

## 2026: Три сценария

| Сценарий             | Вероятность | Комментарий  | Триггеры  | Активы  |
|----------------------|-------------|--|---|---|
| Пузырь ИИ лопнул     | 35%         | Падение рынков в начале 2026 года вызовет самоусиливающийся процесс продаж из-за сворачивания маржинальных долгов. Здесь возможен (1) обычный risk-off (-20-30%) или (2) «левый хвост» (-35-50%)                             | <p>Финансируемость AI-CAPEX под вопросом</p> <p>Рост длинных ставок / рост кредитных спредов.</p> <p>Систематические продажи (СТА и др).</p> <p>Слабость рынка труда.</p>   | <p><b>Кэш король. Золото</b> сначала может упасть, но в итоге вырастет.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Рецессионный risk-off → TLT 109.</li> <li>• Фискально-институциональный / инфляционный стресс → <b>золото / commodities / защита от роста long-end</b>, TLT может не сработать.</li> </ul> |
| Волатильный 2026-й   | 50%         | Фискальное и монетарное стимулирование смогли поддерживать огонь бычьих рынков. Но инвесторы будут нервными, что будет вызывать спорадические ротации между различными классами активов, как мы видим это в конце 2025 года. | <p>Рост устойчивый, но не перегретый; инфляция продолжает снижаться к целям; ФРС режет постепенно.</p> <p>Ралли расширяется за пределы Tech.</p> <p>“Кредит не ломается”: эмиссия идёт, но без стресса.</p> <p>Финансовые условия не ужесточаются критично (buybacks / кредит / ликвидность сохраняются).</p> | <p>Попеременный рост самых разных активов.</p> <p>Потребуется активное управление.</p> <p>Коридор SPY 550-820 или более узкий 615-755 в зависимости от ФРС, Казначейства и других триггеров.</p>  |
| Big Beautiful Bubble | 15%         | Нужны (1) новая информационная волна для возврата оптимизма, (2) агрессивное монетарное смягчение ФРС и (3) прогноз по прибыли подтверждается с сохранением высокого P/E   | <p>Новая волна оптимизма + мягче-чем-ожидалось по ставкам/ликвидности.</p> <p>EPS рост подтверждается + монетизация AI видима → рынок терпит высокий P/E (даже без расширения)</p>  | <p>Growth-акции. SPY движется в направлении 820 (+20%)</p>  |

### Таргеты SPY на 2026 год:

- **Медвежий рынок (левый хвост)** - цель SPY 400 (-40%). Базовый risk-off: **-20...-30%**, левый хвост: **-35...-50%**. Снижение EPS на 10% и снижение мультипликатора P/E на 30% в направлении 17x. Спрэды HY-IG резко растут, проблемы с ликвидностью из-за делевериджа (падает margin debt).
- **Волатильный 2026-й** - здесь выделены зоны +/-10% и +/-20%. В этом случае размах колебаний будет скорее всего 20-30%, сдвинутый вверх или вниз в зависимости от ФРС, Казначейства, рынка труда и других факторов. Например, после -10% идет +20% и итоговый рост на 20%. Или наоборот, сначала рост на 20% и затем падение на 10%. В этом сценарии путей у рынка много. В основе торговли акциями будет активная ротация между секторами, индустриями и темами.

- **Бычий рынок (Пузырь)** – цель 820 (+20%). Здесь нужен и рост EPS на 15% и рост мультипликатора P/E на 5%, но может быть и больше.

#### Для АТАКИ упор на трех темах:

- AI software & Cloud (бенчмарки - AIQ, IGPT, SKYY)
- Роботы, промышленные + военные (BOTZ, ROBO)
- Энергосистема: генерация, сети, хранение и ресурсы (LIT, BATT, URA, ICLN, PAVE)

Рынок также может играть в космос (под IPO SpaceX), кванты, безопасность, биотехи и другие темы. И тут уже вопрос устойчивости каждой истории. Если за ней не стоит прибыль бизнеса, то такие истории быстро растут и сдуваются.

Главный фильтр 2026 года для AI: **ROIC / unit economics / monetization**, а не просто “AI exposure”. Внутри софта будет огромная дисперсия: победители - те, кто реально *экономит труд* и удерживает pricing power (маржинальность). Рост за счет маржинальности сейчас не оплачивается рынком.

В роботах оборона/дроны/автономность получают политический и бюджетный импульс; плюс космос как отдельная ветка к роботам.

В энергетике самое важное не “зелёная история”, а **физика нагрузки** (дата-центры → сети → generation → grid upgrades). В Европе и PJM это прямо упирается в регуляторику подключения и инвестпрограммы.

#### Может также сыграть 4-й тематический “компромиссный” блок:

- **Picks-and-shovels (сети / power / T&D / охлаждение)** более устойчивы, чем “чистый софт”. Они часто переживает “пересмотр нарратива” лучше, чем “чистый софт”, потому что спрос более физический и контрактный.

Для **ЗАЩИТЫ** в лидерах остаются GLD, TLT и краткосрочные гособлигации США. Но TLT сработает как хедж только если шок = рецессионный/дезинфляционный.

Если шок будет институциональный/фискальный/инфляционный, то длинные ставки могут не упасть, а наоборот - и тогда TLT может не спасти. То есть “защитный пакет” нужно мыслить как **двухрежимный**:

- **Risk-off/рецессия** → TLT/UST работают.
- **Фискально-институциональный стресс / supply shock** → лучше работают **gold/commodities/опциональность на long-end yields**, а не длинная дюрация.

## Table of Contents

|   |           |
|---|-----------|
| <b>2026: ТРИ СЦЕНАРИЯ</b> .....   | <b>1</b>  |
| <b>СВОДНОЕ РЕЗЮМЕ ПО OUTLOOK-ОТЧЕТАМ НА 2026: GOLDMAN, KKR, BARCLAYS, HSBC, UBS, BOFA, MORGAN STANLEY, STIFEL, JPM, BROOKFIELD, BLACKROCK, T. ROWE, JPAM</b> .....                  | <b>9</b>  |
| СИГНАЛЫ .....   | 9         |
| ПОЧЕМУ ВАЖНЫ ДЛЯ ИНВЕСТОРА/ТРЕЙДЕРА .....   | 11        |
| КРИТИКА .....   | 13        |
| <b>ТАБЛИЦА РАЗВИЛОК 2026: 5 КЛЮЧЕВЫХ ИНДИКАТОРОВ → КТО ВО ЧТО ВЕРИТ → РЫНОЧНОЕ СЛЕДСТВИЕ</b> 14   | <b>14</b> |
| СИГНАЛЫ .....   | 14        |
| ПОЧЕМУ ВАЖНЫ ДЛЯ ИНВЕСТОРА/ТРЕЙДЕРА (ТОЛЬКО ПРИКЛАДНАЯ ЛОГИКА) .....  | 15        |
| КРИТИКА (ГДЕ СИГНАЛ СЛАБЕЕ) .....   | 16        |
| <b>КАРТА КОНСЕНСУСА И РАСХОЖДЕНИЙ ПО OUTLOOK-ОТЧЕТАМ НА 2026 (GOLDMAN, BOFA, MORGAN STANLEY, KKR, JPM, BARCLAYS, UBS, BLACKROCK, BROOKFIELD, HSBC, STIFEL, T. ROWE PRICE)</b> ..... | <b>17</b> |
| СИГНАЛЫ .....   | 17        |
| 1) Консенсус (повторяется у большинства домов; сигнал высокой силы) .....   | 17        |
| 2) Расхождения (где «вилка»; именно это сильнее всего влияет на позиционирование) .....   | 18        |
| ПОЧЕМУ ВАЖНЫ ДЛЯ ИНВЕСТОРА/ТРЕЙДЕРА .....   | 19        |
| КРИТИКА .....   | 20        |
| <b>GOLDMAN SACHS ASSET MANAGEMENT — “SEEKING CATALYSTS AMID COMPLEXITY: INVESTMENT OUTLOOK 2026”</b> .....  | <b>21</b> |
| СИГНАЛЫ .....   | 21        |
| 1) Монетарная политика: мир входит в “разноскоростной” режим .....  | 21        |
| 2) Тарифы и “новый торговый порядок” — риск роста через pass-through .....  | 21        |
| 3) Фискальные риски — источник волатильности длинного конца кривой .....  | 21        |
| 4) Концентрация рынка акций высокая, но ключевой триггер — “earnings disappointment” .....  | 21        |
| 5) AI capex как “катализатор цикла”, но растёт кредитный след .....   | 21        |
| 6) Easing-циклы статистически поддерживают малые компании и ряд ставок/секторов .....   | 22        |
| 7) M&A/IPO: ожидается ускорение сделок (как драйвер “breadth”) .....  | 22        |
| 8) Оценки активов: “дорого почти всё” по историческим перцентильям .....  | 22        |
| 9) Потребление США: ключевой “факт-рычаг” — концентрация у богатых .....  | 22        |
| 10) Private markets: pressure points измеримы (не философия) .....  | 22        |
| 11) Электроэнергия/инфраструктура: “скорость к мощности” становится ограничением .....  | 22        |
| 12) Портфельные инструменты: рост “упаковки” активного риска в ETF и опционном доходе .....   | 23        |
| ПОЧЕМУ ВАЖНЫ ДЛЯ ИНВЕСТОРА/ТРЕЙДЕРА .....   | 23        |
| КРИТИКА .....   | 23        |
| <b>KKR — “HIGH GRADING: OUTLOOK FOR 2026” (GLOBAL MACRO TRENDS, DEC 2025)</b> .....   | <b>25</b> |
| СИГНАЛЫ .....   | 25        |
| 1) Режим “позднего цикла” без призыва к de-risking — но с переходом на качество (“High Grading”) .....  | 25        |
| 2) Продуктивность (AI) — главный фундаментальный драйвер, но “ценник ожиданий” стал высоким ..  | 25        |
| 3) AI-capex становится макро-фактором ВВП, но растёт риск “перегрева инфраструктуры” и долгового следа .....  | 25        |
| 4) Кредит: нормализация потерь неизбежна (особенно “винтаж 2021”), но не базовый сценарий рецессии .....  | 25        |
| 5) Риск “длинной дюрации”: long UST больше не “safe haven” по умолчанию .....   | 25        |
| 6) Географическая ротация: “больше вне США”, особенно Азия (реформы + потребление) .....  | 26        |
| 7) Тарифы: базовый сценарий “пик пройден”, но диапазон широкий .....  | 26        |
| 8) S&P 500: апсайд в 2026 есть, но 5-летние ожидания скромнее; мультипликатор не должен расширяться .....   | 26        |
| 9) Отбор “Picks & Pans” (как карта тактических идей) .....  | 26        |
| ПОЧЕМУ ВАЖНЫ ДЛЯ ИНВЕСТОРА/ТРЕЙДЕРА .....   | 26        |
| КРИТИКА .....   | 27        |

**BARCLAYS PRIVATE BANK — “OUTLOOK 2026: THE INTERPRETATION GAME” (NOV 2025) .....28**

|  |    |
|--|----|
| СИГНАЛЫ.....   | 28 |
| 1) США: базовый макро-профиль 2026 + “хрупкая” конструкция роста .....                           | 28 |
| 2) AI-ралли 2025 = рост на концентрации, а не на ширине .....                                    | 28 |
| 3) Оценки: последние 3 года “тащил” мультипликатор — теперь нужен earnings delivery .....        | 28 |
| 4) Секторальная ротация: циклики “перебежали” фундаментал и кредит .....                         | 28 |
| 5) Облигации: доходности привлекательны, но 2026 = “снабжение долгом” + риск long-end .....      | 29 |
| 6) Кредит: спрэды узкие → нужен “quality/selection”, плюс риск рефинансирования НУ.....          | 29 |
| 7) Европа: “первый шаг” возможен через Германию, но рынок неверно “прайсит” ставки.....          | 29 |
| 8) Китай: структурный переход + дефляционный фон + рычаг редкоземов .....                        | 29 |
| 9) Крипто: регуляторный разворот США = структурный драйвер, но BTC — risk-on в стрессе.....      | 30 |
| 10) Multi-asset: явный сдвиг к госбондам DM + качество в акциях + золото как commodity-ядро..... | 30 |
| ПОЧЕМУ ВАЖНЫ ДЛЯ ИНВЕСТОРА/ТРЕЙДЕРА .....  | 30 |
| КРИТИКА.....   | 31 |

