



Еженедельный обзор рынков: 19.09 – 26.09.2025

АКЦИИ

**Американский рынок акций незначительно снизился по итогам недели.** Умеренно ястребиные комментарии членов ФРС продолжили охлаждать ожидания по дальнейшим темпам снижения ставки.

**Российский рынок торговался без ярко выраженной динамики.** Инвесторы продолжают «переваривать» новости по налоговому регулированию, а также ожидают итогов обсуждений по новому пакету санкций ЕС и заседания ОПЕК+ 5го октября.

**Китайские площадки закрыли неделю в нейтральной зоне.** Рынок Поднебесной перешел в боковик на фоне продолжающихся переговоров с США и готовящегося в октябре съезда Коммунистической Партии Китая (КПК), где могут быть озвучены стратегические цели страны на 2026-2030.

ОБЛИГАЦИИ

**Ставки UST умеренно подросли на 5 б.п.** Пересмотр данных по росту ВВП США за 2-й квартал с 3,3% до 3,8% годовых вкупе с недельным уменьшением количества заявок по безработице способствовал некоторому повышению шансов на более плавное снижение ставки ФРС.

**В ценах ОФЗ продолжилась переоценка излишне оптимистичных ожиданий рынка, котировки снизились на 0,2-1,4%.** Опубликованный прогноз Минфина параметров федерального бюджета на 2026-28 в целом соответствовал ожиданиям. При этом рост дефицита бюджета на 2025 обусловил увеличение объема размещения ОФЗ на 2,2 трлн руб., оказав ценовое давление на «длину».

ВАЛЮТЫ

**Индекс доллара перешел к укреплению.** Сильная макростатистика позволила американской валюте как минимум краткосрочно сломить нисходящий тренд. При этом доллар в основном укреплялся к валютам других развитых стран, а относительно валют развивающихся стран, которые сильно ослабли ранее, даже потерял немного позиций. В числе последних особенно выделяется аргентинский песо, который прибавил 5% за неделю благодаря публичной поддержке реформ местного правительства со стороны американских властей. Кроме того, официальные представители США выразили готовность к инвестированию в суверенные еврооблигации Аргентины, что придало импульс для роста фондового рынка последней.

ТОВАРНЫЙ РЫНОК

**Взлет цен на платину и палладий, новые исторические рекорды золота и серебра и проблемы у Freeport-McMoRan.** Пока золото и серебро практически ежедневно обновляют исторические рекорды, ряд ювелирных компаний перешли на закупку платины и палладия, чем вызвали новое ралли в этих металлах. В свою очередь медь обязана своим ростом форс-мажору у американской Freeport-McMoRan: стало известно об обрушении породы на индонезийском месторождении Grasberg, которое является вторым крупнейшим медным проектом в мире (на него приходится 4% мировой добычи). По словам менеджмента компании, возврат операционных показателей к норме теперь ожидается не ранее 2027 года.

РЫНОЧНЫЕ ИНДИКАТОРЫ

Класс активов	Значение	Изменение за период		
		неделя	месяц	с начала 2025г
Индексы акций				
S&P 500	6 643,7	-0,3%	2,5%	13,0%
Nasdaq Comp	22 484,1	-0,7%	4,1%	16,4%
Euro Stoxx 600	554,5	0,1%	0,0%	9,2%
Shanghai Comp	3 828,1	0,2%	0,7%	14,2%
Мосбиржи	2 726,0	-0,8%	-6,4%	-5,4%
Ставки долга 10Y (Δ, б.п.)				
US Treasuries	4,2%	6	-4	-38
Germany Bunds	2,7%	0	5	38
UK Gilts	4,7%	3	1	18
China Bonds	1,9%	4	13	23
Russia OFZ	14,9%	25	107	-98
Валютный рынок				
EUR/USD	1,17	-0,4%	0,5%	13,0%
USD/CNY	7,13	0,3%	0,0%	-2,3%
USD/RUB	83,6	0,5%	3,7%	-21,6%
EUR/RUB	98,2	-0,8%	4,9%	-8,1%
CNY/RUB	11,7	0,3%	4,5%	-14,7%
Товарный рынок				
Нефть Brent, \$/барр.	70,1	5,2%	3,1%	-6,0%
Нефть Urals, \$/барр.	65,9	7,0%	6,9%	-3,8%
Медь, \$/т	10 386,3	3,0%	6,6%	18,2%
Алюминий, \$/т	2 652,6	-0,8%	1,8%	3,8%
Золото, \$/унц.	3 768,7	2,3%	10,9%	43,6%

