облигации платят проценты, золото — нет.

**Для владельца облигации рост доходностей означает снижение цены.** Уже выпущенная бумага с фиксированным купоном дешевеет, чтобы конкурировать с новыми условиями, и чем длиннее срок, тем сильнее реакция. Желание надолго закрепить доход около 5% приходится сопоставлять с готовностью пережить промежуточную просадку.

# Дорогой кредит требует строже выбирать заёмщиков

**Рост базовых ставок совпал с расширением кредитных премий.** Премия высокодоходных облигаций США за сентябрь выросла почти на 0,5 п.п., до 3,12%, а у бумаг инвестиционного рейтинга почти не изменилась. Рынок начал различать заёмщиков.

| ЦЕНТРОБАНК  | РЕШЕНИЕ В СЕНТЯБРЕ     | СТАВКА             | СЛЕДУЮЩЕЕ ЗАСЕДАНИЕ |
|-------------|------------------------|--------------------|---------------------|
| ФРС         | Повышение на 0,25 п.п. | 3,75–4,00%         | 28 октября          |
| ЕЦБ         | Повышение на 0,25 п.п. | 2,50% (депозитная) | 29 октября          |
| Банк Японии | Повышение на 0,25 п.п. | 1,25%              | 30 октября          |
| Банк Англии | Без изменений          | 3,75%              | 5 ноября            |

## Кредитные премии США, %

Сентябрь 2025 — сентябрь 2026



## Ожидаемые колебания облигаций, MOVE

Сентябрь 2025 — сентябрь 2026



Премия корпоративных облигаций к казначейским, ICE BofA. MOVE — индекс ожидаемой изменчивости доходностей гособлигаций США по опционам. Источники: FRED (ICE BofA), TradingView.

**Нервозность заметнее в облигациях, чем в акциях.** Индекс MOVE, отражающий ожидаемые колебания доходностей, за месяц вырос почти в полтора раза, до 110 пунктов, тогда как VIX для акций прибавил лишь 1,4 пункта. Для компании стоимость нового долга складывается из доходности государственных

облигаций и премии за собственный риск — сейчас растут обе части.

**Кризиса пока нет.** Уровень премии далёк от прежних пиков, увольнений мало, потребитель продолжает тратить. Но компаниям с высокой долговой нагрузкой рефинансирование обходится всё дороже, и отбор эмитентов становится важнее общей ставки на кредит.



Предпочитаем умеренную дюрацию: облигации со сроком 1–3 года дают высокий текущий доход при меньших колебаниях цены. **Длинные государственные облигации США, Европы и Японии оцениваем умеренно негативно, корпоративные — нейтрально, со строгим отбором эмитентов.** Пересмотрим взгляд на длинный долг при устойчивом замедлении базовой инфляции; премия высокодоходных облигаций выше 4% — повод снизить их оценку.

# Нефть закладывает премию за уязвимые маршруты

**11 сентября после атаки остановился саудовский нефтепровод East-West.** По нему нефть шла к порту Янбу на Красном море в обход Ормузского пролива — до остановки около 4 млн баррелей в сутки. Возможность отгрузки из Янбу стала зависеть от запасов в порту и хода ремонта; саудовские власти сроков восстановления не подтверждали.

**Запас прочности рынка сократился.** По оценке МЭА, мировые запасы нефти в августе сократились на 95 млн баррелей, а с февраля — на 507 млн. Резервы G7 смягчат новый сбой лишь частично: 100 млн баррелей за четыре месяца — около 0,8 млн в сутки, тогда как через East-West шло около 4 млн.

## Нефть и газ, 100 = год назад

Сентябрь 2025 — сентябрь 2026

— Brent — Газ TTF



## Brent, USD за баррель

Июль — сентябрь 2026



Ближайшие фьючерсы на нефть Brent и газ TTF. Источник: Yahoo Finance.

