



3–9 августа 2026

ЕЖЕНЕДЕЛЬНЫЙ ОБЗОР ЗАРУБЕЖНЫХ РЫНКОВ

# Передышка без смены режима

## ГЛАВНОЕ ЗА НЕДЕЛЮ

# Рынку стало легче — планка для риска не снизилась

Акции выросли, доходности и энергия отступили, но синхронного подтверждения нового режима пока нет

## ЧТО ИЗМЕНИЛОСЬ

Неделя принесла рынкам **три формы облегчения**. S&P 500 прибавил **3,6%**, доходность десятилетних казначейских облигаций США снизилась на **10 б. п.**, а ближайшие фьючерсы на Brent и TTF подешевели на **7,3%** и **6,0%**. В США движение стало шире: **72,8%** компаний S&P 500 торгуются выше 200-дневной средней, а сильные отчёты пришли не только из технологического сектора.

Передышка пока не равна смене режима. Технологический сектор вырос на 7,2% против 2,4% у индекса S&P 500 с равными весами; снижение доходностей не подтверждает разворот ФРС; более дешёвые энергетические фьючерсы не означают нормализацию физических поставок. В Азии рынки и макроэкономические данные по-прежнему расходятся.

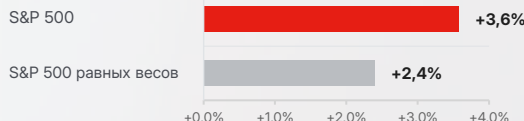
## НАША ПОЗИЦИЯ

Сохраняем **конструктивный, но выборочный подход** и не **повышаем общую долю акций**. В акциях предпочитаем компании, которые превращают спрос в маржу и свободный денежный поток; качественную дюрацию используем прежде всего как защиту; в кредите не наращиваем риск при узких спредах; Brent оставляем страховкой от повторного энергетического шока.

## ТРИ КАНАЛА ПЕРЕДЫШКИ

Изменение за неделю

### Акции



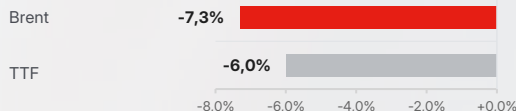
Рынок вырос широко, но не равномерно

### Ставки



Стоимость капитала снизилась, но сигнал ФРС не изменился

### Энергия



Ценовая премия снизилась, физический риск сохранился

# 72,8%

компаний S&P 500  
выше 200-дневной средней

**+6,2 п. п.  
за неделю**

## Три вывода для инвестора

### 1 Акции: качество вместо погони за индексом

Ширина рынка улучшилась, но лидерство остаётся концентрированным. Предпочтение — прибыльным технологиям и компаниям других отраслей, где заказы уже превращаются в маржу и денежный поток.

### 2 Облигации и кредит: защита без ставки на разворот

Снижение доходностей вернуло дюрацию часть защитной функции. Но сильная активность и спокойный рынок труда пока не подтверждают быстрое смягчение ФРС; при узких спредах качество важнее дополнительного риска.

### 3 Энергия и регионы: облегчение остаётся условным

Brent и TTF сняли часть ценовой премии, но физическая нормализация не подтверждена. Азия не даёт единого сигнала, поэтому широкую региональную ставку не увеличиваем.

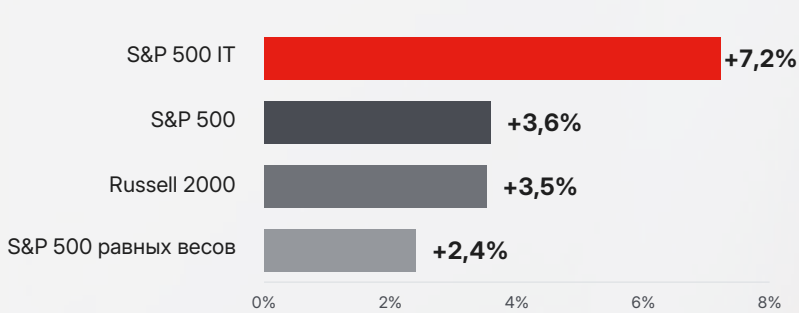
США · ШИРИНА РЫНКА И КАЧЕСТВО ПРИБЫЛИ

# Рынок стал шире — прибыль расширяется выборочно

В росте участвует больше компаний, но технологии по-прежнему дают непропорционально большую часть результата

## Больше компаний растут, но технологии сохраняют лидерство

Недельная динамика, %



72,8%

компаний S&P 500  
выше 200-дневной  
средней

+6,2 п. п. за неделю

Участие рынка расширилось, однако преимущество крупнейших технологических компаний сохранилось.