**HSBC PRIVATE BANK — “RESILIENCE IN A TRANSFORMING WORLD: INVESTMENT OUTLOOK Q1 2026” (ISSUED 20 NOV 2025).....32**

|   |    |
|---|----|
| СИГНАЛЫ.....  | 32 |
| 1) Рынок недооценивает силу сарех-цикла в США (AI + reshoring + стимулы).....                                   | 32 |
| 2) Риск 2026 — не “конец цикла”, а преждевременная остановка снижения ставок ФРС .....                          | 32 |
| 3) Маржинальность бизнеса США пока держится за счёт pass-through тарифов + спроса .....                         | 32 |
| 4) Концентрационный риск признаётся, но “резать США” они не хотят — предпочитают FX-оверлей 32                  |    |
| 5) “Корреляции выросли”: диверсификаторы стали двигаться вместе → нужно диверсифицировать диверсификаторы ..... | 32 |
| 6) Азия и ЕМ: апгрейд до overweight на фоне улучшения фундаментала и рейтингов.....                             | 32 |
| 7) Акции США: прогноз по прибыли — двузначный; риск — задержки инфраструктурных проектов.....                   | 33 |
| 8) Fixed income: ставка на качество и carry, НУ — в минус.....  | 33 |
| 9) Кредит-риск 2026: ожидают “шум” с заголовками (governance / fraud), но не системный кризис .....             | 33 |
| 10) FX и золото: USD — нейтрально, ставка на диверсификацию; золото — overweight .....                          | 33 |
| 11) Альтернативы: хедж-фонды как “страховка” при слабости bonds-диверсификации .....                            | 33 |
| 12) Real estate: обций рынок стабилизируется, но “бифуркация” максимальна.....                                  | 33 |
| ПОЧЕМУ ВАЖНЫ ДЛЯ ИНВЕСТОРА/ТРЕЙДЕРА .....   | 34 |
| КРИТИКА.....  | 34 |

**J.P. MORGAN ASSET MANAGEMENT — “ALTERNATIVE INVESTMENTS OUTLOOK 2026: A NEW ERA OF PUBLIC-PRIVATE CONVERGENCE” (8TH ANNUAL EDITION).....35**

|  |    |
|--|----|
| СИГНАЛЫ.....   | 35 |
| 1) Private markets стали “структурой”, а не циклом (масштаб уже системный) .....                           | 35 |
| 2) Концентрация в публичных акциях = измеримый риск; private = попытка купить тему дешевле.....            | 35 |
| 3) Private credit: премия к публичному кредиту есть, но качество и стандарты ухудшаются “на краю” .        | 35 |
| 4) PE: альфа исторически была, а окно 2026 выглядит как перезапуск сделок/экзитов .....                    | 35 |
| 5) Secondaries — структурный рост ликвидности в PE (и это уже большие цифры) .....                         | 35 |
| 6) CRE: “инверсия капитальной структуры” разворачивается → сделки могут оживиться .....                    | 36 |
| 7) Недвижимость: энергетическая мощь становится фактором доходности (не ESG, а физика) ...                 | 36 |
| 8) Жильё: недострой и affordability → поддержка аренды (SFR / attainable multifamily / PBSA).....          | 36 |
| 9) Инфраструктура: “3E”-режим = капекс > амортизации впервые в XXI веке .....                              | 36 |
| 10) Transportation как “moving infrastructure” с низкими корреляциями + replacement cycle.....             | 36 |
| 11) Timberland: тарифы и торговые барьеры прямо влияют на цены; + опциональность через carbon credits..... | 37 |
| 12) Hedge funds: среда для альфы стала “лучше, чем 2011–2019”, но главный риск — leverage + crowding .     | 37 |
| ПОЧЕМУ ВАЖНЫ ДЛЯ ИНВЕСТОРА/ТРЕЙДЕРА .....  | 37 |
| КРИТИКА.....   | 38 |

**UBS CIO — “YEAR AHEAD 2026: ESCAPE VELOCITY?” (PUBLISHING DATE 20 NOV 2025) .....39**

|  |    |
|--|----|
| СИГНАЛЫ.....   | 39 |
| 1) База UBS: рост акций продолжится, но “топливом” остаются AI-сарех и монетизация ..... | 39 |

|   |           |
|---|-----------|
| 2) UBS даёт конкретный “сарех-план мира”: масштаб уже измерим .....   | 39        |
| 3) Adoption-порог: UBS фиксирует “переходный уровень” внедрения AI бизнесом .....   | 39        |
| 4) Оценка “ценника” AI: проблема не в TAM, а в монетизации .....  | 39        |
| 5) “Power & resources” — узкое горлышко AI-бума: рост электроспроса + капекс сетей .....  | 40        |
| 6) Commodities: тактическая ставка + конкретика по меди .....   | 40        |
| 7) Акции: UBS даёт чёткие таргеты и драйверы по регионам/сектору .....  | 40        |
| 8) “Высокие оценки сами по себе редко убивают ралли” — но сжимают будущую доходность .....  | 40        |
| 9) Долг и “financial repression” — режимный сигнал по FX и корреляциям .....  | 40        |
| 10) Fixed income / доход: “quality + средняя дюрация”, HY — осторожно, private credit — селективно .....                                    | 41        |
| 11) FX-вью UBS на 2026: структурный уклон против USD + конкретные пары/идеи .....   | 41        |
| 12) Политические риски: конкретный “событийный триггер” по тарифам США .....  | 41        |
| 13) Сценарии UBS (с числами): это карта “если режим сменится” .....   | 41        |
| ПОЧЕМУ ВАЖНЫ ДЛЯ ИНВЕСТОРА/ТРЕЙДЕРА .....   | 41        |
| КРИТИКА .....   | 42        |
| <b>BOFA SECURITIES — “US EQUITY STRATEGY YEAR AHEAD: 2026 YEAR AHEAD: ALL BULLED UP, AND NO PLACE TO GO” (26 NOV 2025, CORRECTED) .....</b> | <b>43</b> |
| СИГНАЛЫ .....   | 43        |
| 1) Базовый прогноз по SPX: сильная прибыль, но скромная цена (multiple compression) .....   | 43        |
| 2) Конструкция роста меняется: Сарех > Consumption .....  | 43        |
| 3) AI: готовьтесь к “air rocket” — главный фильтр ROIC – WACC .....   | 43        |
| 4) “Пузырь” не равен 2000, но часть метрик уже “как в 2000” .....   | 44        |
| 5) Тарифы: основной удар по марже, вероятно, ещё впереди; триггер — запасы .....  | 44        |
| 6) Кредитный цикл “чувствуется рядом”, но источник “тараканов” — private lending .....  | 44        |
| 7) Ширина рынка и позиционирование: “misses punish” + маржинальный долг .....   | 44        |
| 8) Предпочтения по секторам (их “карта ставок”) .....   | 45        |
| 9) “Small > Large” как базовая ставка, но с важными условиями .....   | 45        |
| ПОЧЕМУ ВАЖНЫ ДЛЯ ИНВЕСТОРА/ТРЕЙДЕРА .....   | 45        |
| КРИТИКА .....   | 45        |
| <b>MORGAN STANLEY — “2026 US EQUITIES OUTLOOK: THE ROLLING RECOVERY IS HERE” (17 NOV 2025) .....</b>  | <b>46</b> |
| СИГНАЛЫ .....   | 46        |
| 1) Базовый таргет по рынку и “формула” роста .....  | 46        |
| 2) “Rolling recovery” вместо “rolling recession”: индикаторный поворот — ширина ревизий прибыли .....                                       | 46        |
| 3) Монетарный триггер, который должен “включить расширение лидерства”: Fed cuts больше, чем ждёт рынок .....                                | 46        |
| 4) Конкретный “near-term risk” к бычьему сценарию: задержка ФРС из-за данных/ликвидности .....  | 46        |
| 5) “Hotter but shorter” как модель рынка: 2 года “up” / 1 год “off” .....   | 46        |
| 6) Налоговая политика как измеримый драйвер FCF: cash tax rate вниз .....   | 47        |
| 7) Сдвиг “quality vs 1999”: рынок дорогой, но качество выше — измеримо .....  | 47        |
| 8) Small caps: апгрейд до Overweight + набор условий .....  | 47        |
| 9) Сектора/стили: что именно OW/UW и почему .....   | 47        |
| 10) AI adoption: они измеряют “реальные выгоды” по 7,400 транскриптам .....   | 47        |
| 11) M&A: количественный прогноз восстановления цикла сделок .....   | 48        |
| 12) “Trade & imbalance” как риск-каркас: tariffs, USD, К-экономика .....  | 48        |
| ПОЧЕМУ ВАЖНЫ ДЛЯ ИНВЕСТОРА/ТРЕЙДЕРА .....   | 48        |
| КРИТИКА .....   | 48        |
| <b>T. ROWE PRICE — “2026 GLOBAL MARKET OUTLOOK: MINDS, MACHINES, AND MARKET SHIFTS” .....</b>   | <b>50</b> |
| СИГНАЛЫ .....   | 50        |
| 1) США: сарех-рост + фискальный импульс, но ФРС может вообще не снижать в 2026 .....  | 50        |
| 2) Фискальная экспансия — глобальный тренд, а long-end уязвим .....   | 50        |
| 3) Европа: “фронт-лоадинг тарифов” в 2025 → слабее manufacturing в 2026, ECB может стать более dovish .....                                 | 50        |
| 4) Япония: BoJ “позади кривой” → риск более сильных hikes, чем ждут .....   | 50        |

|  |           |
|--|-----------|
| 5) EM: инфляция и долг “под контролем” (особенно Азия), но тарифы — долгий хвост неопределённости                          | 51        |
| 6) Китай: “anti-involution” как фактор цен, но PBoC скорее про quantity-tools; 1 cut в early 2026 возможен                 | 51        |
| 7) AI: переход “от hype к profitability”, и новый риск-слоу = долговое финансирование капекса                              | 51        |
| 8) Equity: “broadening” — лидерство выходит за пределы mega-cap AI, и это подпирается фискалом                             | 51        |
| 9) Credit: спрэды очень узкие, поэтому “selection” становится главным; при этом доходность HY/Loans всё ещё конкурентна    | 51        |
| 10) Inflation-linked и EM local как “точки стоимости”; long UST — зона риска   | 52        |
| 11) Private markets: “выходные двери” (IPO/M&A) открываются; private credit — структурный спрос                            | 52        |
| 12) Tactical asset allocation (их собственные позиции): нейтрально по акциям, underweight по облигациям, overweight по кэш | 52        |
| ПОЧЕМУ ВАЖНЫ ДЛЯ ИНВЕСТОРА/ТРЕЙДЕРА  | 52        |
| КРИТИКА  | 53        |
| <b>GOLDMAN SACHS ASSET MANAGEMENT — “NAVIGATING THE NUANCES ACROSS PUBLIC MARKETS IN 2026” (18 NOV 2025)</b>               | <b>54</b> |
| СИГНАЛЫ  | 54        |
| 1) Экстремальная концентрация в US equities — и она измерима   | 54        |
| 2) AI-capex продолжается, но ключевой мониторинг — FCF/ROI и переход к долговому финансированию                            | 54        |
| 3) Credit events: не “системный стресс”, а точечные кейсы — no late-cycle поведение нужно ловить заранее                   | 54        |
| 4) Rates/кривая: ставка на дивергенцию ЦБ и активное позиционирование по кривой (steepening bias)                          | 54        |
| 5) “Carry opportunity” в кредитах: они явно выделяют, где доходность, и где осторожность по структуре                      | 55        |
| 6) Европа и Япония: фискал/реиндустриализация и политика → окно для переоценки, но через селекцию                          | 55        |
| 7) EM equities: дисконт к США как “математика” re-rating, но устойчивость зависит от earnings, а не liquidity              | 55        |
| ПОЧЕМУ ВАЖНЫ ДЛЯ ИНВЕСТОРА/ТРЕЙДЕРА  | 56        |
| КРИТИКА  | 56        |
| <b>STIFEL — “S&amp;P 500 IN 2026 IN A 6,500–7,500 CORRIDOR AS MACRO UNCERTAINTY PERSISTS” (11 DEC 2025)</b>                | <b>57</b> |
| СИГНАЛЫ  | 57        |
| 1) Базовый “коридор” по S&P 500 на 2026: 6,500–7,500 (не таргет-точка, а диапазон режима)                                  | 57        |
| 2) Главный downside-фактор — потребитель; AI-capex не перекрывает просадку спроса  | 57        |
| 3) Рынок труда “тонкий”: пока без взрыва безработицы из-за падения и спроса, и предложения                                 | 57        |
| 4) “Don’t fight the Fed” работает только если ФРС не ошиблась: риск — cuts ниже нейтралы                                   | 57        |
| 5) Оценка рынка: “P/E не важен... пока это единственное, что важно”; ERP в 92-м перцентиле                                 | 58        |
| 6) Ранний предупредительный индикатор: “низкокачественные/спекулятивные активы уже ломаются”                               | 58        |
| 7) AI-трейд: трещины через FCF и кредитный канал hyperscalers  | 58        |
| 8) Их главный тактический совет: хеджировать “Big Tech Cyclical Growth” дефенсивами  | 58        |
| 9) Макро-матрица (growth × inflation): отрасли и факторы “привязаны” к режиму  | 58        |
| 10) Китай/PMI: без “больше Китая” не ждут подъёма US manufacturing   | 59        |
| 11) Инвентари: нет сигналов restocking (ни у производителей, ни у клиентов)  | 59        |
| 12) FX/стили: доллар переоценён по PPP → долгий уклон к слабости и риск для Growth vs Value                                | 59        |
| 13) Инфляция: не “новый импульс”, а “липкая” Core PCE около 2.7% (и sticky supercore)                                      | 59        |
| 14) Длинный нарратив (структурный): дефициты + оживление commodities давят на Growth-лидерство                             | 59        |
| ПОЧЕМУ ВАЖНЫ ДЛЯ ИНВЕСТОРА/ТРЕЙДЕРА  | 59        |
| КРИТИКА  | 60        |
| <b>BOFA GLOBAL RESEARCH — “GLOBAL ECONOMICS YEAR AHEAD 2026: K-SHAPED ECONOMIES WITH K-SHAPED RISKS” (23 NOV 2025)</b>     | <b>61</b> |
| СИГНАЛЫ  | 61        |