**–507 млн барт.**

Сокращение мировых запасов нефти с февраля, по оценке МЭА

**≈4 млн барт./сут.**

Шло через East-West в обход Ормуза до остановки

**100 млн барт.**

Резервы, которые G7 выпустит в течение четырёх месяцев

**Цена отступила от пика, но премия за риск осталась.** К середине сентября ноябрьский Brent доходил до 108,75 доллара за баррель; сообщения о частичном ремонте насосных станций и дипломатических усилиях сбили цену. Месяц нефть всё равно закончила на 14% дороже, у отметки 103,5 доллара.

**Дорогое топливо уже сдерживает потребление.** МЭА ожидает, что в 2026 году мировой спрос на нефть сократится на 2,5 млн

баррелей в сутки, предложение — на 5,7 млн. Слабеющий спрос ограничивает рост цены, но не устраняет риск скачков при новых перебоих.

**Покупателям уже приходится искать замену.** По данным Bloomberg, которые привёл Reuters 18 сентября, Aramco уведомила как минимум двух европейских нефтепереработчиков об отсутствии октябрьских поставок по контрактам.

# Дорогая энергия бьёт по европейской прибыли

## Условия устойчивых поставок

Договорённость → Страхование → Судходство → Регулярные поставки

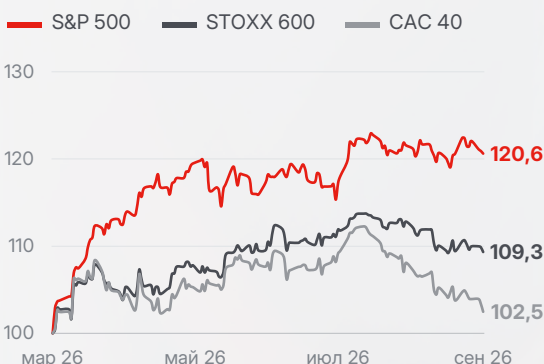
Цена может отреагировать на ожидания раньше, чем восстановятся поставки.

Страны G7 2 октября договорились выпустить 100 млн баррелей из резервов в течение четырёх месяцев и не ограничивать экспорт топлива внутри группы. Это поможет пережить временные сбои, но новых маршрутов и мощностей решение не создаёт.

Для Европы энергия — прямой расход. Ryanair снизил прогноз перевозок на следующий финансовый год с 216 до 214 млн пассажиров, чтобы ограничить затраты на топливо. Регулярные заказы немецкой промышленности за май–июль сократились на 2,2% к предыдущим трём месяцам.

## Акции, 100 = полгода назад

Март — сентябрь 2026



## Финансирование Франции, млрд евро

План на 2027 год против оценки 2026



Индексы в местной валюте, без дивидендов. Источники: Yahoo Finance, Agence France Trésor.

Энергия ускоряет инфляцию, бюджеты становятся дороже. Инфляция еврозоны в августе поднялась до 3,2%, поэтому ЕЦБ повышает ставку при слабой промышленности. Франции в 2027 году придётся занимать больше и тратить больше на обслуживание долга. За сентябрь DAX потерял 4,0%, CAC 40 — 4,4%.

Удар распределяется неравномерно. Компании с ценовой властью перекладывают рост затрат на покупателя, а перевозчики, химия и потребительский сектор принимают его на маржу. В Великобритании тот же разрыв: Wetherspoon увеличила выручку, но её прибыль и маржа снизились из-за расходов.



Сохраняем умеренно позитивный взгляд на Brent: перебои способны периодически возвращать премию за риск. **Европейские акции оцениваем нейтрально; внутри рынка предпочитаем компании, способные переложить рост затрат на покупателя.** Регулярные отгрузки через Ормуз и восстановление East–West станут поводом понизить оценку нефти до нейтральной.