### УЧАСТИЕ В РОСТЕ

Доля компаний S&P 500, торгующихся выше 200-дневной средней, выросла за неделю на 6,2 п. п., до 72,8%. Russell 2000 прибавил 3,5% и почти повторил S&P 500 с результатом 3,6%. Это снижает, но не устраняет риск того, что движение держится лишь на нескольких крупнейших бумагах.

### ДОХОДНОСТЬ РАСПРЕДЕЛИЛАСЬ НЕРАВНОМЕРНО

Индекс S&P 500 с равными весами вырос только на 2,4%, тогда как технологический сектор прибавил 7,2% — в три раза больше. Больше компаний участвует в восходящем тренде, но крупнейшие технологические имена всё ещё дают непропорционально большую часть результата. Ценовая ширина улучшилась; ширина прибыли пока подтверждена лишь отдельными компаниями.

## СИЛЬНЫЙ СПРОС ЕЩЁ НЕ ГАРАНТИРУЕТ ПОВТОРЯЕМУЮ ПРИБЫЛЬ

| Компания            | Что подтвердилось                                    | Ключевые показатели                                                                  | Что ограничивает вывод                                                                                        |
|---------------------|------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Palantir            | Спрос на ИИ-решения и операционный рычаг             | Выручка +93%;<br>US commercial +149%;<br>GAAP operating margin 47%                   | Сильная отчётность подтверждает бизнес, но не отвечает на вопрос, сколько роста уже заложено в цене акции     |
| Caterpillar         | Расширение прибыли за пределы технологий             | Продажи и выручка +24%;<br>операционная прибыль +50%;<br>рост во всех трёх сегментах | В результат вошли \$392 млн ожидаемых компенсаций импортных пошлин — часть эффекта нельзя считать повторяемой |
| Honeywell Aerospace | Заказы остаются сильными, но их конверсия ухудшилась | Продажи +5%; портфель заказов +9%;<br>скорректированная операционная прибыль –7%     | Ограничения поставок и расходы на разделение бизнеса; прогноз органического роста снижен с 7–9% до 4–5%       |

Примечание: показатели приведены год к году; оценка повторяемости результата основана на раскрытых компаниями корректировках.



### ВЫВОД ДЛЯ ПОРТФЕЛЯ

Не догоняем индекс после одной сильной недели. Сохраняем предпочтение прибыльным технологическим компаниям и бизнесам других отраслей, где рост спроса уже превращается в маржу и денежный поток. Для повышения общей доли американских акций нужны несколько недель устойчивой ширины и больше отчётов, в которых выручка, прибыль и денежная конверсия улучшаются одновременно.

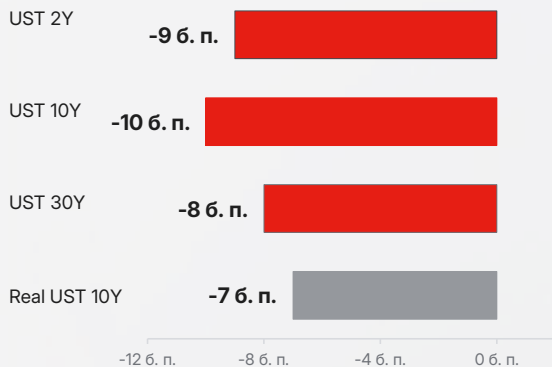
США · СТАВКИ И КРЕДИТ

# Доходности отступили, ФРС — ещё нет

Кривая дала рынку передышку, но сильная активность, ценовое давление и предложение бумаг не подтверждают переход к мягкому режиму

## Передышка прошла по всей кривой

Изменение доходностей за неделю, б. п.



Снижение охватило и короткий, и длинный конец кривой

## Данные не требуют срочного смягчения

**55,6**

Производственный ISM

53,3 месяцем ранее  
Новые заказы: 56,7  
Выпуск: 58,5  
Занятость: 52,8  
Цены: 71,1

Промышленность ускорилась, а ценовое давление остаётся высоким.

**199 тыс.**

Первичные заявки на пособие

Рынок труда не показывает резкого охлаждения.

**\$739 млрд**

Чистые рыночные заимствования Казначейства, июль–сентябрь

+68 млрд к майской оценке

Потребность в финансировании остаётся высокой.

## РЫНОК СНИЗИЛ ДОХОДНОСТИ

Доходности отступили одновременно на коротком и длинном конце кривой. Это облегчает финансовые условия и повышает ценность будущей прибыли, но одной сильной недели недостаточно, чтобы считать движение началом устойчивого цикла снижения ставок. Для длинных облигаций улучшилась защитная функция, однако результат всё ещё чувствителен к инфляции и объёму новых выпусков Казначейства.