|  |           |
|--|-----------|
| 1) Базовый макро-сценарий VofA: рост устойчивый, инфляция “плато”, цикл снижения ставок близок к финалу.....     | 61        |
| 2) “K-shaped” экономика США: потребление держат верхние доходы; низкие доходы уже слабые .....                   | 61        |
| 3) Избыточная глобальная ликвидность = общий фактор роста почти всех классов активов → главный риск 2026 .....   | 61        |
| 4) Тарифы: pass-through неполный → инфляционный риск может “догнать” в 2026.....                                 | 61        |
| 5) Фискальные дисбалансы и риск “bond market accident” (US/UK/Japan).....  | 62        |
| 6) Private credit как усилитель шока: уже >\$1 трлн AUM.....   | 62        |
| 7) Китай: рост “держится”, но дефляция/перепроизводство и слабое внутреннее потребление сохраняются .....        | 62        |
| ПОЧЕМУ ВАЖНЫ ДЛЯ ИНВЕСТОРА/ТРЕЙДЕРА .....  | 62        |
| КРИТИКА.....   | 63        |
| <b>BOFA GLOBAL RESEARCH — “THE RIC REPORT: YEAR AHEAD 2026: THE ADOPTERS AND THE DOLLAR” (10 DEC 2025) .....</b> | <b>64</b> |
| СИГНАЛЫ.....   | 64        |
| 1) Ключевая рыночная переменная 2026: темп AI-adoption, а он замедляется .....                                   | 64        |
| 2) “Это пузырь?” — VofA отвечает “пока нет”, но даёт измеримый индикатор пузыря.....                             | 64        |
| 3) Почему “не как 2000”: прибыль/балансы и финусловия (cuts), а не истерика IPO .....                            | 64        |
| 4) AI становится инфраструктурной историей: bottleneck = power + оборудование + политика.....                    | 64        |
| 5) AI-сарех и кредит: “не пузырь”, но релеверидж уже идёт; следить за концентрацией выручки.....                 | 65        |
| 6) Ключевая макро-переменная (для аллокации) 2026–2030: доллар.....  | 65        |
| 7) Базовая доходность “ядра” унылая: US 60/40 даёт <1% реальной доходности.....                                  | 65        |
| 8) Карта доходности 2026 по активам: EM debt / золото / Япония выглядят сильнее “бенчмарков”.....                | 65        |
| 9) “Satellite trades” — конкретный список ставок (а не философия).....   | 65        |
| 10) Технический блок по SPX даёт конкретные уровни риска/апсайда (для хеджа) .....                               | 66        |
| ПОЧЕМУ ВАЖНЫ ДЛЯ ИНВЕСТОРА/ТРЕЙДЕРА .....  | 66        |
| КРИТИКА.....   | 66        |
| <b>J.P. MORGAN ASSET MANAGEMENT — “2026 YEAR-AHEAD INVESTMENT OUTLOOK: AI LIFT AND ECONOMIC DRIFT” .....</b>     | <b>67</b> |
| СИГНАЛЫ.....   | 67        |
| 1) Макро-траектория США в 2026: «сначала горячо, потом остывание».....   | 67        |
| 2) Тарифы: сейчас «поглощали ритейлеры», в 4Q и 2026 перенос в цены усилится .....                               | 67        |
| 3) Иммиграция/предложение труда: «очень слабый job growth» может coexist с ровной безработицей....               | 67        |
| 4) K-shaped экономика: «богатые тянут сервисы», низ/середина под давлением.....                                  | 67        |
| 5) AI-сарех: масштаб уже «макро-значимый» и ускоряется.....  | 67        |
| 6) AI-adoption: уже не “talk”, а платные внедрения — но уязвимость в bottlenecks.....                            | 67        |
| 7) ФРС: траектория снижения «плоская» из-за раскола внутри FOMC.....   | 67        |
| 8) Диапазоны по ставкам: рынок будет «range-bound» + лёгкое steepening.....                                      | 68        |
| 9) Акции США: «дорого и выглядит bubbly», но прибыль поддерживает; риск — «несбывшееся broadening» .....         | 68        |
| 10) AI «не как 1999», но чувствительность выросла из-за концентрации в прибыли и сарех .....                     | 68        |
| 11) Международные акции: 2025 был «идеальным штормом» (P/E + FX), в 2026 упор на earnings .....                  | 68        |
| 12) «Диверсификация не умерла, она другая»: возвращение дохода в облигациях + роль альтернатив .....             | 68        |
| ПОЧЕМУ ВАЖНЫ ДЛЯ ИНВЕСТОРА/ТРЕЙДЕРА .....  | 68        |
| КРИТИКА.....   | 69        |
| <b>BROOKFIELD — “2026 INVESTMENT OUTLOOK” .....</b>  | <b>70</b> |
| СИГНАЛЫ.....   | 70        |
| 1) “Три D” = структурные мегатренды, которые формируют спрос на real assets на десятилетия .....                 | 70        |
| 2) Инфраструктурный суперцикл: потребности >\$100 трлн до 2040.....  | 70        |
| 3) AI превращает инфраструктуру в “узкое горлышко”: \$7 трлн только на AI value chain .....                      | 70        |
| 4) Сарех hyperscalers ускоряется, а энергоёмкость AI растёт нелинейно.....                                       | 70        |
| 5) Сети — явный bottleneck: старение + очереди подключений + требуемые инвестиции .....                          | 70        |
| 6) Энергия: “any-and-all” (renewables + storage + nuclear + gas) — не лозунг, а требование системы.....          | 71        |

|   |           |
|---|-----------|
| 7) Батареи становятся “несущей конструкцией” сетей; стоимость упала ~95% с 2016.....                              | 71        |
| 8) Nuclear — возвращение в mainstream: цель США — 10 новых реакторов к 2030 + \$80B минимум.....                  | 71        |
| 9) Private Equity: “операционка > фин.инжиниринг” — теперь это математика.....                                    | 71        |
| 10) Real Estate: 2026 как год “такт. режима” — liquidity вернулась, но победит selectivity.....                   | 72        |
| 11) Credit: спрэды сжимаются, дефолт-волна не базовая, но дисперсия и структура — главное.....                    | 72        |
| ПОЧЕМУ ВАЖНЫ ДЛЯ ИНВЕСТОРА/ТРЕЙДЕРА.....  | 72        |
| КРИТИКА.....  | 73        |
| <b>BOFA GLOBAL RESEARCH — “GLOBAL RESEARCH HIGHLIGHTS: BOFA’S VIEWS ON 2026” (08 DEC 2025) .....</b>              | <b>74</b> |
| СИГНАЛЫ.....  | 74        |
| 1) США: 5 “попутных ветров” → рост выше консенсуса (но с оговорками по инфляции).....                             | 74        |
| 2) Инфляция “липкая” и выше цели дольше → риск для long-end и мультипликаторов.....                               | 74        |
| 3) Рынок труда: брейк-ивен по job growth низкий (из-за иммиграции), но риск — нелинейный срыв.....                | 74        |
| 4) Equity view BofA: сильные earnings, но “некуда идти” по цене из-за сжатия P/E.....                             | 74        |
| 5) AI: ставка не на hyperscalers, а на “adopters”; риск — конфликт “AI увольняет” vs “потребление устойчиво”..... | 75        |
| 6) Режим Hartnett: “BIG” и “MID” как торговая конструкция 2026 (и главный тумблер — CPI).....                     | 75        |
| 7) REIT: “re-rate” начинается; оценка как в кризисы, плюс tailwinds supply/liquidity/refi.....                    | 75        |
| 8) US Housing: акции homebuilders “перерейтислись”, но фундаментал остаётся тяжёлым.....                          | 75        |
| 9) Semis: NVDA у “троуф” P/E, но дискуссия смещается от capex к конкуренции (GPU vs TPU).....                     | 76        |
| 10) Транспорт/логистика: спот-ставки растут из-за ужесточения предложения (scarcity), не из-за спроса.....        | 76        |
| ПОЧЕМУ ВАЖНЫ ДЛЯ ИНВЕСТОРА/ТРЕЙДЕРА.....  | 76        |
| КРИТИКА.....  | 76        |
| <b>BLACKROCK INVESTMENT INSTITUTE — “2026 GLOBAL OUTLOOK: PUSHING LIMITS” .....</b>                               | <b>78</b> |
| СИГНАЛЫ.....  | 78        |
| 1) “Нейтральной позиции больше нет”: рынок стал факторно-концентрированным.....                                   | 78        |
| 2) AI-buildout масштабируется до уровня, где micro становится macro.....  | 78        |
| 3) Матчинг “капекс ↔ выручка” по AI пока не сходится на уровне hyperscalers.....                                  | 78        |
| 4) “Leveraging up”: AI-стройка неизбежно ведёт к росту долга и уязвимости к скачкам доходностей.....              | 78        |
| 5) Длинные UST больше не “автопилот-хедж”: тактический underweight long Treasuries.....                           | 79        |
| 6) Физические ограничения AI в США: главный bottleneck — энергия/земля/подключения.....                           | 79        |
| 7) Геополитическая фрагментация: оборона и энергия как “вынужденный капекс”.....                                  | 79        |
| 8) “Future of finance”: стейблкоины стали структурным мостом, а не нишей.....                                     | 79        |
| 9) Private credit: начинается фаза дисперсии и “шэйкаута”; retail semi-liquid может усилить волю.....             | 80        |
| 10) Инфраструктура: окно оценки “дешёво относительно акций”, а спрос структурный.....                             | 80        |
| 11) EM: в 2025 был “sweet spot” (local debt + FX), дальше — переход к hard currency.....                          | 80        |
| 12) Конкретные тактические “овер/андер” (операциональные сигналы позиционирования).....                           | 80        |
| ПОЧЕМУ ВАЖНЫ ДЛЯ ИНВЕСТОРА/ТРЕЙДЕРА.....  | 80        |
| КРИТИКА.....  | 81        |

# Сводное резюме по Outlook-отчетам на 2026: Goldman, KKR, Barclays, HSBC, UBS, BofA, Morgan Stanley, Stifel, JPM, Brookfield, BlackRock, T. Rowe, JPAM

---

## Сигналы

**S1. Базовый макро-режим (консенсус/якорь):** рост без глобальной рецессии, инфляция ближе к 2–3%.

- Прогноз BofA: **Global GDP 3.3% (2026), Global inflation 2.4% (2026)**. Основание: макро-прогноз/модель.

**S2. США (KKR):** “умеренный рост + инфляция выше цели” как базовый сценарий.

- Прогноз KKR (US, 2026): **Real GDP 2.3%, CPI 3.0%, unemployment 4.7%**. Основание: макро-модель/допущения.

**S3. Траектория ставок (мягкое снижение, но не “нулевые ставки”):** рынок и дома ожидают дальнейшее/ограниченное смягчение.

- UBS: ожидает доп. **50 б.п. смягчения к концу 1К 2026**; в их таблице фигурирует **Fed Funds ~3.33 к концу 2026** и **UST 10Y ~3.75**. Основание: инвестиционный сценарий/прогноз.
- Goldman (GSAM): базовый тезис про **2 дополнительных снижения ставки в 2026**. Основание: сценарная оценка/мнение на базе текущих данных.
- JPM: рынок уже **закладывает падение short-term rates на 0.5–0.75%** на горизонте года. Основание: наблюдение за рыночным ценообразованием.

**S4. “Фискал/эмиссия” как структурный драйвер терм-премии и давления на длинные ставки.**

- Barclays: дефицит бюджета США **~7% ВВП, net interest > \$1 трлн**, “финансирующий разрыв” **~\$5.5 трлн на 5 лет**. Основание: фискальная математика/оценка.
- Barclays: из-за купонной эмиссии **net privately-held UST debt ~ \$1.5 трлн в 2026**. Основание: оценка предложения/структуры долга.
- BlackRock: **underweight long-term US Treasuries** (аргумент — рост term premium/долговая нагрузка). Основание: режимное допущение + рыночные условия.
- JPM: “длинные ставки могут оставаться высокими” из-за **фискальных опасений и роста term premium**. Основание: логическая связка “дефицит → предложение/премия → доходности”.

**S5. Диапазон S&P 500 на конец 2026 широкий (оптимистичный базовый, но с крупными хвостами).**

- Stifel: **S&P 500 6500 (2026E)**. Основание: стратегический прогноз.
- BofA: **S&P 500 target 7100; bear/bull 5500/8500**. Основание: “пятифакторная” рамка (valuation/sentiment/momentum и т.п.).
- KKR: **S&P 500 7600 (2026), bear 6030 / bull 8530**, с указанием вероятностей сценариев. Основание: EPS-модель + мультипликатор + макро-допущения.
- Morgan Stanley: **S&P 500 7800 (base)**. Основание: их earnings/valuation-рамка.
- UBS: **S&P 500 ~7700 (Dec 2026)**. Основание: таблица ожиданий по активам/ставкам.