Источник: открытые источники, АО УК «Доверительная»

**Асатуров Константин** (Управляющий директор)  
kasaturov@entrustment.ru

**Костин Антон** (Руководитель инвестиционного блока)  
akostin@entrustment.ru

**Терпелов Дмитрий** (Портфельный управляющий)  
dterpelov@entrustment.ru

**Митрофанов Павел** (Портфельный управляющий)  
pmitrofanov@entrustment.ru



## Глобальные рынки акций и сырья

- **Американский рынок акций незначительно снизился по итогам недели.** Индексы S&P 500 и NASDAQ снизились на 0,3% и 0,7% соответственно. Негативная динамика на неделе частично связана с умеренно ястребиными комментариями Пауэлла и других членов ФРС. Вместе с сильными данными по пересмотру оценок ВВП за 2 квартал это продолжило охлаждать ожидания по дальнейшим темпам снижения ставки. В фокусе были новости по переговорам в Конгрессе по продлению финансирования правительства на наступающий 1 октября финансовый год. Также отметим анонсированные Трампом с 1 октября 100% пошлины на брендинговые или запатентованные препараты для фармацевтических компаний, которые не ведут строительство производства в США. Акции сектора сдержанно отреагировали на новости, так как большинство компаний, вероятно, сможет попасть под исключение. Также анонсированы тарифы в 25% на тяжелые грузовые автомобили, в 30% - на мягкую мебель, в 50% - на гарнитуры для ванной и кухни. Среди корпоративных результатов выделим сильный отчет Micron Technology и нейтральные результаты Costco. Еще отметим сделку NVIDIA с OpenAI на \$100 млрд, а также слухи об идущих переговорах Intel с Apple и TSMC. Наконец, выделим возможный выкуп разработчика игр Electronic Arts консорциумом инвесторов.

- **Российский рынок двигался в боковике.** К санкциям ЕС и повышению НДС теперь добавились риски увеличения тарифа ЕСН с 7,6% до 15% для ИТ компаний. Эти новости усилили негативный фон для отечественного рынка. Среди корпоративных событий отметим увеличение сроков разработки месторождения «Удачное» Алросы вплоть до 2055 (ранее завершение работ ожидалось в 2039) и дополнительную эмиссию акций М.Видео. Кроме того, стоит сказать о начале консультаций Роснефти и ExxonMobil касательно возврата убытков последней на операциях в РФ, а также о приобретении ИТ компании «УБИК» со стороны Arenadata.

- **Китайские площадки закрыли неделю в нейтральной зоне.** Локальные инвесторы перешли в выжидательный режим в преддверии съезда Коммунистической Партии Китая (КПК) в октябре, когда, вероятно, будут озвучены новые стратегические цели страны на ближайшую пятилетку (2026-2030). Отметим и продолжающиеся переговоры с США: по некоторым данным, китайские представители подняли вопрос Тайваня, призывая американских коллег отказаться от поддержки независимости острова. Лидером роста был металлургический холдинг Zijin Mining Group: помимо роста цен на золото, помогло намеченное на 30е сентября IPO ключевой дочерней структуры, Zijin Gold International, в Гонконге. Последняя выросла на 51% относительно официальной цены размещения на «сером» рынке (отражает индикативные цены на нерегулируемых информационных площадках перед IPO). Среди аутсайдеров выделяем лидирующего производителя электрокаров в мире, компанию BYD: полный выход фонда Berkshire Hathaway, управляемого Уорреном Баффеттом, из этой позиции спровоцировал ощутимую коррекцию в бумагах китайского автоконцерна.

- **Нефть Brent прибавила почти 4%.** Ожидания новых санкций ЕС и призывы Трампа к различным странам для отказа от российской нефти подогревали бычий настроения на рынке. С другой стороны, ожидаемое очередное смягчение квот добычи ОПЕК+, делегаты которой соберутся 5го октября, сдержало повышение нефтяных цен. Еженедельная статистика в США была нейтральной: запасы нефти упали на 0,6 млн бар. (ждали увеличения на 0,8 млн бар.), добыча в стране сохранилась на уровне 13,5 млн бар. в сутки, а количество вышек выросло на 6 до 424 штук.