# Рост акций держится на узкой группе лидеров

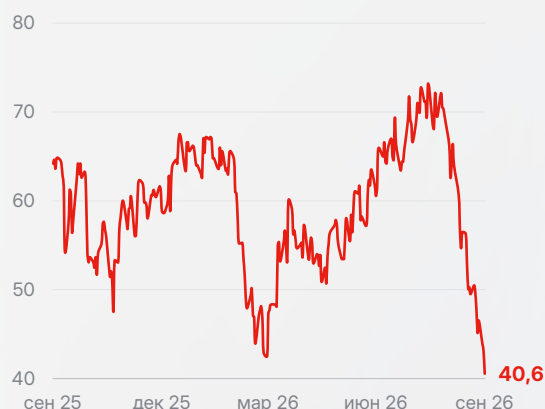
**Технологические лидеры вытянули индексы, а средняя американская акция подешевела.** Nasdaq 100 за сентябрь прибавил 3,2%, S&P 500 почти не изменился, равновзвешенный S&P 500 потерял 5,0%, малые компании из Russell 2000 — 5,4%. Из одиннадцати секторов

S&P 500 выросли технологии и коммуникации, финансы потеряли больше 7%.

**Ширина рынка резко сузилась.** Доля компаний S&P 500, чья цена выше средней за 200 торговых дней, за месяц снизилась с 66% до 41%. Всё меньше акций удерживают долгосрочный тренд.

## Доля акций S&P 500 выше 200-дневной средней, %

Сентябрь 2025 — сентябрь 2026



## Индекс и средняя акция, 100 = полгода назад

Март — сентябрь 2026



Средняя акция — равновзвешенный S&P 500, где у всех компаний одинаковые доли; без дивидендов. Источники: TradingView, Yahoo Finance.

**66% → 41%**

Доля акций S&P 500 выше 200-дневной средней

**-5,0%**

Равновзвешенный S&P 500 за сентябрь

**-7,3%**

Финансовый сектор S&P 500 за сентябрь

**Устойчивость индекса всё меньше говорит о положении типичной компании.** Компании, сильнее зависящие от стоимости кредита, — малые, финансовые, потребительские — переносят высокие ставки тяжелее крупных технологических. Риск концентрации растёт: несколько лидеров одновременно поднимают индекс и усиливают его зависимость от одной инвестиционной темы.

**Похожая картина в Азии.** Биржа Тайваня за месяц выросла на 3,9% на экспорте

полупроводников, широкий японский TOPIX снизился на 1,2% при росте Nikkei на 0,7%.

**Для портфеля это повод проверить состав, а не уходить из акций.** Если вложения повторяют индекс, их результат всё сильнее зависит от нескольких технологических компаний. Для более устойчивого роста рынка нужно расширение участия компаний и отраслей — пока данные показывают обратное.

# Деньги от ИИ получают конкретные звенья цепочки

**\$54,2 млрд**

Выручка Micron за квартал против \$11,3 млрд годом ранее

**\$71,4 млрд**

Экспорт Кореи за 20 дней сентября, +78,3% за год

**\$103 млрд**

Экспортные заказы Тайваня в августе, +71,4% за год

**Отчётность Micron показывает, где спрос на ИИ уже приносит деньги.** Валовая рентабельность достигла 86,8%, а операционный поток с запасом покрыв вложения в оборудование: свободный денежный поток за квартал — 33,2 млрд долларов.

**Тайваньский PMI сохраняет расширение, но новые заказы растут медленнее,** а сроки поставок и запасы увеличиваются. Работы у производителей много, однако на материалы и оборотный капитал уходит больше денег.

## Рынки производителей чипов, 100 = год назад

Сентябрь 2025 — сентябрь 2026



## Micron: деньги и вложения, млрд USD

IV квартал финансового 2026 года



KOSPI, TAIEX и MSCI EM в местной валюте и долларах, без дивидендов. Полный столбец — снижение. Источники: MSCI, Yahoo Finance, Micron.

**Другие участники цепочки пока платят за будущий спрос.** У Oracle операционный поток не покрыв капитальные расходы ни в одном из последних пяти кварталов: расширение финансируют авансы заказчиков и выпуск акций на 20 млрд долларов. SoftBank привлекает долг с долларовыми купонами до

9,75%. Для инвестора важен срок, за который вложения начнут возвращаться деньгами.

### Рост заказов не равен росту прибыли.

Стоимость корейского экспорта объединяет объёмы и цены: дефицит памяти быстро улучшает маржу, но при росте предложения преимущество может ослабнуть.