**S6. Встроенная в таргеты “арифметика” по EPS и P/E: разные дома закладывают довольно высокие EPS и/или мультипликаторы.**

- Morgan Stanley: **EPS 356 (2026)** при **P/E ~21.9**. Основание: прогноз.
- KKR: **EPS 303 (2026)**, **P/E ~25.1**. Основание: прогноз.
- BofA: таргет 7100 построен на модели; отдельно указывает “Fair Value” около **5900** при предпосылке **long-term inflation 3%** и **nominal rate 5.5%** (т.е. “дороговизна” относительно их fair). Основание: модель стоимости капитала.

**S7. Сигнал на расширение “рыночной ширины” (rotation/breadth): ставка на SMID/равновзвешенный рынок.**

- Morgan Stanley: **апгрейд small caps до Overweight** (тезис “rolling recovery”). Основание: стратегическая оценка цикла/факторов.
- BofA: прогноз по росту EPS: **small caps 19%**, **mid 15%**, **large 13%**. Основание: их earnings-оценка.
- Goldman: исторически после последних 5 циклов снижения ставок small caps **опережали S&P 500 в среднем на 12%** в течение года. Основание: историческая статистика.

**S8. AI-капекс как доминирующий драйвер (и ключевой риск) для equity/кредита/реальных активов.**

- BofA: hyperscalers ожидаемо потратят **\$400 млрд (2025)** и **\$510 млрд (2026)**; capex S&P 500 **+21% YoY в 3Q (+7% ex Mag7 & Tech)**. Основание: консенсус-оценки + факт по отчетности/данным.
- UBS: глобальные затраты на “AI hardware” **\$423 млрд (2025, +88%)** и **\$571 млрд (2026, +25%)**; порядок величины — **~1.5% мирового ВВП**. Основание: оценка/прогноз.
- Goldman (GSAM): **~27% capex S&P 500 в 2026** приходится на **5 hyperscalers**. Основание: агрегирование capex-данных/оценок.
- Brookfield: оценка потребности в AI-инфраструктуре **~\$7 трлн**. Основание: оценка/сценарий.

**S9. Ошибка прогнозов по AI-капексу систематическая (ревизии вверх): это сигнал про риск “дороговизны/перекося” и про momentum-фактор.**

- Goldman: оценки AI capex были **недооценены каждый квартал последние ~2 года**. Основание: наблюдение за динамикой прогнозов/фактов.

**S10. Энергия/сети/электричество становятся “бутылочным горлышком” AI-цикла.**

- BlackRock: data centers могут составить **~¼ текущего спроса на электроэнергию США к 2030**. Основание: тематическая оценка/модель спроса.
- UBS: data centers могут стать **~9% спроса на электроэнергию к 2035**; расходы на линии электропередач **~\$500 млрд в 2026**. Основание: прогноз/оценка.

**S11. Инфраструктурный “gap” — измеримая величина (не нарратив).**

- Barclays: потребность в инфраструктурных инвестициях **\$65 трлн (2025–2030)** при ожидаемых **\$54 трлн** ⇒ дефицит **\$11 трлн**. Основание: оценка спроса/предложения капитала.
- Brookfield: оценка потребности глобальной инфраструктуры **~\$100 трлн к 2040**. Основание: оценка.

**S12. Структурный дрейф от публичных рынков к частным (public↔private convergence).**

- HSBC: число публичных компаний в США сократилось примерно вдвое до >4,000, число private VC-backed компаний выросло в ~25 раз, активы private capital достигли ~\$22 трлн (2024); стартапы остаются private в среднем ~16 лет. Основание: структурная статистика.

### S13. Окно “выходов” в private equity/рынок сделок начинает приоткрываться.

- Barclays: рост exit-активности (объем сделок) в 2025 vs 2024: **private placements +77%**, **IPOs +38%**, **secondary buyouts +20%**, **trade sales +8%**. Основание: рыночная статистика.
- Goldman: ожидает +15% к числу завершенных **US M&A сделок в 2026**. Основание: прогноз/трендовый сценарий.

### S14. Private credit: премия существует, но “кредитный цикл” — ключевой хвостовой риск.

- JPAM: middle-market private credit spreads ~500 б.п., direct lending premium к public credit ~120 б.п.; “dry powder” private credit >\$500 млрд. Основание: рыночные данные/оценка.
- VofA (как риск-сигнал): тезис о вероятности “кредитного цикла” с проблемами в private lending (“more cockroaches”). Основание: качественная оценка риска.
- JPM: дефолты в private credit в сентябре — “**изолированные события**”, но требует мониторинга. Основание: интерпретация текущих кейсов.

### S15. FX/сырье: в ряде отчетов заложен сценарий слабого USD и сильного золота/части металлов.

- VofA (RIC): **USD -5%**, **DXY 95**, **Oil \$60**, **Gold \$4,500** (2026). Основание: прогноз-таблица.
- UBS: медь >\$13,000/т в 2026 при дефиците ~87,000 т. Основание: прогноз баланса рынка.
- KKR: **USD ~19% “overvalued”** относительно adjusted PPP; предполагается mean reversion ⇒ слабее USD. Основание: модель оценки валюты/mean-reversion.

### S16. Китай (Barclays): рост умеренный, инфляция низкая — важный сигнал для сырья/EM-FX/глобального спроса.

- Прогноз (2026): **GDP 4.0%**, **CPI 0.8%**, **unemployment 4.2%**, **current account 1.7% ВВП**. Основание: макро-прогноз.

### S17. Дисперсия доходностей (ожидание широкого разброса) ⇒ “средний рынок” может скрывать большие различия.

- VofA (RIC): прогноз “return dispersion” от -2% до +15%. Основание: сценарное допущение/оценка.

---

## Почему важны для инвестора/трейдера

### 1. Управление риском портфеля через “режим”:

- S1–S3 задают базовую рамку: риск-активы поддержаны (не рецессия-по-умолчанию), но ставки не возвращаются к нулю ⇒ премия за качество cash-flow и за carry остается ключевой.

### 2. Дюрация и кривая как отдельный источник риска/альфы:

- S4 означает: даже при снижении short-rates длинный конец может “упираться” в фискал/эмиссию ⇒ аккуратнее с long duration, больше внимания к **ролл-дауну/кэрри**, к стратегиям “barbell”, к управлению **term premium**.

3. **Что “встроено” в equity-прайсинг:**
    - S5–S6 показывают: большинство таргетов требуют **высоких EPS** и/или устойчивых мультипликаторов. Для трейдера это означает, что слабые отчеты/маржинальные разочарования могут давать **асимметричную реакцию** (особенно в дорогих сегментах).
  4. **Тема ротации/ширины рынка как потенциальный “второй акт” цикла:**
    - S7 — это сигнал, что при мягком смягчении и “rolling recovery” можно ожидать **переток** в SMID/равновзвешенные индексы/циклические корзины (и соответствующие парные сделки: small vs mega, equal-weight vs cap-weight).
  5. **AI-капекс = драйвер сразу нескольких рынков (equity, credit, commodities, real assets):**
    - S8–S10 дают причинно-следственную связку: **капекс → спрос на энергию/сети/оборудование → узкие места → относительная доходность** (энергетическая инфраструктура, сети, генерация, “энерго-интенсивные” цепочки поставок).
    - S9 особенно важен для трейдинга: систематические **ревизии вверх** поддерживают momentum, но одновременно повышают риск резких переоценок при первых признаках “capex-pause”.
  6. **Инфраструктура и энергетика как “длинная тема” с измеримым дефицитом финансирования:**
    - S11 помогает отличить нарратив от цифр: есть оцененный “gap” капитала ⇒ понятнее, почему многие отчеты тянут инвестора в инфраструктурные и real-asset экспозиции.
  7. **Private markets как структурное расширение инвестиционного “универсума”:**
    - S12–S13 важны для инвестора: ликвидность/доступ к доходности смещаются, а “окно выходов” влияет на IRR, оценки secondaries и на кредитование под LBO/M&A.
  8. **Private credit — премия есть, но нужно торговать/хеджировать хвост:**
    - S14: спреды/премия и dry powder поддерживают “базовый кейс”, но тезис о “кредитном цикле” означает необходимость контроля: vintage-качество, ковенанты, концентрация, рефинанс-стены.
  9. **FX/сырье как хедж и как ставка на сценарий:**
    - S15: если базовый набор “weak USD + strong gold + tight copper” реализуется, это влияет на **EM-risk**, на **инфляционные хеджи**, на секторные предпочтения (материалы/майнеры/инфра).
  10. **Китай как входной параметр для сырьевых и EM-сценариев:**
    - S16 задает “не-перегретый” профиль спроса/инфляции ⇒ важно для меди/нефти/EM-FX и для оценки вероятности глобального инфляционного импульса.
  11. **Высокая дисперсия ⇒ больше смысла в относительных стратегиях:**
    - S17 — аргумент в пользу **pair trades**, факторных корзин, опционов на dispersion/volatility-структур, а не только direction-ставок на индекс.
-

## Критика

1. **Таргеты по S&P 500 зависят от “двух рычагов”, которые могут не сойтись одновременно:** EPS-рост и устойчивый P/E (S5–S6). Если один из рычагов не реализуется, чувствительность индекса высокая.
2. **AI-капекс — главный “single point of failure” 2026-нарратива:**
  - VofA прямо показывает масштаб (\$510 млрд 2026) и рост capex, но также отмечает, что рынок начал внимательнее относиться к расходам, и что “capex-growers” исторически могут отставать.
  - Stifel отдельно фиксирует, что **темп роста hyperscaler capex (y/y) вероятно на пике** — это риск для сценариев, где заложены ожидания продолжения ускорения Capex.
3. **Фискальная доминанта/эмиссия — не “мнение”, но скорость влияния на term premium неопределённа:** оценки Barclays по дефициту/эмиссии сильны количественно, но рыночная реакция может быть нелинейной (аукционы, спрос нерезидентов, регуляторика).
4. **Private credit: противоречие “премия есть” vs “кредитный цикл близко”:**
  - JRAM дает цифры премии/спредов, но VofA и JPM по-разному описывают риск-режим (изолированные дефолты vs вероятность “волны”). Это означает, что сигнал здесь скорее про необходимость **строгого мониторинга качества**, чем про “безрисковый сагу”.
5. **Китай и сырье:** прогноз Barclays по Китаю (рост/низкая CPI) — ключевой вход для commodity-сценариев, но он чувствителен к политике/стимулу и внешнему спросу; ошибку этого блока рынок обычно “переводит” в цены сырья и EM-FX быстрее, чем в макро-статистику.

# Таблица развилок 2026: 5 ключевых индикаторов → кто во что верит → рыночное следствие

## Сигналы

| Ключевой индикатор (развилка)                                     | Что мониторить / «порог срабатывания»  | Как распределяются взгляды (какой дом во что верит)  | Рыночное следствие (если..., то...)   |
|---|--|--|---|
| 1) Режим инфляции (core PCE / “supercore”) + pass-through тарифов | Core PCE y/y, supercore services ex-housing, 3м-Saar core PCE; признаки pass-through тарифов (рост цен vs сжатие маржи). «Срабатывание»: core PCE держится >3% и/или supercore ≈3–3.5%.          | <b>Sticky-инфляция:</b> BofA ожидает core PCE “stuck above 3% y/y through 3Q26” и 4Q/4Q core PCE <b>2.8%</b> (headline <b>2.6%</b> ). JPM пишет, что инфляция «hovering at 3%» и «tariff-driven inflation is becoming evident». T. Rowe Price: инфляция в США «likely to rise and remain above the Fed’s target», частично из-за тарифов. Stifel: supercore «proving sticky... 3–3½%». <b>Ближе к дезинфляции:</b> UBS закладывает инфляцию США <b>2.4% в 2026</b> . KKR предупреждает о риске ускорения core-инфляции в 2026 и ограничениях на смягчение.   | <b>Если инфляция “sticky”</b> → меньше пространства для снижения ставок, выше term premium/длинные доходности, хуже для длинной дюрации и высоких мультипликаторов; растёт ценность <b>инфляционных хеджей</b> (TIPS/real assets) и <b>floating-rate/короткой дюрации</b> . <b>Если инфляция спускается к ~2–2.5%</b> → выше вероятность устойчивого ралли дюрации, поддержка equity-multiples и EM-risk через снижение ставок. |
| 2) Глубина и темп смягчения ФРС (front-end rates)                 | Кол-во cuts/год, траектория Fed funds, 2Y UST. «Срабатывание» (мягче консенсуса): рынок закладывает/реализует >~75–100 б.п. снижения, 2Y устойчиво падает к нижней границе диапазонов стратегов. | <b>Больше cuts:</b> Goldman (GSAM) — базовый сценарий: <b>cut в декабре + ещё 2 cuts в 2026</b> (в сумме 3×25 б.п.). BofA: держать “on hold” до конца 2025, затем <b>3 cuts начиная с июня</b> , терминал <b>3.0–3.25 к 3Q26</b> . UBS: Fed funds <b>3.33</b> (Jun-26 и Dec-26). <b>Сдержаннее / риск “меньше cuts”:</b> JPM фиксирует, что рынок прайсит около <b>80 bps cuts through 2026</b> , но даёт диапазон <b>2Y 3.50–3.75</b> и подчёркивает неопределённость по ФРС. KKR: считает, что core-инфляция может ускориться в 2026 → «Fed can’t cut with abandon». HSBC ожидает, что «cuts should soon end» и допускает укрепление USD, если ФРС остановит цикл.   | <b>Если cuts глубже/раньше</b> → обычно выигрывают <b>дюрация</b> , “rate-sensitives” и циклики/малые компании (через облегчение финансовых условий). <b>Если cuts заканчиваются быстро или откладываются</b> → поддержка <b>кэша/short-duration carry</b> , повышается риск переоценки equity-мультипликаторов и роста волатильности на кредитных спредах.   |
| 3) Длинный конец кривой: term premium + предложение UST (10Y)     | 10Y UST, term premium/аукционы, динамика дефицита/выпуска. «Срабатывание вверх»: 10Y закрепляется ближе к <b>4.5%+</b> или растёт term premium.  | <b>Более высокий long-end:</b> KKR повысил прогноз <b>10Y до 4.25% в 2026</b> , ссылаясь на сдвиг ожиданий по инфляции/ставкам и рост длинного выпуска IG. Barclays: прогнозирует «US funding gap» около <b>\$5.5T</b> на 5 лет и <b>net privately-held coupon issuance ~ \$1.5T в 2026</b> . T. Rowe Price: дефициты/выпуск долга «forcing... issuing new debt», это «reinforcing... higher longer-maturity yields» и рекомендация «Keep duration low». <b>Более низкий/диапазонный long-end:</b> UBS ставит <b>10Y 3.75</b> (Jun-26 и Dec-26). JPM ожидает <b>10Y 4.00–4.50</b> . HSBC говорит, что дефициты «already priced in the term premium», а «stable coupon supply» и окончание QT (план на декабрь) могут поддержать длинные сроки. | <b>Если term premium/10Y идут вверх</b> → удар по long duration и equity-valuation (в т.ч. “long-duration growth”), усиливается спрос на <b>короткую дюрацию, floating-rate, инфляционную защиту</b> . <b>Если 10Y спускается к ~3.75–4.0</b> → окно для <b>дюрационного ралли</b> и расширения equity-мультипликаторов.  |
| 4) Устойчивость AI-капекса vs «узкие                              | SapEx hyperscalers, сроки ввода дата-центров,  | <b>SapEx продолжается:</b> BofA Equity оценивает траекторию hyperscalers   | <b>Если SapEx удерживается/ускоряется</b> →   |