Лидеры роста/падения	Значение	Изменение за неделю
		рост
Акции США		
Intel	35,5	20,0%
Teradyne	135,3	12,9%
Electronic Arts	193,4	11,7%
Kenvue	16,4	-10,5%
Freeport-McMoRan	35,8	-20,5%
Carmax	44,9	-23,2%
Российские акции		
Татнефть	645,9	3,6%
Норникель	125,8	3,4%
ФосАгро	7 271,0	3,2%
Южуралзолото	0,61	-5,2%
СургутНГ, прив. акция	40,5	-6,2%
Астра	325,6	-8,5%

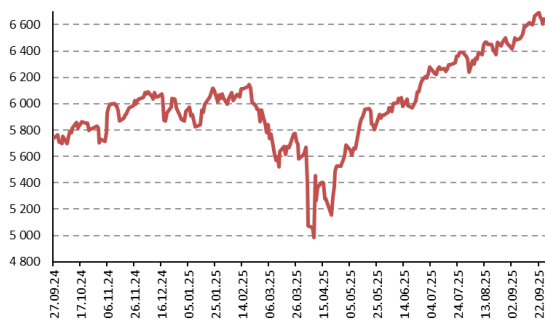
Источник: открытые источники, АО УК «Доверительная»

### Динамика индекса Мосбиржи



Источник: открытые источники, АО УК «Доверительная»

### Динамика индекса S&P 500



Источник: открытые источники, АО УК «Доверительная»



## Инструменты с фиксированной доходностью

**Ставки UST умеренно подросли на 5 б.п.** После заседания FOMC и взвешенного сигнала регулятора в фокусе инвесторов оказались макропоказатели США. Во-первых, данные по росту ВВП за 2-й квартал были пересмотрены с 3,3% до 3,8% в пересчете на годовые темпы. Во-вторых, вторую неделю подряд фиксируется уменьшение количества заявок по безработице (с 232 до 218 тыс. на прошлой неделе и с 264 до 232 тыс. недель ранее). Отметим, что показатели указывают на некоторое снижение рисков охлаждения экономики и ухудшения занятости. В свою очередь это, возможно, предполагает более осторожные действия регулятора по нормализации монетарной политики, как минимум в 4-м квартале 2025. Так, на основе фьючерсов на ставку ФРС вероятность ее снижения до 4,0% к концу текущего года, а не до 3,75% выросла на 11% до 33%. Между тем стоит выделить заявления Джерома Пауэлла в отношении более умеренного роста инфляции из-за торговых тарифов, чем прогнозировал ФРС ранее. По совокупности факторов кривая ставок UST 2-10 лет незначительно сместилась вверх на 5 б.п. до 3,6-4,2%.

**В ценах ОФЗ продолжилась переоценка излишне оптимистичных ожиданий рынка, котировки снизились на 0,2-1,4%.** Настроения на рынке рублевого долга остаются умеренно-негативными на фоне продолжающейся «подстройки» рынка к более взвешенному подходу ЦБ РФ по ДКП, чем предполагалось до сентябрьского заседания регулятора. Одним из факторов давления на цены облигаций являлся проинфляционный сценарий в случае расширения дефицита бюджета свыше оценок ЦБ. Опубликованный прогноз Минфина параметров федерального бюджета на 2026-28 в целом соответствовал ожиданиям и в базовом сценарии является дезинфляционным, что позволит ЦБ раньше или позже возобновить смягчение ДКП. Так, дефицит бюджета прогнозируется в 1,6% в 2026, 1,2% в 2027 и 1,3% в 2028. Тем не менее, ожидания по размеру дефицита в 2025 были пересмотрены с 1,7% до 2,6% ВВП или с (-3,8) до (-5,7) трлн руб. Как следствие, дополнительный объем заимствований Минфином был увеличен на 2,2 трлн руб., что отразилось на снижении котировок средне/долгосрочных ОФЗ в пределах 1,4% из-за риска возросшего предложения. Также некоторое изменение тактики Минфина на аукционах по размещению ОФЗ, в частности, умеренное повышение премии ко вторичному рынку с 2 б.п. до 6 б.п. при сохранении объемов привлечения (~85 млрд руб. на предыдущей неделе) обусловило давление на «длину».

Фактор положительной динамики кредитования в августе по мере смягчения денежно-кредитных условий указал на возможную осторожную позицию регулятора. Темпы роста кредитования бизнеса снова повысились, прирост портфеля составил 1,6% м/м по сравнению с 1,1% в июле. Розничное кредитование выросло на 0,8% в августе после +0,5% месяцем ранее, в т.ч. автокредитование ускорилось с 2,3% до 2,7% м/м. На наш взгляд, приведенные данные указывают на сохранение взвешенной позиции ЦБ РФ по ключевой ставке на октябрьском заседании.