## ЭКОНОМИКА НЕ ПОПРОСИЛА СМЯГЧЕНИЯ

Июльский ISM поднялся до максимума с мая 2022 года, занятость в промышленности впервые после 33 месяцев вернулась в зону расширения, а первичные заявки удерживаются около 200 тыс. Ценовой компонент ISM снизился, но остался на высоком уровне. Такая комбинация позволяет ФРС ждать новых данных, а не спешить со снижением ставок.

## КРЕДИТ СПОКОЕН — ЗАПАС КОМПЕНСАЦИИ МАЛ



Инвестиционный рейтинг

**78 б. п.**

-2 б. п. за неделю

Системного стресса не видно, но премия за риск невелика.



Высокодоходные облигации

**271 б. п.**

-13 б. п. за неделю

Аппетит к риску высокий, запас на ухудшение качества ограничен.

Сужение спредов подтверждает спокойный базовый сценарий, но не создаёт привлекательной точки для широкого увеличения кредитного риска.



## ВЫВОД ДЛЯ ПОРТФЕЛЯ

Качественная дюрация снова работает как амортизатор, но не является основной ставкой на быстрое падение доходностей. В корпоративном долге предпочитаем инвестиционный рейтинг и сильные балансы: узкие спреды плохо оплачивают дополнительный высокодоходный риск. Увеличивать дюрацию будем при устойчивом замедлении инфляции без резкого ухудшения занятости.

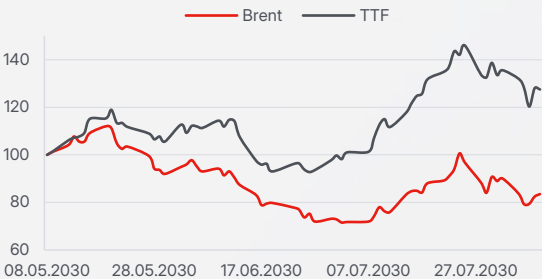
ЕВРОПА · ЭНЕРГИЯ И КАЧЕСТВО ПРИБЫЛИ

Энергия дала передышку — денежный поток разделил победителей

Brent и TTF отступили, инфляция замедлилась, но уязвимые поставки и дорогой кредит сохраняют высокую планку для европейских компаний

Недельный откат не отменил напряжённый газовый фон

Ближайшие фьючерсы на Brent и TTF, индекс 100 три месяца назад



| Актив | Уровень      | Неделя | Месяц  | 3 месяца |
|-------|--------------|--------|--------|----------|
| Brent | \$83,6/барр. | –7,3%  | +9,5%  | –16,5%   |
| TTF   | €55,5/МВт·ч  | –6,0%  | +10,9% | +27,5%   |

Оба контракта подешевели за неделю, но среднесрочная картина остаётся неоднородной.

Brent и TTF показаны как ближайшие фьючерсы и отражают ожидания рынка, а не физические поставки.

Инфляция снижается, кредит не становится легче

2,8%

Общая инфляция еврозоны  
пред. 3,2%

2,4%

Инфляция без еды и энергии  
пред. 2,6%

3,2%

Инфляция услуг  
пред. 3,5%



Кредитные стандарты: умеренное ужесточение

Банки сообщили о дополнительном ужесточении условий корпоративного кредитования.

Замедление цен улучшает фон, но пока не означает более дешёвое финансирование.

КОТИРОВКИ ДАЛИ ПЕРЕДЫШКУ, ПОСТАВКИ — НЕТ

Brent и TTF сняли часть краткосрочной ценовой премии, но этого недостаточно, чтобы считать энергетический риск закрытым. Ближайший фьючерс показывает ожидания рынка, а не фактический поток сырья. Европа получила облегчение в цене энергии, но не подтверждённую нормализацию поставок.

ДЕЗИНФЛЯЦИЯ ПОМОГАЕТ, КРЕДИТ СДЕРЖИВАЕТ

Общая, базовая и сервисная инфляция замедлились одновременно. Это снижает давление на себестоимость и поддерживает европейские активы. Но банки продолжили ужесточать корпоративные кредитные стандарты, поэтому дезинфляция пока не превратилась в более доступное финансирование.