Сильная прибыль отдельных поставщиков поддерживает отбор внутри технологий, но не даёт повода повышать оценку широких рынков. **Акции США и развивающихся рынков оцениваем нейтрально; интересны компании, у которых заказы уже превращаются в денежный поток.** Если рост прибыли распространится за пределы технологий и ширина рынка восстановится, повысим оценку акций США.

Рыночный компас

| АКТИВ                                       | ПОСЛЕДНИЙ<br>УРОВЕНЬ | МЕСЯЦ    | 3 МЕС.   | С НАЧАЛА<br>ГОДА | 12 МЕС.   | ЧТО ВАЖНО                                                         |
|---------------------------------------------|----------------------|----------|----------|------------------|-----------|-------------------------------------------------------------------|
| S&P 500                                     | 7 652 п.             | -0,5 %   | +2,0 %   | +11,8 %          | +14,4 %   | Устойчивость индекса всё меньше отражает положение средней акции  |
| Nasdaq 100                                  | 30 408 п.            | +3,2 %   | +0,4 %   | +20,4 %          | +23,2 %   | Прибыль поставщиков ИИ поддерживает технологическое лидерство     |
| Russell 2000                                | 2 797 п.             | -5,4 %   | -7,5 %   | +12,7 %          | +14,8 %   | Чувствительные к кредиту компании не подтверждают подъём          |
| STOXX Europe 600                            | 635 п.               | -2,5 %   | -1,1 %   | +7,1 %           | +13,7 %   | Энергия и бюджетный риск давят на прибыль европейских компаний    |
| Nikkei 225                                  | 66 754 п.            | +0,7 %   | -4,7 %   | +32,6 %          | +48,6 %   | Лидерство экспортёров чипов, широкий рынок отстаёт                |
| Hang Seng                                   | 24 613 п.            | -3,7 %   | +7,6 %   | -4,0 %           | -8,3 %    | Меры поддержки Китая ещё не перешли в спрос семей                 |
| MSCI EM                                     | 1 705 п.             | -0,8 %   | -1,0 %   | +21,4 %          | +26,7 %   | Экспорт чипов силен, сильный доллар мешает остальным              |
| Доходность<br>гособлигаций США, 10 лет      | 5,29 %               | +54 б.п. | +85 б.п. | +111 б.п.        | +113 б.п. | Высокая ставка ФРС задерживается, риск длинного срока сохраняется |
| Доходность<br>гособлигаций Германии, 10 лет | 3,58 %               | +27 б.п. | +74 б.п. | +73 б.п.         | +87 б.п.  | Повышение ставки ЕЦБ поднимает стоимость долга еврозоны           |
| Кредитный спред NY<br>США                   | 3,12 %               | +49 б.п. | +37 б.п. | +31 б.п.         | +32 б.п.  | Рынок начал различать заёмщиков, но кризиса нет                   |
| Индекс доллара DXY                          | 101,4 п.             | +2,0 %   | +0,3 %   | +3,2 %           | +3,8 %    | Доллар укрепляется вслед за доходностями США                      |
| Золото                                      | 4 187                | -6,6 %   | +3,7 %   | -3,6 %           | +8,1 %    | Высокая реальная доходность ухудшает фон для золота               |
| Brent                                       | 103,53               | +14,4 %  | +42,0 %  | +70,1 %          | +54,5 %   | Премия за риск перебоев сохраняется, пока маршруты уязвимы        |

Доходности индексов — ценовые, в местной валюте, без дивидендов. Доходности облигаций и кредитные спреды — уровень в %, изменение в базисных пунктах. Данные на закрытие 30.09.2026.

Вопросы клиентов

Пора надолго зафиксировать доходность облигаций?

Решение зависит от срока, когда понадобятся деньги. Пауза ФРС может поддержать облигации, но инфляция и потребность государств в финансировании способны удерживать длинные доходности высокими. При продаже до погашения цена важна не меньше купона. Мы предпочитаем срок 1–3 года: он даёт высокий текущий доход и оставляет возможность пересмотреть вложение.

S&P 500 с начала года вырос почти на 12%. Почему не повышаете оценку акций США?