Сегмент/география	YTW	Изменение значений индексов облигаций			
		неделя	месяц	год	с начала 2025г
Еврооблигации (USD)					
US Treasuries	3,5%	-0,2%	0,7%	1,6%	5,1%
US IG	4,5%	-0,4%	1,2%	3,2%	6,6%
US HY	5,2%	-0,2%	0,9%	7,4%	7,1%
Рублевые облигации					
ОФЗ	14,3%	-0,2%	-1,2%	28,3%	18,8%
Муниципальные	15,5%	-0,2%	0,1%	24,1%	20,1%
Корпоративные	16,0%	-1,3%	-1,3%	27,4%	24,5%
Инфляция в РФ		0,08%	-0,4%	8,1%	4,2%
в годовых			-4,8%	8,1%	5,7%

YTW - доходность к погашению/опциону-колл(пут)

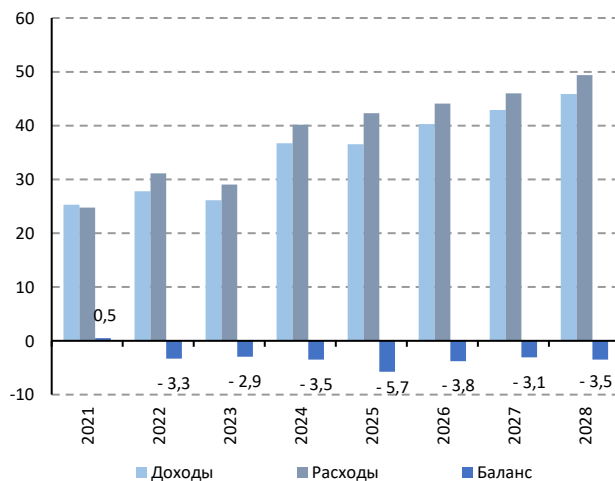
IG - Investment Grade (рейтинг BBB- и выше)

HY - High Yield (рейтинг BB+ и ниже)

Изменение значений индексов - изменение цен облигаций + купон

Источник: Bloomberg, Московская биржа, АО УК «Доверительная»

Динамика параметров федерального бюджета РФ, трлн руб.



Источник: Минфин РФ, АО УК «Доверительная»

Центробанк	Ставка	Заседание	Прогноз
ФРС США	4,25%	29 октября	4,0%
ЕЦБ	2,0%	30 октября	2,0%
ЦБ РФ	17,0%	24 октября	17,0%

Источник: Центробанки, АО УК «Доверительная»



## Макроэкономическая статистика

На прошлой неделе в США в фокусе были сильная финальная оценка роста ВВП за 2K25 и позитивные данные по рынку труда. Также обращаем внимание на выход предварительных оценок индикаторов PMI за сентябрь по ряду развитых стран: если в США и Японии цифры оказались хуже ожиданий, то в ЕС и Германии, напротив, значения превзошли консенсус. Что касается развивающихся стран, отмечаем прошедшее заседание ЦБ Мексики, который ожидаемо снизил ключевую ставку на 25 б.п. до 7,5%. Возвращаясь к макроданным, выделяем слабую динамику промышленного производства в Индии и России, впечатляющий уровень торгового баланса в Саудовской Аравии, негативную статистику по инфляции в ЮАР, а также усиление уровня безработицы, но солидный рост розничных продаж в Мексике.

Текущая неделя будет гораздо более насыщенной по объему выходящей макростатистики. В США ждем очень много данных по рынку труда, а также целый ряд важных индикаторов PMI. В Японии будем следить за динамикой промышленного производства и розничных продаж, в Великобритании – за финальной оценкой роста ВВП за 2K25, а в ЕС и Германии – за уровнем безработицы и статистикой по инфляции. Переходя к развивающимся странам, отметим заседание ЦБ Индии по ключевой ставке и публикацию различных индикаторов PMI по китайской экономике. Кроме того, обращаем внимание на выход данных по рынку труда в Бразилии и Саудовской Аравии, по объему торгового баланса в ЮАР и Индонезии, а также по динамике розничных продаж и росту ВВП за август в России.