Заказы важны только тогда, когда превращаются в маржу и деньги

| Компания       | Спрос и прибыль                                                   | Деньги и капитал                                             | Инвестиционное прочтение                                                                                |
|----------------|-------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Siemens Energy | Заказы +8,5%;<br>маржа 5,1% → 14,2%                               | FCF до налога €2,3 млрд                                      | Наиболее полное подтверждение качества: спрос, маржа и денежный поток улучшаются одновременно.          |
| Rheinmetall    | Продажи за полугодие +39%;<br>прогноз органического роста 28%–31% | Опер. FCF –€1,6 млрд;<br>прогноз выручки снижен на €0,3 млрд | Сильные заказы требуют оборотного капитала и инвестиций; рост выручки пока не равен денежной конверсии. |
| Allianz        | Опер. прибыль +10,6%,<br>до €4,9 млрд                             | Solvency II 225%                                             | Прибыль подкреплена значительным запасом капитала, что повышает устойчивость результата.                |
| Munich Re      | Чистая прибыль €2,2 млрд                                          | Цена с поправкой на риск –5,5%; объём renewals –9,1%         | Компания защищает доходность отказом от дешёвого бизнеса, но цикл становится менее благоприятным.       |

Примечание: Siemens Energy демонстрирует сильную конверсию спроса в маржу и деньги; Rheinmetall — обратный пример, где рост требует финансирования. Страховщики подтверждают устойчивость капитала.

ВЫВОД ДЛЯ ПОРТФЕЛЯ



Сохраняем умеренно позитивный, но выборочный взгляд на европейские акции. Снижение энергетических цен и инфляции улучшает фон, однако не снимает рисков физических поставок и дорогого кредита. Предпочтение — за инфраструктурными компаниями, которые уже превращают заказы в маржу и свободный денежный поток, и страховщиками с сильным запасом капитала.

Что повысит уверенность: стабильная энергия, более мягкие кредитные стандарты, рост FCF.

Что заставит снизить риск: новые перебои поставок, ускорение инфляции услуг, понижения прогнозов.

АЗИЯ · ТРИ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ТЕСТА

## Один регион — три разных инвестиционных решения

Япония проверяет устойчивость иены, Китай — возвращение заказов, Индия — превращение прогноза в движение активов



### ЯПОНИЯ: удержится ли эффект интервенции?

|                                  |             |
|----------------------------------|-------------|
| USD/JPY                          | 158,4       |
| Интервенционный порог наблюдения | 163         |
| JGB 10Y                          | 2,80%       |
| Изменение JGB 10Y за 3 месяца    | +27,7 б. п. |

После интервенции главный вопрос — не сам факт укрепления иены, а его устойчивость. USD/JPY вернулась к 158,4, оставаясь ниже 163, но доходность JGB 10Y за три месяца выросла на 27,7 б. п.. Поэтому ставка на Японию должна быть выбором относительных победителей.

#### ПРЕДПОЧТИЕНИЕ

Банки и внутренний спрос — не экспортёры, зависящие от слабой иены.



### КИТАЙ: цена опережает спрос

|                      | Было | Стало |
|----------------------|------|-------|
| Производственный PMI | 50,3 | 49,2  |
| Выпуск               | 51,4 | 49,9  |
| Новые заказы         | 51,2 | 48,5  |
| CSI 300              |      | +2,3% |
| Hang Seng            |      | -0,8% |

Китай вошёл в неделю со слабым фоном заказов: PMI, выпуск и новые заказы ушли ниже 50. При этом материковый рынок вырос, а Гонконг снизился. Наблюдения можно сопоставлять, но нельзя связывать прямой причинной стрелкой: статистика вышла до начала недели.

#### УСЛОВИЕ ДЛЯ ПОВЫШЕНИЯ ВЗГЛЯДА

Заказы выше 50 и согласованный сигнал акций, юаня и облигаций.



### ИНДИЯ: лучшее сочетание роста и инфляции, но пока не готовая идея

|                          |       |
|--------------------------|-------|
| Ключевая ставка          | 5,25% |
| Прогноз ВВП 2026/27      | 6,7%  |
| Прогноз общей инфляции   | 5,0%  |
| Прогноз базовой инфляции | 4,3%  |

Резервный банк Индии сохранил ставку и нейтральную позицию, но улучшил прогноз роста и снизил прогнозы общей и базовой инфляции. Это более благоприятное макросочетание, однако не сигнал немедленного снижения ставок.

#### СТАТУС: НА РАДАРЕ

Ждём подтверждения нового прогноза акциями, облигациями и рупией.

## ЯПОНИЯ: НЕ ВСЕ ВЫИГРЫВАЮТ ОТ ОДНОЙ ВАЛЮТЫ

После интервенции тест для Японии стал конкретным: удержится ли USD/JPY ниже 163. Пока это поддерживает более сбалансированный взгляд на рынок. MUFG выигрывает от более высоких ставок в иенах: чистый процентный доход вырос с ¥690,7 млрд до ¥882,3 млрд. Toyota, напротив, увеличила выручку на 10,4%, но операционная прибыль снизилась на 8,8%, несмотря на положительный валютный эффект. Двух компаний недостаточно для секторного вывода, но они показывают развилку: банки и внутренний спрос выглядят устойчивее простой ставки на экспортёров.