Индекс растёт за счёт узкой группы технологических лидеров, а средняя компания в сентябре подешевела на 5%. Для положительной оценки рынка в целом нужно, чтобы прибыль росла шире технологий, а дорогой кредит перестал давить на компании, зависящие от заёмных денег. Пока предпочитаем отбор, а не ставку на индекс.

Золото подешевело. Какова его роль в портфеле сегодня?

Золото сохраняет свою роль в диверсификации портфеля. Однако на горизонте 6–12 месяцев его перспективы сдерживают высокая реальная доходность в США и сильный доллар. Облигации с защитой от инфляции предлагают почти 3% сверх роста цен, тогда как золото не приносит процентного дохода. Поэтому сохраняем умеренно негативный взгляд на металл.

# Макрокарта месяца

Ставки растут почти везде, рост держится на США, Японии и экспортёрах чипов. Стрелка — изменение показателя за три месяца, цвет — его влияние на рискованные активы.

| РЕГИОН          | РОСТ       | ИНФЛЯЦИЯ  | СТАВКА ЦБ       | ПРИБЫЛИ | НАШ ВЫВОД                                                                                 |
|-----------------|------------|-----------|-----------------|---------|-------------------------------------------------------------------------------------------|
| США             | →<br>54,6  | ↓<br>3,4% | ↑<br>3,75–4,00% | ↑       | Высокие ставки без рецессии; прибыль сосредоточена у технологических лидеров              |
| Еврозона        | →<br>-0,1% | →<br>3,2% | ↑<br>2,50%      | ↓       | Энергия бьёт по марже и бюджетам семей; ЕЦБ ужесточает политику при слабой промышленности |
| Великобритания  | →<br>1,6%  | ↑<br>3,1% | →<br>3,75%      | →       | Банк Англии на паузе; инфляция энергии требует осторожности                               |
| Япония          | ↑<br>3,9%  | ↑<br>2,0% | ↑<br>1,25%      | ↑       | Экспортёры чипов выигрывают, нормализация ставки давит на заёмщиков                       |
| Китай           | ↑<br>5,2%  | ↓<br>0,8% | →<br>3,00%      | →       | Промышленность опережает потребителя; поддержка адресная                                  |
| Корея и Тайвань | ↑          | →         | →               | ↑       | Технологический экспорт на рекордах; высокая концентрация в чипах                         |

Сильно поддерживает

Поддерживает

Нейтрально

Давит

Сильно давит

● изменилось за месяц

Рост — ISM в промышленности (США); промпроизводство (Еврозона, Япония, Китай); месячный ВВП (Великобритания), промпроизводство и ВВП — % г/г. Инфляция — потребительские цены, % г/г. Стрелка — изменение за 3 месяца по данным на 30 сентября 2026; остальные ячейки — оценка редакции.

## США

Розничные продажи в августе выросли на 1,2% за месяц, увольнений мало, но базовая инфляция ускорилась до 0,3% за месяц, и ФРС подняла ставку.

## Япония

Экспорт в августе вырос на 19,3% в денежном выражении, но лишь на 2,5% в объёме; Банк Японии поднял ставку до 1,25%.

## ЕВРОЗОНА

Инфляция поднялась до 3,2% при росте цен на энергию на 14,3%, заказы немецкой промышленности сокращаются, ЕЦБ повысил ставку.

## КИТАЙ

Промышленное производство в августе выросло на 5,2% за год, розничные продажи — лишь на 0,4%; с 1 октября действует ипотечная субсидия для первого жилья.

## ВЕЛИКОБРИТАНИЯ

Инфляция поднялась до 3,1%, базовая осталась 2,6%; Банк Англии сохранил ставку 3,75% голосами шести членов против трёх.

## КОРЕЯ И ТАЙВАНЬ

Экспорт Кореи за первые 20 дней сентября вырос на 78,3%, экспортные заказы Тайваня в августе — на 71,4%; Центробанк Тайваня сохранил ставку 2%.