**Термины в статистике.** Interest Rate Decision – решение регулятора по ставке рефинансирования. Один из основных инструментов монетарной политики и регулирования экономики – возможность менять ставку. В классической теории для улучшения экономических показателей ставку максимально снижают, что способствует росту кредитования бизнеса и развитию экономики. Для сдерживания инфляции, наоборот, ставку следует повышать, чтобы изъять лишнюю ликвидность с рынка. Инструмент довольно инерционный и начинает действовать не сразу, поэтому правильно рассчитать тайминг и оптимальную ставку может быть проблематично.

Дата	Страна	Показатель	Период	Факт	Прогноз	Пред.	Пересм.
23 сен	India	HSBC Composite PMI Flash	Сентябрь	61,9	62,9	63,2	--
23 сен	Germany	HCOB Composite PMI Flash	Сентябрь	52,4	50,6	50,5	--
23 сен	EU	HCOB Composite PMI Flash	Сентябрь	51,2	51,1	51,0	--
23 сен	UK	S&P Global Composite PMI Flash	Сентябрь	51,0	53,0	53,5	--
23 сен	Mexico	Retail Sales YoY	Июль	2,4%	1,6%	2,5%	3,2%
23 сен	USA	S&P Global Composite PMI Flash	Сентябрь	53,6	54,6	55,1	54,6
24 сен	Japan	S&P Global Composite PMI Flash	Сентябрь	51,1	52,2	52,0	--
24 сен	Russia	Industrial Production YoY	Август	0,5%	0,8%	0,7%	--
25 сен	SAR	Trade Balance	Июль	26,9B SAR	20B SAR	22,1B SAR	19,5B SAR
25 сен	ZA	PPI YoY	Август	2,1%	1,8%	1,5%	--
25 сен	USA	GDP QoQ Final	2K25	3,8%	3,3%	-0,5%	-0,6%
25 сен	USA	Initial Jobless Claims	20 сен	218K	235K	231K	232K
25 сен	Mexico	Interest rate decision		7,5%	7,5%	7,75%	--
26 сен	Mexico	Trade Balance	Август	-1,94B USD	-1,2B USD	-0,017B USD	--
29 сен	India	Industrial Production YoY	Август	4,0%	5,0%	3,5%	--
29 сен	Mexico	Unemployment rate	Август	2,9%	2,8%	2,8%	--

Источник: открытые источники

Дата	Страна	Показатель	Период	Факт	Прогноз	Пред.	Пересм.
30 сен	Japan	Industrial Production MoM Prel.	Август	--	-0,8%	-1,2%	--
30 сен	Japan	Retail Sales MoM	Август	--	1,0%	0,3%	--
30 сен	China	NBS Manufacturing PMI	Сентябрь	--	49,7	49,4	--
30 сен	China	NBS General PMI	Сентябрь	--	50,8	50,5	--
30 сен	China	RatingDog Manufacturing PMI	Сентябрь	--	50,3	50,5	--
30 сен	China	RatingDog Composite PMI	Сентябрь	--	52,0	51,9	--
30 сен	Germany	Retail Sales MoM	Август	--	0,5%	-1,5%	--
30 сен	UK	GDP QoQ Final	2K25	--	0,3%	0,7%	--
30 сен	Germany	Unemployment rate	Сентябрь	--	6,3%	6,3%	--
30 сен	Brazil	Unemployment rate	Август	--	5,6%	5,6%	--
30 сен	Germany	CPI MoM Prel.	Сентябрь	--	0,1%	0,1%	--
30 сен	ZA	Trade Balance	Август	--	17,8B ZAR	20,3B ZAR	--
30 сен	SAR	Unemployment rate	2K25	--	2,6%	2,8%	--
1 окт	ID	Trade Balance	Август	--	3,9B USD	4,1B USD	--
1 окт	ID	CPI YoY	Сентябрь	--	2,5%	2,3%	--
1 окт	India	Interest rate decision		--	5,5%	5,5%	--
1 окт	EU	CPI MoM Flash	Сентябрь	--	0,1%	0,1%	--
1 окт	USA	ADP Employment Change	Сентябрь	--	50K	54K	--
1 окт	USA	S&P Global Manufacturing PMI Final	Сентябрь	--	52,0	53,0	--
1 окт	USA	ISM Manufacturing PMI	Сентябрь	--	49,0	48,7	--
1 окт	Russia	Unemployment rate	Август	--	2,2%	2,2%	--
1 окт	Russia	Retail Sales YoY	Сентябрь	--	2,3%	2,0%	--
2 окт	EU	Unemployment rate	Август	--	6,2%	6,2%	--
2 окт	USA	Initial Jobless Claims	27 сен	--	223K	218K	--
2 окт	Russia	GDP YoY	Август	--	0,7%	0,4%	--
3 окт	Japan	Unemployment rate	Август	--	2,4%	2,3%	--
3 окт	Japan	S&P Global Composite PMI Final	Сентябрь	--	51,1	52,0	--
3 окт	Russia	S&P Global Composite PMI	Сентябрь	--	49,0	49,1	--
3 окт	ZA	S&P Global PMI	Сентябрь	--	49,7	50,1	--
3 окт	Germany	HCOB Composite PMI Final	Сентябрь	--	52,4	50,5	--
3 окт	EU	HCOB Composite PMI Final	Сентябрь	--	51,2	51,0	--
3 окт	UK	S&P Global Composite PMI Final	Сентябрь	--	51,0	53,5	--
3 окт	EU	PPI MoM	Август	--	0,0%	0,4%	--
3 окт	Brazil	Industrial Production YoY	Август	--	-1,0%	0,2%	--
3 окт	USA	Non Farm Payrolls	Сентябрь	--	50K	22K	--
3 окт	USA	Unemployment rate	Сентябрь	--	4,3%	4,3%	--
3 окт	Brazil	S&P Global Composite PMI	Сентябрь	--	48,5	48,8	--
3 окт	USA	S&P Global Composite PMI Final	Сентябрь	--	53,6	54,6	--
5 окт	SAR	Riyad Bank PMI	Сентябрь	--	56,2	56,4	--
6 окт	India	HSBC Composite PMI Final	Сентябрь	--	61,9	63,2	--
6 окт	EU	Retail Sales MoM	Август	--	--	-0,5%	--
6 окт	Brazil	Trade Balance	Сентябрь	--	5,5B USD	6,13B USD	--