| Ключевой индикатор (развилка)                               | Что мониторить / «порог срабатывания»   | Как распределяются взгляды (какой дом во что верит)   | Рыночное следствие (если..., то...)  |
|---|---|---|--|
| места»<br>(энергия/сети/мощности)                           | энергоподключения/сети; метрики спроса на электроэнергию. «Срабатывание риска»: пересмотр CapEx вниз/заморозки проектов, задержки по энергомощностям. | <b>\$400bn (2025) → \$510bn (2026)</b> и прямо отмечает «No signs of pulling back» (ссылаясь на комментарии Alphabet/Meta/MSFT/AMZN).<br><b>Ограничения могут “сломать” траекторию:</b> BlackRock — энергия названа самым «binding constraint»; оценки, что AI-дата-центры могут потреблять <b>15–20%</b> текущего спроса на электроэнергию США к 2030 (в отдельных оценках — до 25%); если ограничения станут жёсткими — «capex plans could be walked back». Brookfield: оценка потребности в инфраструктуре <b>\$7T</b> ; ориентиры стоимости для hyperscale DC <b>&gt;\$10m/MW</b> (оболочка) и compute внутри <b>&gt;\$30m/MW</b> ; BNEF: прогноз power demand дата-центров США <b>106 GW к 2035</b> (на <b>36% выше</b> оценки 7 месяцев назад). <b>Макро-хвост риска:</b> BofA прямо фиксирует развилку — если AI-инвестиции замедлятся, это может стать шоком для экономики. | поддержка для <b>semis/оборудования, энергетики, сетей, индустриалов</b> , но также риск <b>инфляционного хвоста</b> (энергия/узкие места). Если CapEx <b>режется/переносится</b> → риск резкой переоценки “AI-бенефициаров”, расширения кредитных спредов в уязвимых сегментах и “risk-off” (при этом дюрация может выиграть, если рынок начнёт прайситься замедление). |
| <b>5) Режим доллара (DXY) и глобальная ротация капитала</b> | <b>DXY, EURUSD,</b> хедж-коэффициенты, притоки в EM/товары. «Срабатывание слабости»: движение к целям ~95 и ниже.                                     | <b>Слабее USD:</b> BofA RIC: FX-команда ждёт <b>DXY ~95 на конец 2026</b> . UBS: <b>EURUSD 1.20</b> (Jun-26 и Dec-26) (это подразумевает более слабый USD к EUR). T. Rowe Price прямо считает «weaker U.S. dollar» дополнительным tailwind для EM и real assets.<br><b>Боковик/нейтрально:</b> HSBC ожидает, что USD будет «volatile but trade sideways for a while», допускает усиление USD, если ФРС завершит цикл cuts. <b>“Медвежий” долгий тренд, но не обязательно быстро:</b> Stifel: PPP-оценка даёт <b>-2%/год</b> по DXY от ~99 к <b>~80 в 1-й половине 2030-х</b> . KKR: вблизи «flat to slightly down», при ожидании <b>2 cuts ФРС</b> и умеренных hike ECB/Vol; долгосрочно REER США <b>~15% overvalued</b> (медленная нормализация).  | <b>Если USD слабеет</b> → повышается вероятность outperformance <b>EM-активов, сырья, non-US equities</b> ; может усиливаться ротация стиля (в т.ч. через сырьевой/инфляционный канал). <b>Если USD боковой/крепче</b> → выше риск давления на EM/сырьё и поддержка «домашних» USD-активов.  |

## Почему важны для инвестора/трейдера (только прикладная логика)

- Эти 5 развилки дают **проверяемые триггеры**, которые можно обновлять ежемесячно/ежеквартально: **(инфляция → ФРС → 2Y/10Y → equity-valuation/credit → FX/ротация)**.
- Можно строить позиционирование как набор условных правил:
  - Если core-инфляция/ supercore остаются «липкими» ( $\approx 3\%+$ ) **то базовая ставка/длинный конец вряд ли дадут устойчивое ралли → короче дюрация, больше carry/quality, хедж инфляции.**
  - Если рынок начинает прайситься более глубокие cuts и это подтверждается данными (2Y уходит к нижней границе диапазонов) **то растёт вероятность широкой “risk-on” фазы (дюрация + rate-sensitives).**
  - Если 10Y движется к верхней границе/term premium растёт на фоне предложения (Barclays) **то повышается риск компрессии equity-мультипликаторов и «ломкости» кредитов.**

- Если AI-сарах «ломается» (пересмотр вниз, задержки по мощностям) **то** это потенциальный триггер для быстрой смены лидеров и расширения спредов (VofA прямо называет это шоком-риском).
- Если USD переходит в устойчивую слабость **то** вероятны устойчивые относительные тренды в EM/товарах и non-US.

## Критика (где сигнал слабее)

- Часть ключевых прогнозов — **house-views**, а не «модель с проверяемыми коэффициентами» (исключение: отдельные модели/оценки вроде PPP-логики у Stifel).
- Многие траектории чувствительны к **политике/тарифам/фискалу**: в документах прямо фигурирует неопределённость pass-through тарифов и роль будущего руководства ФРС.
- В AI-ветке есть «двойная неопределённость»: одновременно неопределены **темпы спроса/монетизации и физические ограничения** (энергия/сети) — поэтому даже при высоком CapEx-намерении сценарий может быть «сорван» инфраструктурой.
- Диапазоны по 10Y у разных домов пересекаются (пример: UBS **3.75** vs KKR **4.25** vs JPM **4.00–4.50**) — это говорит, что **сам уровень long-end** остаётся одним из главных источников ошибки в позиционировании.

# Карта консенсуса и расхождений по outlook-отчетам на 2026 (Goldman, BofA, Morgan Stanley, KKR, JPM, Barclays, UBS, BlackRock, Brookfield, HSBC, Stifel, T. Rowe Price)

## Сигналы

### 1) Консенсус (повторяется у большинства домов; сигнал высокой силы)

#### 1. AI-сарех остаётся главным «макро-драйвером», но упирается в энергию/сети (bottlenecks).

- Прогноз-оценки масштаба инвестцикла: **\$5–8 трлн** (как «амбиции» по AI-сарех). Основание: оценка/сценарий (не факт).
- Прогноз-оценки энергопотребления: **ЦОДы могут потреблять 15–20% электроэнергии США к 2030**. Основание: оценка/сценарий.
- Прогноз-оценки сарех гиперскейлеров: **\$270 млрд (2024) → \$400 млрд (2025) → \$1 трлн (2030)**. Основание: оценка/сценарий.
- Прогноз-оценки по облачным «big four»: **сарех 2026E \$588 млрд**, а AI-инвестиции оцениваются как **~1.2–1.3% ВВП США**. Основание: оценка/сценарий.
- Логическое утверждение (если-то): **если узкие места (электросети/разрешения/критические материалы) не снимаются, то «физические ограничения» становятся макро-фактором (инфляция/ставки/маржи/темпы внедрения)**. Основание: причинно-следственная логика в рамках допущений отчетов.

#### 2. Инфляция “застревает выше цели”; тарифы и узкие места AI — ключевые проинфляционные каналы.

- Тарифы как измеримая предпосылка: **эффективная ставка тарифов США ~18%** (уровень, который отчёт маркирует как исторически высокий). Основание: факт/оценка показателя в отчёте.
- Прогноз BofA: **тарифы продолжают “просачиваться” в цены, удерживая core PCE >3% до 3Q, и выше цели до конца 2027**. Основание: прогноз (модель).
- Прогноз KKR: **инфляция ~3% (2026), 2.6% (2027)**; отдельно отмечается, что в США «run-rate» инфляции около **2.5%**, а «tariff-driven goods inflation» затянет нормализацию. Основание: прогноз (модель).
- Логическое утверждение (если-то): **если тарифный pass-through окажется выше ожидаемого, то «пространство для снижения ставок» сжимается и риск ре-прайсинга кривой растёт**. Основание: логика, изложенная в макро-частях.

#### 3. Фискальный риск и предложение госдолга — источник волатильности длинного конца (steepening-bias).

- США: «funding gap» правительства **~\$5.5 трлн на 5 лет**, а **net privately-held coupon issuance ~ \$1.5 трлн в 2026** (с вероятным ростом позже). Основание: факт/ссылка на объявленные параметры/оценки в отчёте.
- Логическое утверждение (если-то): **если инфляционные/фискальные опасения усиливаются, то «длинный конец» хуже хеджирует риск-активы и вероятнее крутизна кривой (steepening)**; «фронт-энд» более чувствителен к политике ЦБ, «лонг-энд» — к фискалу и инфляц. ожиданиям. Основание: логика/рамка отчёта.
- UBS отдельно формулирует режим «**financial repression**» как вероятный ответ на рост долга (канализация сбережений в госбонды/подавление доходностей) и указывает на **рост**

**FX-волатильности**, если «зафиксируют» доходности. Основание: сценарная рамка (не факт).

- VofA (global framework): «фискальная доминанта/финансовая репрессия» рассматриваются как риск-механизм (QE/УСС/регуляторное принуждение спроса на долг), ограничение — инфляция/ожидания. Основание: логическая модель-сценарий.

#### 4. «Позитив по акциям» в базовом сценарии есть, но ожидаемая доходность и траектория — умеренные; высокая роль активного отбора.

- В нескольких отчетах повторяется тезис: высокая неопределенность (ставки/тарифы/фискал/концентрация) → **активный менеджмент/селекция** предпочтительнее. Основание: логический вывод из дисперсии/сценарности.

#### 5. Private credit: усиление дисперсии/риска “под ковром” и рост значимости качества андеррайтинга.

- Указание на «реальный» стресс-маркер: **38% малых заёмщиков** в private credit **нарушали ковенанты**, и стресс мог «маскироваться» реструктуризациями / PIK / amendment-extend. Основание: факт/наблюдение отчёта.
- Компрессия премии и конкуренция: «direct lending spreads опустились ниже ~500 б.п. премии к public high yield» и требуется выбор менеджера. Основание: оценка/срез рынка в отчёте.

## 2) Расхождения (где «вилка»; именно это сильнее всего влияет на позиционирование)

### А) Траектория ФРС/ставок в США: диапазон взглядов широкий (от “почти не сможет снижать” до нескольких cuts).

- VofA (US): тарифы → core PCE >3% до 3Q, инфляция выше 2% надолго; **терминальная ставка 3.0–3.25% к 3Q26**, при этом после стабилизации рынка труда «вновь резать под Powell не будут», а дальнейшее смягчение зависит от нового состава FOMC/данных. Основание: прогноз (модель + институциональные допущения).
- Goldman (summary): **ожидают cut в декабре и ещё 2 снижения в 2026**, но ключевое условие — динамика рынка труда при “якорной” инфляции. Основание: прогноз (сценарий).
- KKR: **Fed funds 3.125% в 2026** (и замечание, что рынок «закладывает 2–3 cuts»); «нейтрал» оценивается около 3.375. Основание: прогноз (модель).
- T. Rowe Price: рынок может **переоценивать** масштаб смягчения; отмечают, что **в 1H-2026 cuts не ждут**, а «возможно, ставки и вовсе не удастся снизить в следующем году», если рост не ослабнет. Основание: мнение/сценарий.
- Barclays: «у ставок есть **ограниченное** пространство существенно снизиться», и глубина cuts зависит от того, как интерпретировать слабость труда (спрос vs предложение) и как пойдут тарифы/инфляция. Основание: сценарная развилка.