## КИТАЙ И ИНДИЯ: РАЗНЫЙ СТАТУС СИГНАЛА

Китайские заказы и выпуск ниже 50 пока не подтверждают восстановление спроса. Нужны не только меры поддержки, но и одновременное улучшение PMI, юаня, облигаций и акций. Индия дала более сильный сигнал: прогноз роста выше, инфляции — ниже. Но без регулярного анализа индийских акций, рупии и локальных облигаций это лишь кандидат на расширение инвестиционного покрытия, а не готовая позиция.

## ЧТО ДОЛЖНО ПРОИЗОЙТИ, ЧТОБЫ ПОВЫСИТЬ РЕГИОНАЛЬНЫЙ РИСК

| Страна | Сейчас                                                  | Что отслеживаем                                         | Портфельное действие                                    |
|--------|---------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------|
| Япония | USD/JPY ниже 163;<br>JGB 10Y растёт на 3М               | устойчивость иены, банки против экспортёров             | сохраняем нейтрально, внутри — банки и внутренний спрос |
| Китай  | PMI и заказы ниже 50;<br>CSI 300 и Hang Seng расходятся | заказы >50, исполнение стимулов, согласованность рынков | не повышаем широкий риск до подтверждения спроса        |
| Индия  | рост выше, инфляция ниже, ставка без изменений          | реакция акций, облигаций и рупии                        | оставляем в списке наблюдения, не считаем готовой идеей |



## ВЫВОД ДЛЯ ПОРТФЕЛЯ

Азию не повышаем единым блоком. В Японии сохраняем нейтральный взгляд с предпочтением банков и внутреннего спроса. В Китае ждём возвращения заказов и согласованного сигнала рынков. Индию добавляем в список наблюдения как более качественное сочетание роста и инфляции, но не превращаем в тактическую позицию без подтверждения со стороны акций, облигаций и валюты. Пока вопросы различаются, региональная ставка должна оставаться выборочной.

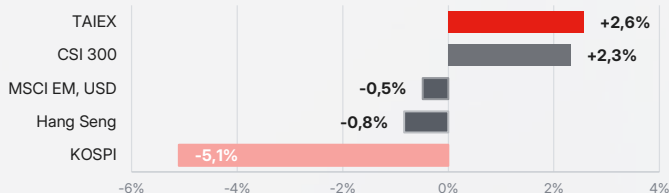
## ИИ · ПОЛУПРОВОДНИКИ И РАЗВИВАЮЩИЕСЯ РЫНКИ

# Один ярлык «ИИ» — три разных источника риска

Капвложения подтверждают продолжение цикла памяти, но широкий индекс концентрирует экспозицию, а результат холдингов зависит от переоценки и стоимости финансирования

### Один технологический сюжет — пять разных результатов

Недельная динамика фондовых индексов, %



Тайвань и материковый Китай выросли, широкий индекс EM немного снизился, а Корея стала явным аутсайдером. Разброс не подтверждает единого движения спроса на ИИ: один ярлык объединяет разные структуры рынков, оценки и источники прибыли.

① MSCI EM рассчитан в долларах США; страновые индексы — в местных валютах.

### Широкий индекс не всегда означает широкую диверсификацию

**28,2%**

MSCI Emerging Markets приходится на три компании:

- TSMC
- Samsung Electronics
- SK hynix

28,2% 71,8%

Три полупроводниковые компании

Остальная часть MSCI EM

Почти треть MSCI EM фактически представляет собой концентрированную позицию в полупроводниковой цепочке.



### РАЗБОС ЦЕН НЕ ОТМЕНЯЕТ ЦИКЛ — ОН ПОКАЗЫВАЕТ РАЗНЫЕ МЕХАНИЗМЫ

Под одним тематическим ярлыком скрываются строительство мощностей, концентрация широкого индекса и переоценка частного актива с долговым финансированием. Источник будущей доходности нужно проверять отдельно.

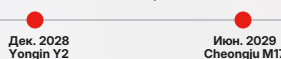
#### 1 ОПЕРАЦИОННЫЙ РИСК: КАПВЛОЖЕНИЯ РАНЬШЕ ПРИБЫЛИ

**₩54,3 трлн**

Совокупная программа инвестиций SK hynix

| Проект       | Объём      |
|--------------|------------|
| Yongin Y2    | ₩35,2 трлн |
| Cheongju M17 | ₩19,1 трлн |

ГОТОВНОСТЬ ЧИСТЫХ ПОМЕЩЕНИЙ



SK hynix подтверждает долгосрочный капитальный цикл, но не гарантирует прибыль ближайших кварталов. Мощности будут вводиться лишь в 2028–2029 годах, а результат зависит от спроса, сроков строительства и загрузки фабрик.