Источник: открытые источники



АО УК «Доверительная». Российская Федерация, г. Москва, вн.тер.г. муниципальный округ Даниловский, пр-кт Андропова д.18 к.1., телефон: +7 (495) 228-15-05, +7 (800) 737-77-00, [www.entrustment.ru](http://www.entrustment.ru). Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 045-13853-001000 выдана Центральным Банком Российской Федерации (Банк России) 13.03.2014 г., лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00041, выдана ФКЦБ России 17.01.2001 г. Представленные материалы и информация (далее - материал) не являются предложением финансовых инструментов, а также не являются индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в них, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. АО УК «Доверительная» (далее – Компания) не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в представленных материалах и информации.

Настоящий материал подготовлен работниками Компании исключительно в информационных целях, содержит исключительно личное мнение работников и не направлен на побуждение Вас к приобретению финансовых инструментов, упомянутых в нем. Содержащиеся в материале информация и мнения были собраны или получены на основании информации, полученной из источников, которые, по мнению работников, являются надежными и достоверными. В настоящем материале не дается ни прямых, ни косвенных заявлений или гарантий в отношении точности, полноты или надежности содержащейся в нем информации, полноты обзора ценных бумаг, рынков или исследований, указанных в настоящем материале. Любое мнение, выраженное в настоящем материале, может быть изменено без предварительного уведомления, и может отличаться или даже быть противоположным мнению, изложенному в других материалах Компании. Любые суждения или мнения, представленные в настоящем материале, актуальны на момент публикации настоящего материала. Если дата настоящего материала неактуальна, его содержание может не отражать текущее мнение работников Компании и текущую ситуацию на рынке. Цены, указанные в настоящем материале представлены исключительно для информации и не являются оценкой конкретной ценной бумаги или другого инструмента. Компания не гарантирует, что сделка, которая возможно будет заключена, будет совершена по указанным здесь ценам. Настоящий материал не следует рассматривать в качестве предложения или побудительной причины принять участие в инвестиционной деятельности, и на него нельзя рассчитывать как на заверение того, что какая-либо конкретная транзакция может быть осуществима по указанной в материале цене. Инвесторам следует самим принимать решения об обоснованности инвестиций в каждый финансовый инструмент или инвестиционных стратегий, упомянутых в настоящем материале.

Настоящий материал является собственностью Компании. Использование и распространение настоящего материала (полностью или частично) разрешено только с указанием активной ссылки на конкретный материал. Компания не несет ответственности за действия третьих лиц в результате такого использования и распространения.