### В) Цели по S&P 500 на конец 2026: консенсуса по точке нет, но есть консенсус по диапазону.

- VofA (equity): **7100** на конец 2026. Основание: прогноз (модель оценки/прибылей).
- Stifel: **коридор 6500–7500**. Основание: прогноз-диапазон (сценарный).
- KKR: **7600** (base case YE-2026). Основание: прогноз (модель).
- UBS (сценарии): **base 7700 / bull 8400 / bear 6600**. Основание: сценарии.
- Morgan Stanley: **base 7800 / bull 9000 / bear 5500** (и отдельно — зависимость bull-сценария от того, что ФРС «будет резать дольше/глубже»). Основание: сценарии.

**С) USD/FX: ключевая зона расхождений → разные выводы по международным активам и хеджам.**

- BofA (RIC): **DXU 95** к концу 2026 и **USD -5%**. Основание: прогноз (модель).
- HSBC: USD «**волатилен, но в основном боковик**», средний уровень порядка **103**. Основание: прогноз (модель/мнение).
- KKR: USD «недооценён в ближайшей перспективе»; **ожидают примерно стабильный/слегка ниже** в базовом сценарии. Основание: прогноз (модель).
- UBS (для EURUSD): **base 1.14 / bull 1.26 / bear 1.06** на Dec-2026. Основание: сценарии.

**Д) Золото и сырьё: общий “бычий” уклон встречается часто, но цели сильно расходятся.**

- BofA (RIC): **Gold 4538, Oil 60** (конец 2026). Основание: прогноз (модель).
- UBS: **Gold 4500** (Dec-2026), сценарии **3700–4900**. Основание: сценарии.
- HSBC: **gold до 3500, overweight**. Основание: прогноз/мнение.

**Е) «Расширение рынка» (breadth) и ставка на small/mid caps: консенсус слабее, оценки разнятся.**

- Morgan Stanley явно строит тезис «rolling recovery» и под него **поднимает US small caps до OW** (ротация в циклику/quality cyclicals). Основание: стратегия-мнение, привязанное к их макро-сценарию.
- Stifel, напротив, фиксирует, что «гладкой передачи лидерства» при текущих стартовых оценках может не быть (то есть breadth-сценарий не гарантирован). Основание: мнение/историческая аналогия.
- Goldman отмечает высокую концентрацию (top-10 ≈ 40% cap), но не трактует это как автоматический признак «пузыря»; риск — **earnings disappointment**. Основание: наблюдение + логика.

---

## Почему важны для инвестора/трейдера

**1) AI-сарех + энергосеть = “микро становится макро”.**

- Сигнальный набор для мониторинга: сарех гиперскейлеров, сроки ввода генерации/сетей, цены на электроэнергию/мощность, скорость разрешительных процедур, дефицит критических материалов. (В отчетах это напрямую связывается с инфляционным риском и ограничением роста.)
- Рыночная передача: это влияет одновременно на **EPS-траектории AI-цепочки**, на **IG-эмиссию/кредитные спрэды** и на **дюрацию через инфляционные ожидания**.

**2) «Фискал + предложение госдолга» → торговля кривой важнее, чем просто “duration long/short”.**

- Если реализуется сценарий «подавления доходностей/financial repression», риск-премия смещается в **FX** (рост FX-волатильности).
- Если реализуется сценарий «рынок требует премию за предложение», уязвим **длинный конец** и вероятен **steepening**, а хедж-свойства бондов против риска ухудшаются.

**3) Главная развилка 2026 — не “будет ли рост”, а “какой будет инфляция/ФРС”.**

- Разброс взглядов по cuts означает: риск для позиций — **перепрайсинг ожиданий** (front-end) и **терм-премии** (long-end).

**4) Private credit = “доходность похожа на бета, риск — в деталях”.**

- Высокая доля covenant-default и использование “amend-extend/PIK” означает, что «видимая» стабильность NAV/дефолтов может запаздывать. Для аллокации важнее: структура сделок, ковенанты, отрасли, vintage-годы, дисциплина менеджера.

**5) FX-сценарии расходятся сильнее, чем equity-сценарии → хеджирование становится источником альфы/ошибки.**

- При DXY-сценарии VofA (95) и «боковике» HSBC итоговая доходность международных активов в USD-терминах будет радикально различаться.

---

## Критика

**1) “Консенсусный риск”:** многие сценарии опираются на близкую базу («без тариф-рецессии», «инфляция не разгонится выше контроля», «AI-сарех продолжается»). Если ломается один общий якорь (инфляция/труд/энерго-узкие места), ошибаются сразу многие таргеты.

**2) Часть чисел по AI — это оценки будущего (не наблюдаемые факты),** поэтому предсказательная сила зависит от того, подтвердятся ли: (а) спрос на вычисления, (б) доступность электроэнергии/сетей, (в) экономика unit-экономики моделей/приложений.

**3) Private credit “может выглядеть лучше, чем есть” из-за механизмов продления/реструктуризаций.** Это прямо признано как возможный маскирующий фактор; значит, лаг-риски выше, чем в публичном кредите.

**4) Точные уровни по индексам (7100 vs 7600 vs 7800) — слабый сигнал,** потому что это производные от  $(EPS \times multiple)$  и предпосылок по ставкам/премии за риск. Сильнее сигнал — диапазон и набор условий, при которых сценарий переключается (труд/инфляция/тарифный pass-through/длинный конец).

# Goldman Sachs Asset Management — “Seeking Catalysts Amid Complexity: Investment Outlook 2026”

---

## Сигналы

### 1) Монетарная политика: мир входит в “разноскоростной” режим

- **9 из 10 стран G10 снижали ставки в 2025** → режим ужесточения сломлен, “easing” становится базовым фоном для части рынков.
- **База GSAM по ФРС: вероятность двух снижений ставки ФРС в 2026** (причина — слабость рынка труда при “закреплённой” инфляции).
- **ЕЦБ: базово — пауза/удержание, но если инфляция уйдёт ниже цели, easing может вернуться.**
- **ВоJ: ожидание повышений** на фоне высокой инфляции и роста → Япония выделяется как “higher-rate regime”.
- **Если ФРС режет и рецессии нет, то USD исторически чаще “rally/sideways”, а не обязательное ослабление.**

### 2) Тарифы и “новый торговый порядок” — риск роста через pass-through

- **Эффективная ставка тарифов США: ~18%** (максимум для потребителей с 1934) → это не шум: такой уровень меняет маржинальность/ценовую динамику по секторам.
- **Если в 2025 pass-through тарифов был отложен, то в 2026 возможно “более умеренное” потребление** (через рост цен/ухудшение реальных доходов).
- **Компании пока защищали маржу** через supply-chain перестройку и выборочные повышения цен, но **в 2026 ростовые риски остаются**, если перенос в цены усилится.

### 3) Фискальные риски — источник волатильности длинного конца кривой

- **Глобальный госдолг: \$100+ трлн** → структурный фактор для премии за срок (term premium).
- **Франция: доходности 10-леток сравнялись с Италией** → сигнал о переоценке суверенного риска внутри ядра Европы.
- **Логика кривой:**
  - **Front-end** чаще хеджирует ослабление экономики (чувствителен к ЦБ),
  - **Long-end** уязвим к фискалу/инфляц. ожиданиям → риск **steepening**.

### 4) Концентрация рынка акций высокая, но ключевой триггер — “earnings disappointment”

- **Топ-10 компаний США ≈ 40% капитализации S&P 500 и ~30% прибыли** (концентрация — системный фактор).
- **~\$1+ трлн капитализация у 9 акций S&P 500** (масштаб концентрации).
- **Утверждение отчёта: рост цен в big tech больше связан с фундаменталом и балансами, а главный риск — разочарование в прибыли/монетизации, а не “пузырь сам по себе”.**

### 5) AI capex как “катализатор цикла”, но растёт кредитный след

- **~27% capex S&P 500 обеспечивают 5 hyperscalers** (Amazon/Google/Meta/Microsoft/Oracle).
- **Консенсус недооценивал AI capex два года подряд** → сигнал, что “AI-trade” может жить дольше, чем ждёт рынок.

- В кредитном блоке:
  - за последние 12 мес **capex + buybacks/dividends  $\approx$  95% OCF** (против  $\sim$ 80% в 2019) → **растёт вероятность выхода на долговой рынок.**
  - в 2025 (до конца октября) 5 hyperscalers выпустили  **$\sim$ \$90 млрд** долга (на фоне  **$\sim$ \$1.5 трлн** общего IG).
  - вывод: не “немедленная” угроза, но **требует мониторинга** (спрэды/метрики кредитного качества).

## 6) Easing-циклы статистически поддерживают малые компании и ряд ставок/секторов

- Историка GSAM: после завершения последних 5 циклов снижения ставок **US small caps опережали S&P 500 на  $\sim$ 12%** (forward-year).

## 7) M&A/IPO: ожидается ускорение сделок (как драйвер “breadth”)

- Прогноз: **+15% рост числа завершённых M&A сделок в США в 2026.**
- В private equity блоке: **объём сделок +43% г/г**, но драйвят крупные транзакции → “ширина” восстановления может быть неравномерной.

## 8) Оценки активов: “дорого почти всё” по историческим перцентилям

- График valuation percentiles показывает, что по множеству сегментов (SPX earnings yield, credit spreads и др.) текущие уровни близки к верхним историческим перцентилям с 2005 года → сигнал “меньше беты, больше селекции/структуры”.

## 9) Потребление США: ключевой “факт-рычаг” — концентрация у богатых

- **Самые богатые 20% домохозяйств дают  $\sim$ 40% потребления**, а низкодоходные — **<10%** → таргетировать риск нужно не “по среднему домохозяйству”, а по устойчивости верхнего квинтиля и эффектам цен.

## 10) Private markets: pressure points измеримы (не философия)

- **Private equity:** для достижения “исторических” целей возврата требуется  **$\sim$ 10–15% годового роста EBITDA** (в среднем выше исторического), при ожидаемом снижении номинального GDP growth на  $\sim$ 70 б.п. на горизонте 5 лет против прошлого десятилетия → сигнал, что “возврат как раньше” потребует лучших менеджеров/сектора.
- **Private credit:**
  - около **15%** заёмщиков **не покрывают проценты EBITDA** ( $ICR < 1.0x$ ).
  - **снижение ставки на 1.25%** доводит ICR до 1.0x только тем, кто уже  $\geq 0.88x$  → rate cuts не спасают “глубоко проблемных”.
  - recovery rates в private credit исторически  **$\sim$ 65%** → при дефолтах “потери” в среднем могут быть mid-single digits на проблемной когорте (как оценка отчёта).
- **Real estate:**
  - **$>$ \$850 млрд** рефинансировать до конца 2026 → риск “price discovery” через forced refi.
  - офисы: **\$57 млрд distressed** в США; при этом транзакции по prime office в CBD **+54% YTD** (с низкой базы) → сигнал высокой дисперсии “качество vs мусор”.

## 11) Электроэнергия/инфраструктура: “скорость к мощности” становится ограничением

- Прогноз: **рост спроса на электроэнергию от дата-центров +175% к 2030 vs 2023.**
- США: дата-центры **3% потребления электроэнергии сейчас** → **8% к 2030** (оценка отчёта).

- Кадровый дефицит: **750,000+ новых работников** нужны к 2030 в power-секторе США/Европы → конкурентное преимущество у тех, кто решает “labor + automation”.
- Инфраструктура: digital assets дороже (EV/EBITDA **11.7x** vs **10.2x** по инфраструктуре), large-cap **13.1x** vs middle-market **11.2x** → относительная “ценность” у middle-market.

## 12) Портфельные инструменты: рост “упаковки” активного риска в ETF и опционном доходе

- Активные ETF: глобальные AUM активных ETF росли **~46% CAGR с 2020**.
- Derivative-income ETFs: inflows **\$47 млрд** за первые 3 квартала 2025 (в США) → спрос на “предсказуемые выплаты” через опционные конструкции.
- Альтернативы у HNW: у миллениалов альтернативы **~20% активов**, у бумеров **~6%** → структурный сдвиг в предпочтениях.

---

## Почему важны для инвестора/трейдера

- **Инвестору (аллокация/портфель):**
  - Сигналы по **divergence ЦБ + steepening-risk** → думать не “дюрация да/нет”, а где по кривой и в каких странах держать риск.
  - **Высокие valuation percentiles** → меньше надежды на multiple expansion, больше — на качество прибыли, селекцию, хеджирование FX/рисков.
  - **Энергосистема/сети/инфраструктура** как bottleneck AI → это “реальная экономика” темы AI, а не только чипы/софт.
  - Private markets: цифры по **EBITDA growth requirement** и **ICR cohorts** дают простой фильтр: где “возврат” реалистичен, а где он становится бухгалтерской фантазией.
- **Трейдера (тайминг/темы/риски):**
  - **Easing-циклы** + историческая поддержка small caps → тактический режим “risk-on breadth” возможен при подтверждении ставки/рынка труда.
  - **AI capex недооценён консенсусом** → тренд может продолжаться, но “точка боли” — монетизация/прибыль/долг (следить за guidance, FCF, buybacks vs capex).
  - **Риск тарифного pass-through** → окно для ставок на сектора с низкой ценовой властью/высокой чувствительностью спроса, если инфляция “вдруг” вернётся через товары.
  - **Real estate refi wall** и “flight to quality” → торговые идеи чаще будут внутри сектора (prime vs non-prime), а не “лонг/шорт всего RE”.