#### ГОРИЗОНТ 6–12 МЕСЯЦЕВ

Капвложения подтверждают намерение расширяться, но ещё не денежный поток.

#### 2 ИНДЕКСНЫЙ РИСК: ДИВЕРСИФИКАЦИЯ ТОЛЬКО ПО НАЗВАНИЮ

**28,2%**

в трёх полупроводниковых компаниях

Позиция в широком индексе развивающихся рынков может оказаться большой ставкой на несколько технологических имён. TSMC, Samsung Electronics и SK hynix вместе занимают 28,2% MSCI EM, поэтому результат будет непропорционально зависеть от цикла полупроводников.



#### АНАЛИТИЧЕСКИЙ ВЫВОД

Широкий EM-индекс оцениваем с поправкой на концентрацию в трёх эмитентах.

#### 3 SOFTBANK / OPENAI: ПЕРЕОЦЕНКА ЕЩЁ НЕ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК

|                          |             |
|--------------------------|-------------|
| Вложения в OpenAI        | \$44,6 млрд |
| Справедливая стоимость   | \$89,6 млрд |
| Дополнительные вложения  | \$30 млрд   |
| Мостовая кредитная линия | \$40 млрд   |

Прибыль SoftBank от инвестиций **¥1,86 трлн** Чистая прибыль владельцев, г/г **-17,7% г/г**

Вложения SoftBank в OpenAI на \$44,6 млрд оценены в \$89,6 млрд. Разница — переоценка частного актива, а не денежная выручка. Ещё \$30 млрд планируется вложить; мостовая линия — \$40 млрд. Поэтому ¥1,86 трлн инвестиционной прибыли сопоставляем со снижением чистой прибыли владельцев на 17,7% г/г.

#### КЛЮЧЕВОЙ АНАЛИТИЧЕСКИЙ РИСК

Оценка OpenAI поддерживает результат SoftBank; ликвидность и стоимость долга ограничивают вывод.



### ВЫВОД ДЛЯ ПОРТФЕЛЯ

Не рассматриваем ИИ как единую позицию. Спрос на память реализуем через компании, где он уже превращается в прибыль и свободный денежный поток. Широкую позицию в EM оцениваем с поправкой на концентрацию в полупроводниках. Холдинги анализируем отдельно — через качество оценки активов, долговую нагрузку и способность монетизировать частные вложения. Общий взгляд на развивающиеся рынки сохраняем нейтральным.

### Что повысит уверенность

- рост прибыли и FCF вслед за капвложениями
- расширение участия рынка
- переоценка превращается в деньги

### Что заставит снизить риск

- задержки ввода мощностей
- капвложения без денежной конверсии
- рост концентрации и долга

РЫНОЧНЫЙ КОМПАС · ИМПУЛЬС И ГОРИЗОНТ

Передышка охватила рынки

Американские акции, доходности и энергия дали облегчение, но более длинные горизонты, регионы и источники прибыли продолжают расходиться

Сильная неделя не выровняла более длинную картину

Последний уровень и динамика на 7 августа 2026 года

| АКТИВ            | УРОВЕНЬ | 1 НЕД.    | 1 МЕС.    | 3 МЕС.    | УТД       | ИНВЕСТИЦИОННОЕ ПРОЧТЕНИЕ                                                             |
|------------------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|--------------------------------------------------------------------------------------|
| S&P 500          | 7 758   | +3,6%     | +2,8%     | +5,7%     | +13,1%    | Участие шире, но технологии всё ещё дают непропорционально большую часть результата  |
| Nasdaq 100       | 29 722  | +5,1%     | 0,0%      | +4,1%     | +17,9%    | Главный бенефициар снижения доходностей; чувствительность к реальным ставкам высокая |
| STOXX Europe 600 | 660     | +1,7%     | +3,0%     | +7,9%     | +9,7%     | Энергия и дезинфляция помогают; прибыль и денежная конверсия неоднородны             |
| Nikkei 225       | 65 607  | +1,9%     | -1,8%     | +5,1%     | +26,6%    | Интервенция изменила валютный фон; банки устойчивее экспортёров                      |
| Hang Seng        | 25 668  | -0,8%     | +6,8%     | -3,6%     | -2,5%     | Расхождение с CSI 300: единого китайского сигнала нет                                |
| UST 10Y          | 4,65%   | -10 б. п. | +11 б. п. | +24 б. п. | +46 б. п. | Защитная функция улучшилась, но разворот ФРС не подтверждён                          |
| DXU              | 99,6    | -0,2%     | -1,3%     | +1,4%     | +1,2%     | Ниже порога 101,5; нового долларового давления пока нет                              |
| Золото           | \$4 341 | +7,2%     | +5,1%     | -7,6%     | +0,6%     | Главный ценовой выброс недели; устойчивый механизм пока не установлен                |
| Brent            | \$83,6  | -7,3%     | +9,5%     | -16,5%    | +37,5%    | Премия снизилась, но физическая нормализация поставок не подтверждена                |
| VIX              | 14,9    | -1,09     | -0,94     | -2,18     | +0,39     | Системного стресса нет; это ещё не оправдывает широкий перевес акций                 |

Для индексов, валют и сырья показано изменение цены; для UST 10Y — изменение ставки в б. п.; для VIX — изменение уровня индекса в пунктах.