Месяц не изменил общую картину: инфляция и ставки остаются главным ограничением для рынков, а рост сосредоточен в США и технологическом экспорте Азии. **Сохраняем нейтральный взгляд на широкие рынки акций и осторожность в длинных гособлигациях.**

# Итоги месяца

Сентябрь подтвердил силу технологического спроса и устойчивость американского потребителя. Одновременно выросла стоимость денег: три центробанка повысили ставки, длинные доходности поднялись во всех крупных экономиках, а кредитные премии начали различать заёмщиков. Нефть сохраняет премию за риск перебоев, пока маршруты поставок уязвимы.

В октябре будем искать ответ на два вопроса: подтвердит ли сентябрьская инфляция в США повод для паузы ФРС и выдержит ли потребитель высокие ставки и дорогую энергию. Для нефти ключевым станет возвращение регулярных отгрузок, а не заявления о переговорах.

## Экономический календарь

● решение ЦБ    ● данные

Фокус октября — инфляция в США и решения ФРС, ЕЦБ и Банка Японии в последнюю неделю месяца. Время московское. Красный столбец — события, способные изменить наш взгляд.

| 1–2 окт                                                                                                                                                     | 5–9 окт                                                                                                                                                           | 12–16 окт                                                                                                                                                                                              | 19–23 окт                                                                                                                                                                              | 26–30 окт                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | КЛЮЧЕВЫЕ ДАТЫ                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"><li>02.10 · Еврозона 12:00 Инфляция за сентябрь (флеш-оценка)</li><li>02.10 · США 15:30 Рынок труда за сентябрь</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>06.10 · Еврозона 12:00 Розничные продажи за август</li><li>07.10 · США 21:00 Протокол сентябрьского заседания ФРС</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>14.10 · Китай 04:30 ИПЦ и ЦПП за сентябрь</li><li>15.10 · Еврозона 12:00 Промышленное производство за август</li><li>15.10 · США 15:30 ИЦП за сентябрь</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>21.10 · Великобритания 09:00 ИПЦ за сентябрь</li><li>23.10 · Япония 02:30 ИПЦ за сентябрь</li><li>23.10 · Еврозона Флеш-PMI за октябрь</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>29.10 · Еврозона 13:00 Индекс экономических настроений</li><li>30.10 · Япония 02:30 ИПЦ Токио за октябрь</li><li>30.10 · Еврозона 13:00 ВВП за III кв. (флеш-оценка)</li><li>30.10 · США 15:30 Индекс стоимости рабочей силы за III кв.</li><li>31.10 · Китай 04:30 PMI за октябрь</li></ul> | <div>14.10<br/>ИПЦ за сентябрь</div> <div>19.10<br/>ВВП за III кв., промышленность и розница</div> <div>28.10<br/>ФРС: решение по ставке</div> <div>29.10<br/>ВВП за III кв., доходы и расходы PCE</div> <div>29.10<br/>ЕЦБ: решение по ставкам</div> <div>30.10<br/>Банк Японии: решение по ставке</div> <div>05.11<br/>Банк Англии: решение по ставке</div> |

Еженедельно: по четвергам, 15:30 — первичные заявки на пособие (США).

## Что проверит следующий месяц

### Инфляция и ФРС

Если сентябрьский ИПЦ 14 октября покажет новое ускорение базовых цен, пауза ФРС 28 октября окажется под вопросом, а давление на длинные облигации сохранится. Замедление базовой инфляции — первый шаг к пересмотру оценки длинного долга.

### Потребитель

Расходы PCE и ВВП за III квартал 29 октября покажут, выдерживают ли семьи высокие ставки и дорогое топливо. Устойчивые траты поддерживают базовый сценарий высоких ставок без рецессии.

### Нефть

Для оценки Brent важнее не заявления о переговорах, а регулярные отгрузки через Ормуз и восстановление East–West. Цена выше 120 долларов дольше месяца — повод снизить оценку акций Европы и Японии.

# Простыми словами

## Дюрация

Чувствительность цены облигации к изменению доходности. Чем выше дюрация, тем сильнее меняется цена при одинаковом сдвиге ставок.

## Кредитная премия

Дополнительная доходность, которую инвесторы требуют за риск компании по сравнению с государственным долгом. Её рост делает новый долг для компаний дороже.