---

## Критика

- Это **не набор торговых сигналов**, а рамка: многие выводы сформулированы как “we believe / we expect” и зависят от сценариев (рынок труда, pass-through тарифов, политика) — предсказательная сила есть, но **не в виде точек входа/выхода**.
- Часть “событийной ленты” (таймлайн с золотом \$4,000, сделками OpenAI и т.п.) — **иллюстрации**, не верифицированные внутри отчёта как причинные драйверы доходностей; для инвестора это скорее фон, чем сигнал.
- Возможный **конфликт интересов** по подаче: документ продвигает ценность активного управления/активных ETF/альтернатив — это нормально для материала управляющей компании, но это означает, что **акценты смещены** в сторону продуктов/подходов, где GSAM “сильна”.
- Техническая мелочь, но показательная: в списке источников встречается дата “As of October 16, 2026” при документе первого использования в ноябре 2025 — выглядит как

**опечатка**, напоминание, что цифры стоит перепроверять, если вы их используете публично.

## Сигналы

### 1) Режим “позднего цикла” без призыва к de-risking — но с переходом на качество (“High Grading”)

- Логика KKR: экономика в целом **фаворитна на 2026**, но рынок позднее в кредитном цикле, поэтому правильный ход — не уходить в кэш, а “апгрейдить” портфель по качеству активов/контрагентов/структуры.
- Ключевой практический тезис: “стоимость” перехода в качество сейчас низкая — премия “quality” по акциям около **17%** (близко к минимумам за ~8 лет), а спред **BBB–AAA** по корп. кредиту около **60 б.п.**, ~вдвое ниже 25-летней средней (то есть «дешево подняться по качеству»).

### 2) Продуктивность (AI) — главный фундаментальный драйвер, но “ценник ожиданий” стал высоким

- Сигнал эффективности: с момента запуска ChatGPT (2022) реальная выручка на работника в **S&P 500** выросла ~на **5.5%** после ~20 лет стагнации; у **S&P 600 (small caps)** тренд противоположный.
- Одновременно рынок уже “заложил” оптимизм: **implied 10-летний forward CAGR EPS** для **S&P 500** ≈ **16%** vs ~8% большую часть прошлого десятилетия и ~11% долгосрочная медиана (ниже пузыря 2000, но всё равно высоко).

### 3) AI-сарех становится макро-фактором ВВП, но растёт риск “перегрева инфраструктуры” и долгового следа

- Вклад в макро: в 1H25 вклад **AI-связанного сарех** в рост реального ВВП США был сопоставим с вкладом потребления (по их графику).
- У гиперскейлеров сарех съедает **60–70% OCF**, с прогнозом до ~78% (4Q26e). Это повышает чувствительность рынка к **leverage** и устойчивости FCF.
- “Пузырь-зона” точечная: KKR прямо выделяет риск **спекулятивных data-center проектов с неконкурентной себестоимостью**, где решают unit-economics (ROIC после power + сарех + maintenance), а не “ТАМ-истории”.

### 4) Кредит: нормализация потерь неизбежна (особенно “винтаж 2021”), но не базовый сценарий рецессии

- База KKR: **не ожидают рецессию**; при этом предупреждают, что кредитные условия нормализуются, и “излишки 2021-винтажа” проявятся.
- NY default rate: сейчас около **1.2%**, ожидают **рост к ~2.5% средним на 5 лет** (ниже пиков GFC/доткома).
- В их модели по NY на 5 лет ожидаемая доходность снижается из-за закладываемого роста дефолтов и падения recovery (в тексте: **recovery ~42% vs ~57%** недавно).

### 5) Риск “длинной дюрации”: long UST больше не “safe haven” по умолчанию

- ККР прямо “панит” **Long Duration Treasuries**: ожидают **steepening** из-за фискальных рисков США, слегка **положительную корреляцию акций/облигаций** и меньшую роль long-end как амортизатора.
- Прогноз ставок/доходностей (база): **UST 10Y ~4.25% (2026) и ~4.0% (2027)**; Fed funds в базе **~3.125% (2026)** с логикой “ниже нейтрал”, затем возможный hike в 2027.

## 6) Географическая ротация: “больше вне США”, особенно Азия (реформы + потребление)

- Их тезис: **международные earnings ускоряются**, оценки ниже США; “хотим больше Азии”.
- Конкретика:
  - **Корея: ~70% рынка** всё ещё торгуется **ниже book**, при этом 2025 дал сильный рост; ожидают продолжение реформ/активизма.
  - **Япония: ~40% рынка ниже book**, **~17% корпоративных активов в cash** + рост активизма; это структурная история “реформы капитала”.
  - Внутри Азии доля **intra-Asia trade: 46% (1990) → 60% (2024) → 68% (2030e)**.

## 7) Тарифы: базовый сценарий “пик пройден”, но диапазон широкий

- База на 2026: **effective tariff rate ~15%** (ниже недавних оценок), “realized” около **13%** (substitution + policy slippage); low case **9%**, high case **23%**.

## 8) S&P 500: апсайд в 2026 есть, но 5-летние ожидания скромнее; мультипликатор не должен расширяться

- Прогноз ККР по SPX: **~7,600 на конец 2026** (примерно **+9%**), **~8,130 на 2027** (**+6–7%**); EPS **\$303 (2026)** и **\$334 (2027)**; P/E предполагают **range 22–23x**, без расширения.
- При этом ККР прямо показывает статистику: высокие 3-летние trailing доходности обычно ведут к **более низким 5-летним forward** (исключение — 1990-е).

## 9) Отбор “Picks & Pans” (как карта тактических идей)

- Picks: **Asia corporate reform**, **Biotech** (YTD licensing values **+50% vs 2024**; **24 партнёрства ~\$28bn** в янв–авг 2025), **HVAC/охлаждение дата-центров**, **Private IG origination**, **China tourism**, **LNG**.
- Pans: **Oil upside в 2026** (база **~\$60/bbl**), **Long Duration UST**, **over-levered roll-ups** (software & healthcare), **Consumer Staples**, **спекулятивные дата-центры**.

## Почему важны для инвестора/трейдера

- **Инвестору (аллокация/портфель)**
  - Если “дешево перейти в качество” (low quality premium, tight BBB–AAA), то рационально **поднять качество** портфеля, а не гнаться за бета-апсайдом.
  - При гипотезе **положительной stock-bond корреляции** и “плохой” дюрации — пересобирается роль UST: меньше ставок на long-end как хедж, больше — на структуру (реальные активы/коллатерал-кэшфлоу/частный рынок).
  - География: если earnings ex-US “проснулись”, а реформы в Японии/Корее структурные — появляется фундамент для **диверсификации в сторону Asia/Europe**.
- **Трейдера (позиционирование/риски)**
  - Главные “триггеры риска” у них обозначены явно: **AI capex boom-and-bust**, **нелинейный рост layoffs**, **всплеск инфляции** → **перепрайс ставок**, **кредитные**

**потери 2021-винтажа.** Это список того, что нужно мониторить, потому что именно это меняет режим.

- Тактическая карта: ККР одновременно “в игре” по акциям (цели по SPX), но рекомендует **постепенно монетизировать** и снижать “beta-bets”, усиливая **alpha** через **структуру/selection**.
- 

## Критика

1. **Много “мнения”, мало проверяемых торговых правил.** Это макро-рамка и продуктовая оптика управляющего, а не сигнал-лист с входами/выходами.
2. **Ключевые численные выводы зависят от их сценариев по тарифам/инфляции/ФРС.** При смене политики (tariffs/фискал) многие “сигналы” быстро перекалибруются.
3. **Встроенный bias в пользу private markets.** Они показывают преимущество “40/30/30” vs “60/40”, но это частично зависит от предпосылок по индексам private-рынков, лагам оценок и доступности лучших менеджеров (а это не “рыночная данность”).
4. **Сильные утверждения про режим корреляций** (акции/бонды) — полезный сигнал как гипотеза, но требует внешней валидации и мониторинга, потому что это именно то, что ломается/восстанавливается в разных инфляционных режимах.

# Barclays Private Bank — “Outlook 2026: The Interpretation Game” (Nov 2025)

---

## Сигналы

### 1) США: базовый макро-профиль 2026 + “хрупкая” конструкция роста

Проверяемые цифры прогноза Barclays по США (таблица): **GDP 2.0%**, **CPI 3.0%**, **безработица 4.2%**, **госдолг 125.7% ВВП**, **private consumption 1.6%** (замедление) — при этом 2025F consumption 2.4%.

Логические утверждения (если А, то Б):

- Если **tariff pass-through** усилится + давление на предложение труда (миграция) → выше риск **wage-price** динамики → ФРС может стать более **“hawkish”** → давление на долг/потребление/акции.
- Если фокус капитала смещается с “коммитов” в AI на “исполнение проектов”, то вклад в ВВП может оставаться, но **поддержка акций** может стать слабее → **wealth effect** из хвоста поддержки превращается в встречный ветер.

### 2) AI-ралли 2025 = рост на концентрации, а не на ширине

Факты/цифры:

- Глобальные акции в 2025: **~+20%**, при этом лидеры: **Tech +31%**, **Comm Services +29%**.
- **Magnificent 7**: дали **>20% глобального роста акций** и **>40% доходности S&P 500** в 2025 YTD (в тексте: “4% out of 20%” и “7% out of 17%”).
- В то же время **~половина** компонентов S&P 500 и Stoxx 600 **на  $\geq 20\%$  ниже** прежних пиков, несмотря на all-time highs индексов.  
Сигнал: высокая концентрация повышает чувствительность индекса к “де-рейтингу” лидеров → индексная волатильность становится “stock-specific news driven”.

### 3) Оценки: последние 3 года “тащил” мультипликатор — теперь нужен earnings delivery

Факты/цифры (в явном виде):

- За последние 3 года глобальные акции росли **~20% annualised**, при этом **P/E-мультипликаторы +14% annualised**, а **прибыль +5%**.
- Текущие оценки: **MSCI ACWI ~20x forward** (+32% к 20-летней средней), **S&P 500 ~23x forward** (+40% к долгосрочной средней). Европа/UK/EM — более умеренные премии к своим средним и “глубокие” дисконты к США.  
Логика: если рост ранее был от multiple expansion, а оценки уже “rich”, то будущая доходность сильнее зависит от **прибылей/FCF**, и риск **multiple compression** становится главным.

### 4) Секторальная ротация: циклики “перебежали” фундаментал и кредит

Факт-сигнал из графиков/тезиса:

- Отмечено “overshoot”: outperformance цикликов против дефенсивов превысила то, что “подсказывают” доходности/макро; также разрыв между цикликами и дефенсивами “вышел” за уровни, которые исторически соответствовали total returns в NY и IG (разрыв

equity vs credit).

Вывод-сигнал: при замедлении роста и снижении yields повышается вероятность **rotation в дефенсивы** (healthcare, staples, utilities).

## 5) Облигации: доходности привлекательны, но 2026 = “снабжение долгом” + риск long-end

Факты 2025 по доходностям сегментов (как доказательство “carry matters”):

- USD deposits ~**3.7% YTD**, US Treasuries medium-term ~**6.5%**, US BBB medium duration ~**8%**, short-dated HY (2.5y) ~**7%**, USD EM IG ~**10%**.  
Ключевой сигнал 2026:
- **Долговое предложение** и фискальные истории повышают волатильность, особенно **длинных** суверенных бумаг.
- Франция: спред **30Y FR-DE >100 б.п.** (уровни кризиса 2012), **debt/GDP Франции >110%**, Moody’s — **negative outlook**; риск “contagion вопросов” к Италии/Германии.
- США: funding gap ~**\$5.5 трлн** на 5 лет; выпуск купонного долга net privately-held ~**\$1.5 трлн** в 2026 (примерно неизменно), но вероятно выше дальше.
- Центральные банки становятся более “reactive”: **Fed намерен остановить QT и реинвестировать** погашения UST; ВоЕ замедляет QT; ЕЦБ имеет ТПИ (не тестировался).  
Логика: если supply-stress в long end растёт, то лучший риск/доход может быть в **quality + medium duration**, а не в “длинной дюрации ради хеджа”.

## 6) Кредит: спреды узкие → нужен “quality/selection”, плюс риск рефинансирования НУ

Факты/сигналы:

- Указано, что НУ-эмитентам предстоит **рефинансировать** значительную часть долга, выпущенного 5 лет назад на ультра-низких ставках, уже **по более высоким** ставкам → “tight spreads likely to get tested”.
- Предпочтение отчёта: **BBB medium duration, BB attractive vs leverage**, плюс **hybrid bonds** качественных эмитентов с **early call at par**.