Акции

72,8% выше 200-дневной; технологии +7,2% против +2,4% у индекса с равными весами. Шире участие, но не лидерство.

Ставки и кредит

UST 10Y: -10 б. п.; HY OAS: 271 б. п. Защита вернулась, компенсация за кредитный риск мала.

Энергия

Brent -7,3%; TTF -6,0%. Цены ниже, но физический риск поставок сохраняется.

Азия

TAIEX +2,6%; KOSPI -5,1%. Единого регионального сигнала не сложилось.

Вопросы клиентов

Пора ли повышать долю акций после сильной недели?

Пока нет. Ширина рынка улучшилась, Russell 2000 почти повторил S&P 500, но технологии всё ещё заметно опережают индекс с равными весами. Для широкой позиции нужны несколько недель устойчивой ширины и отчёты с одновременным ростом выручки, маржи и FCF.

Выбор качественных компаний надёжнее, чем погоня за индексом.

Означает ли снижение доходностей скорый разворот ФРС?

Нет. Доходности снизились по всей кривой, но ISM — 55,6, заявки — около 199 тыс., ценовой компонент — 71,1. Срочное смягчение не требуется.

Дюрация снова полезна как защита, но ещё не стала основной ставкой на быстрое снижение ставок.

Исчез ли энергетический риск после падения Brent и TTF?

Нет. Ближайшие фьючерсы подешевели, но не доказывают восстановления физических поставок. Для ослабления защиты Brent должен быть ниже \$85 не менее двух недель вместе с улучшением потоков сырья.

Рыночная часть условия выполнена лишь частично; физическая — пока нет.

**ОБЩИЙ ВЫВОД:** Цена риска снизилась, но планка для широкого повышения позиции не стала ниже. Решение всё ещё зависит от прибыли, денежной конверсии, кредитного качества и заранее определённых условий пересмотра сценария.

# Тактический взгляд на рынки

Оценки не изменились — выбор внутри классов активов стал точнее

☒ Ниже рынка
 ☒ Нейтрально
 ☒ Выше рынка
 ☐ Прошлый взгляд

## АКЦИИ

### АЗВИТЫЕ РЫНКИ

|        |  |                                                         |
|--------|--|---------------------------------------------------------|
| США    |  | Ширина улучшилась, но технологии всё ещё доминируют     |
| Европа |  | Энергия помогает; выбираем денежную конверсию и капитал |
| Япония |  | Банки и внутренний спрос предпочтительнее экспортёров   |

### РАЗВИВАЮЩИЕСЯ РЫНКИ

|                     |  |                                                      |
|---------------------|--|------------------------------------------------------|
| Развивающиеся рынки |  | Высокая страновая дисперсия и концентрация индекса   |
| Китай               |  | Заказы ниже 50; согласованного рыночного сигнала нет |

## ОБЛИГАЦИИ

### ГОСУДАРСТВЕННЫЕ (ПО РЕГИОНАМ)

|                                |  |                                                                    |
|--------------------------------|--|--------------------------------------------------------------------|
| Короткие US Treasuries         |  | Короткий конец остаётся заложником политики ФРС                    |
| Длинные US Treasuries          |  | Лучше как защита, но не как ставка на разворот                     |
| Гособлигации Европы            |  | Дезинфляция помогает, но сигнала ЕЦБ недостаточно                  |
| Гособлигации Японии            |  | Нормализация Банка Японии давит на дюрацию                         |
| Облигации развивающихся рынков |  | Текущий доход поддерживает; валютный и страновой риск ограничивает |

### КОРПОРАТИВНЫЕ (ПО КАЧЕСТВУ)

|                                                            |  |                                               |
|------------------------------------------------------------|--|-----------------------------------------------|
| Корпоративные облигации инвестиционного рейтинга (мировые) |  | Качество предпочтительно, но спреды уже узкие |
| Высокодоходные облигации (мировые)                         |  | Купон есть, запаса на ухудшение качества мало |

## СЫРЬЕ И ВАЛЮТЫ

### СЫРЬЕ

|               |  |                                                |
|---------------|--|------------------------------------------------|
| Золото        |  | Сильное движение без устойчивого механизма     |
| Нефть (Brent) |  | Защита от физического шока остаётся актуальной |

### ВАЛЮТА

|                  |  |                                           |
|------------------|--|-------------------------------------------|
| Доллар США (DXY) |  | Ниже 101,5; нового долларового режима нет |
|------------------|--|-------------------------------------------|

# Итоги недели

Передышка стала шире, но режим пока не сменился

Неделя дала рынкам три формы облегчения. Американские акции выросли, участие компаний в движении расширилось, доходности казначейских облигаций снизились, а Brent и TTF сняли часть энергетической премии. Сильные корпоративные результаты пришли не только из технологий: отдельные компании подтвердили, что спрос по-прежнему способен превращаться в маржу и денежный поток.