## Реальная доходность

Доходность облигации сверх инфляции. В США её показывают облигации, выплаты по которым индексируются вместе с ростом цен.

## Равновзвешенный индекс

Индекс, в котором у всех компаний одинаковый вес. Показывает положение средней компании без перекоса в сторону крупнейших.

## Ширина рынка

Доля акций, участвующих в росте индекса. Часто её измеряют долей компаний, цена которых выше средней за 200 торговых дней.

## MOVE

Индекс ожидаемых колебаний доходностей гособлигаций США по опционам. Рост означает большую ожидаемую изменчивость, но не предсказывает направление ставок.

## Источники и данные

Макроэкономика и решения регуляторов: ФРС, BLS, BEA, U.S. Treasury, Eurostat, Destatis, ECL5, ONS, Банк Англии, Банк Японии, NBS China, Korea Customs Service, Министерство экономики Тайваня, Международное энергетическое агентство, заявление G7. Корпоративные данные: Micron, Oracle, SoftBank Group, Ryanair, Agence France Trésor. Рыночные данные: Yahoo Finance, TradingView, U.S. Treasury, Deutsche Bundesbank, Bank of England, Минфин Японии, ICE BofA через FRED, MSCI, CSI. Новостная проверка: Reuters.

Рыночные показатели — по состоянию на закрытие 30 сентября 2026 года.

## Обязательная информация

Общество с ограниченной ответственностью «Управляющая компания «Альфа-Капитал». Лицензия ФСФР № 21-000-1-00028 от 22.09.1998. Лицензия ФСФР № 077-08158-001000 от 30.11.2004. Информация, содержащаяся в данном информационно-аналитическом материале (далее Материал), не имеет целью рекламу, размещение или публичное предложение любых ценных бумаг, продуктов или услуг. Представленные в Материале мнения учитывают ситуацию на дату предоставления информации. УК «Альфа-Капитал» не утверждает, что приведенная в Материале информация или мнения верны или приведены полностью. Указанная информация не является исчерпывающей и подготовлена только в информационных и образовательных целях, носит исключительно ознакомительный характер и может быть изменена УК «Альфа-Капитал» в любое время без предварительного уведомления. ООО УК «Альфа-Капитал» не рекомендует использовать Материал в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения и не дает гарантий или заверений в отношении финансовых результатов, полученных на основании использования указанной информации. Материал не является призывом к отказу от приобретения услуг/продуктов иных финансовых организаций, банков и прочих организаций и учреждений и не преследует цели формирования негативной деловой репутации иных финансовых организаций, банков и прочих организаций и учреждений и их продуктов. Любые оценки и/или сведения, касающиеся деятельности иных финансовых организаций, банков и прочих организаций и учреждений, выражают субъективную оценку ситуации в соответствии с информацией, легально полученной и доступной на дату подготовки настоящего сообщения. Подробную информацию о деятельности ООО УК «Альфа-Капитал» вы можете получить по адресу: 123001, Москва, ул. Садовая-Кудринская, д. 32, стр. 1, телефоны 783 4 783, 8 (800) 200 28 28, а также на сайте ООО УК «Альфа-Капитал» [www.alfacapital.ru](http://www.alfacapital.ru). Не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией и побуждением к приобретению определенных ценных бумаг и заключению определенных договоров, в том числе являющихся производными финансовыми инструментами.

Инвестирование в иностранные ценные бумаги и производные финансовые инструменты, базовые активы которых имеют иностранное происхождение, связано с высокой степенью рисков и не подразумевает каких-либо гарантий как по возврату основной инвестированной суммы, так и по получению каких-либо доходов. Возможности судебной защиты прав на иностранные активы могут быть существенно ограничены, существуют риски изменения регулятивных подходов к владению и операциям, а также к учету прав на иностранные финансовые инструменты, в том числе иностранными финансовыми институтами, в результате чего может возникнуть необходимость по их отчуждению вопреки планам или ограничение возможности распоряжения ими

Материал носит информационно-аналитический характер, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией и не гарантирует будущую доходность. Стоимость активов может расти и снижаться.