Но передышка пока не стала сменой режима. Технологический сектор продолжает заметно опережать индекс с равными весами, сильная активность и устойчивый рынок труда не требуют срочного разворота ФРС, а более дешёвые энергетические фьючерсы не доказывают нормализацию физических поставок. Европа получила более благоприятный фон, но кредит остаётся дорогим; в Азии рынки, валюты и макроэкономические данные продолжают расходиться.

Поэтому общий риск мы не повышаем. В акциях сохраняем предпочтение компаниям, которые превращают выручку в прибыль и свободный денежный поток; в облигациях используем качественную дюрацию прежде всего как защиту; в кредите не наращиваем высокодоходный риск при узких спредах; Brent сохраняем как страховку от повторного энергетического шока.

**Цена риска снизилась. Планка для изменения портфеля — нет.**

## ЧТО ЗАСТАВИТ НАС ИЗМЕНИТЬ ВЗГЛЯД

**КРЕДИТНЫЙ СТРЕСС**  
NY OAS > 320 б. п. + рост IG и VIX  
Сейчас: 271 б. п.

**РЫНОК ТРУДА**  
Заявки > 250 тыс. устойчиво  
Сейчас: 199 тыс.

**ЭНЕРГИЯ**  
Brent < \$85 две недели + поставки  
Сейчас: \$83,6; поставки не подтверждены

## Экономический календарь

Ключевые публикации и решения недели впереди · 10–14 августа

| 10 августа · пн         | 11 августа · вт         | 12 августа · ср                                                                  | 13 августа · чт                                                                             | 14 августа · пт                                                            | СЛЕДУЮЩИЕ РЕШЕНИЯ ЦБ      |
|-------------------------|-------------------------|----------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------|---------------------------|
| Нет значимых публикаций | Нет значимых публикаций | <p><b>США</b><br/>15:30 Потребительская инфляция<br/>Конс. 3,4% · Пред. 3,5%</p> | <p><b>ВЕЛИКОБРИТАНИЯ</b><br/>09:00 ВВП, II квартал<br/>Конс. 0,4% · Пред. 0,6%</p>          | <p><b>США</b><br/>15:30 Розничные продажи<br/>Конс. 0,2% · Пред. –0,2%</p> | СЛЕДУЮЩИЕ РЕШЕНИЯ ЦБ      |
|                         |                         |                                                                                  | <p><b>США</b><br/>15:30 Первичные заявки на пособие<br/>Конс. 202 тыс. · Пред. 199 тыс.</p> |                                                                            | ЕЦБ — 10 сентября         |
|                         |                         |                                                                                  |                                                                                             |                                                                            | ФРС — 16 сентября         |
|                         |                         |                                                                                  |                                                                                             |                                                                            | Банк Японии — 18 сентября |

## Простыми словами

### Рыночная ширина

Сколько акций действительно участвует в росте. Чем шире рынок, тем меньше результат индекса зависит от нескольких крупнейших компаний.

### Реальная доходность

Доходность облигации за вычетом ожидаемой инфляции. Её рост делает капитал дороже и сильнее давит на длинные облигации и акции, зависящие от будущей прибыли.

### Ближайший фьючерс и физические поставки

Ближайший фьючерс показывает цену контракта с ближайшей поставкой. Он может дешеветь раньше, чем восстановятся реальные поставки нефти или газа.

### Денежная конверсия

Способность превратить выручку, заказы и бухгалтерскую прибыль в реальные деньги. Чем она лучше, тем меньше бизнес зависит от нового финансирования.

### Концентрация индекса

Доля индекса, приходящаяся на несколько крупнейших компаний. При высокой концентрации даже «широкий» индекс может обеспечивать слабую диверсификацию.

### Бухгалтерская переоценка

Изменение расчётной стоимости актива в отчётности. Это ещё не денежная прибыль: деньги появятся только при продаже актива или выплатах от него.

### PMI / ISM

Опрос компаний об изменении заказов, выпуска и занятости. Значение выше 50 обычно означает расширение активности, ниже 50 — её сокращение.

## 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