## 7) Европа: “первый шаг” возможен через Германию, но рынок неверно “прайсит” ставки

Факты:

- Прогноз по еврозоне (таблица): **GDP 1.1%, CPI 1.7%, debt/GDP 89.9%**.
- Германия: план **€500 млрд** на инфраструктуру до 2037; ожидают, что в **2026 потратят ~1/5** этой суммы (если бюджет утвердят).
- “Visible misprice”: рынки ждут, что **ЕЦБ “stay put” в 2026**, но Barclays считает это **слишком оптимистичным**; вероятность **cut** выше, хотя сценарий **hike** тоже возможен.  
Сигнал: если рынок недопрайсил вариант изменения ставки ЕЦБ, то **перепрайс** может дать движение в rates/FX/активах региона.

## 8) Китай: структурный переход + дефляционный фон + рычаг редкоземов

Факты/цифры:

- Прогноз по Китаю (таблица): **GDP 4.0%, CPI 0.8%** в 2026 после **0.0%** в 2025F; безработица ~**5.1%**.
- Private consumption как доля ВВП Китая ~**40% (2024)** при высокой норме сбережений ~**35%** — структурное ограничение.

- Редкоземы: Китай производит около **70%** глобального REE (оценка отчёта) → “strategic leverage”; альтернативная цепочка займёт **годы**, значит рычаг может быть использован снова в 2026.  
Сигнал: “дешёвые входы” возможны, но волатильность останется высокой из-за trade tensions и дефляционных сил.

## 9) Крипто: регуляторный разворот США = структурный драйвер, но BTC — risk-on в стрессе

Факты:

- 2025 в США: отмена SAB-121 (в тексте фигурирует SAB 122 как документ), снятие части барьеров для банков по custody; затем **GENIUS Act** (рамка для stablecoin issuers), и “Project Crypto” SEC+CFTC.
- Корреляции BTC по режимам (разделение по VIX-медиане):
  - low-vol: с equities **0.26**, с bonds/commodities/gold ~около нуля;
  - high-vol: с equities **0.47**, с commodities **0.22**, с gold **0.22**, с bonds **0.08**; с large-cap crypto basket **0.90** (vs 0.79).
- Волатильность BTC по “halving eras” снижается: **111% → 80% → 62% → 47%**; returns тоже снижаются (примерно **400% → 165% → 98% → 77% annualised** по периодам). Сигнал: BTC может диверсифицировать “в норме”, но в стресс-режиме он ведёт себя как **risk-on**, то есть **не гарантирует защиту именно тогда, когда она нужнее всего**.

## 10) Multi-asset: явный сдвиг к госбондам DM + качество в акциях + золото как commodity-ядро

Факты (их портфельные тезисы):

- После майского снижения equity — умеренный **overweight** к cash/short duration “пока ждём возможностей”.
- В бондах: **больше к developed government bonds**, более селективно в IG/HY; в HY/EM спрэды могут расширяться в adverse scenario.
- В commodities: несмотря на рекордное золото в 2025, **gold** — **предпочтительная прямая commodity-экспозиция** как диверсификатор от USD.

## Почему важны для инвестора/трейдера

- **Инвестору**
  - Тезис “3 года мультипликатор, дальше прибыль” меняет приоритет: **качество прибыли/ФСФ-устойчивость важнее историй**.
  - Концентрация в индексах → диверсификация по регионам/стилям становится не “вежливостью”, а защитой от tail-risk (де-рейтинг лидеров).
  - В фиксированном доходе сигнал прост: **carry есть**, но long-duration уязвим из-за supply/фискала → практичнее **quality + medium duration** и готовность “удлинять” только в стресс-окнах.
  - Крипто: регуляторный tailwind может продолжиться, но роль BTC в портфеле — **не как страховка**, а как **высокорисковый драйвер**, который коррелирует с risk-assets в стресс.
- **Трейдера**
  - “Interpretation game”: рынок будет дергаться от данных/нарратива (rates/tariffs/политика). Значит edge чаще в **tactical swings** (особенно Европа/ставки), а не в “пассивно держать хай-бету”.
  - Сигнал по ротации циклики → дефенсивы (overshoot) плюс узкие спрэды в кредите → повышает ценность парных/relative-value идей и хеджей.

- В НУ/кредите: рефинанс-риск и tight spreads → точка боли при ухудшении макро/пасстразе тарифов.
- 

## Критика

1. **Часть “сигналов” — это сценарии, а не измеримые правила.** Они часто формулируют “может/вероятно”, поэтому предсказательная сила проявляется только если вы заранее фиксируете, *какой факт подтвердит сценарий* (например, рост jobless claims, ускорение CPI через тарифы, widening спредов).
2. **Много рекомендаций уровня “будь selective / diversify”.** Это верно, но без конкретных порогов (какие P/E/какие спрэды/какие триггеры) — это скорее рамка, чем торговая система.
3. **Технические/редакционные шероховатости.** В крипто-разделе встречается упоминание “SAB 121” и рядом “SAB 122” как документ; для публичной цитаты такие детали нужно перепроверять по первоисточнику, иначе портится доверие.
4. **Как Private Bank-документ, он естественно склонён к “управлению портфелем”, а не к спорным точным прогнозам.** Это полезно как карта рисков и распределений, но хуже как источник точечных trade-сетапов.

# HSBC Private Bank — “Resilience in a Transforming World: Investment Outlook Q1 2026” (issued 20 Nov 2025)

---

## Сигналы

### 1) Рынок недооценивает силу сарех-цикла в США (AI + reshoring + стимулы)

- Тезис HSBC: рынок “under-appreciates” будущий сарех-цикл: строительство дата-центров + перенос/локализация производств + стимулы/амортизация → поддержка роста и прибыли.
- Два узких места, которые прямо названы:
  - электроэнергия (рост спроса → бенефициары: utilities и power-инфраструктура),
  - рынок труда (падение чистой иммиграции + переквалификация).

### 2) Риск 2026 — не “конец цикла”, а преждевременная остановка снижения ставок ФРС

- HSBC считает, что ФРС может задержать/закончить цикл снижения ставки раньше, чем ждёт рынок (аргумент: инфляция “липкая”, экономика устойчивее).
- Следствие: downside для UST yields ограничен, поэтому HSBC сократили дюрацию до “medium”.

### 3) Маржинальность бизнеса США пока держится за счёт pass-through тарифов + спроса

- В тексте прямо сказано: фирмы переносят tariff-costs на клиентов, что защищает маржу; возможный возврат тарифов (если признают незаконными) — дополнительный плюс для корпоратов.
- При этом риск-триггер волатильности: рынок будет постоянно переоценивать Fed policy vs inflation vs labour supply.

### 4) Концентрационный риск признаётся, но “резать США” они не хотят — предпочитают FX-оверлей

- HSBC: частичное хеджирование USD-экспозиции выглядит разумнее, чем большой underweight по США.
- Позиционирование: US equities overweight, но уменьшенный после ралли.

### 5) “Корреляции выросли”: диверсификаторы стали двигаться вместе → нужно диверсифицировать диверсификаторы

- В тексте: equities, bonds и gold часто двигались в одну сторону, что усложняет классическую диверсификацию.
- Практический вывод HSBC: избегать концентрации по одной акции/сектору/стилю, добавлять более мелкие рынки (flow-эффект может быстро “поднимать” их оценки).

### 6) Азия и ЕМ: апгрейд до overweight на фоне улучшения фундаментала и рейтингов

- HSBC подчёркивает контраст: у ЕМ много rating upgrades, у DM — риски downgrades из-за долга и слабого роста.

- Они **повысили EM bonds и EM equities до overweight**, и отдельно делают акцент на Азии: Mainland China / Singapore / Hong Kong / South Korea / Japan (equities overweight).
- Китай: курс на **innovation + tech self-sufficiency**, “anti-involution” (как попытка поднять маржи), + поддержка shareholder value (дивиденды/байбеки) → их “barbell” в Китае: **tech + high dividend quality**.

## 7) **Акции США: прогноз по прибыли — двузначный; риск — задержки инфраструктурных проектов**

- Цифры ожиданий: **S&P 500 earnings growth 13% в 2026**; отдельно **Mag7 16%**, “Forgotten 493” 12%.
- Риск, который они называют: возможна **задержка** дата-центров/электросетей/решоринга vs завышенных ожиданий рынка → тогда “дип”, по их оценке, вероятнее **в пределах single-digits**, а не смена тренда.

## 8) **Fixed income: ставка на качество и carry, HY — в минус**

- Поворот в кредитных предпочтениях: **IG и EM overweight, HY underweight** (спрэды “tight”, уязвим к волатильности).
- Конкретно по портфелю облигаций:
  - Уменьшили дюрацию UST и USD Corp IG до **5–7 лет** (с 7–10).
  - **Global Corporate IG overweight**.
  - **EM Local Currency Debt upgraded to mild overweight** (аргументы: высокий carry и падающая корреляция с risk assets).
- Факт-метрика по потокам: inflows в EM LCD **\$50.1bn** к концу октября.

## 9) **Кредит-риск 2026: ожидают “шум” с заголовками (governance / fraud), но не системный кризис**

- HSBC ожидает периоды **credit-spread volatility**, когда кредиторы будут “копать” книги на предмет **irregularities / governance gaps / over-collateralisation**.
- При этом “systemic issues” они **не ожидают**, базируясь на низких дефолтах и “здоровой” экономике.

## 10) **FX и золото: USD — нейтрально, ставка на диверсификацию; золото — overweight**

- USD: “нет явных катализаторов устойчивого rebound сейчас”; базово ожидают **USD volatile/sideways**, stance **neutral**.
- Для FX-диверсификации в G10 выделяют **EUR и AUD**; среди EM — позитивнее к **SGD/KRW/ZAR** (в тексте прямо перечислены направления).
- Золото: **overweight** как диверсификатор; аргумент — устойчивый спрос со стороны ЦБ и инвесторов, плюс “weaker USD scenario”.
- Долгосрочный структурный факт: доля золота в резервах выросла с 2022, доля USD в резервах снижалась (график).

## 11) **Альтернативы: хедж-фонды как “страховка” при слабости bonds-диверсификации**

- Логика: sticky inflation ухудшает роль бондов как хеджа → hedge funds становятся “ключевой деталью” конструкции (equity market neutral, trend-followers, macro).
- В event-driven: апгрейд до **mild overweight** на фоне роста activist-campaigns и улучшения M&A-фона.

## 12) **Real estate: общий рынок стабилизируется, но “бифуркация” максимальна**

- Факт: по данным MSCI global capital values после падения 2022–2024 начали **умеренно расти 3 квартала подряд к Q2 2025**, ликвидность возвращается, но офисы “сложные”, кроме prime-сегмента.
  - Конкретика по секторам:
    - Retail: лучше всего **non-discretionary / grocery-anchored** и prime-локации.
    - Logistics: rental growth в 2026 ожидается **мягким** из-за нового предложения.
    - Office: “prime offices in key submarkets” могут работать, но в целом сектор сложный.
- 

## Почему важны для инвестора/трейдера

- **Инвестору**
    - Главный “режимный” сигнал: **не ставить на глубокие снижения доходностей**, а строить портфель на **quality income** (IG + часть EM) и на диверсификацию (Asia/EM, FX-оверлей, альтернативы).
    - Концентрационный риск решают не выходом из США, а **расширением источников доходности**: utilities/инфра, financials/industrials, Asia equity + Asia credit + золото + хедж-фонды.
  - **Трейдера**
    - “Триггеры волатильности” в отчёте названы прямо: **Fed re-assessment**, sticky inflation, debt fears, ROI AI-инвестиций, выборы/популизм, geopolitics. Это список того, что будет регулярно менять нарратив и давать тактические движения.
    - В rates/credit: базовый сетап — **quality + средняя дюрация**, но быть готовым к резким “headline-шокам” в HY и к спред-волатильности.
- 

## Критика

1. **Много тезисов-рамок без порогов.** “mild risk-on”, “medium duration”, “overweight/underweight” — полезно для аллокации, но это не торговая система: нет уровней/триггеров, когда менять режим.
2. **Локальные “истории” (например, government shutdown) могут быть одноразовыми.** В тексте shutdown используется как фактор неопределённости/поддержки бондов, но переносимость этого вывода на другие периоды ограничена.
3. **Bias частного банка.** Упор на альтернативы, private markets и “multi-asset approaches” естественен для РВ-аудитории; для частного инвестора без доступа/комиссионных преимуществ часть рекомендаций может быть менее применима.
4. **Сигнал “рынок недооценивает capex” требует внешней верификации.** В отчёте это сильный нарратив, но без собственных расчетов рынка/консенсуса; трейдеру/инвестору стоит сверять с капекс-гайденсами hyperscalers/utility capex/данными по interconnection queues и т.п. (в отчёте это не формализовано).

# J.P. Morgan Asset Management — “Alternative Investments Outlook 2026: A new era of public-private convergence” (8th Annual Edition)

---

## Сигналы

### 1) Private markets стали “структурой”, а не циклом (масштаб уже системный)

- Размер private markets оценивается почти в \$20 трлн (резкий рост за десятилетие).
- Private credit вырос в 10 раз: \$250 млрд (2007) → \$2.5 трлн.  
Сигнал: это уже не “нишевый” сегмент — ликвидность/оценки/риски private-рынков начинают влиять на публичные рынки через financing, M&A, exit-окна и кредитные каналы.

### 2) Концентрация в публичных акциях = измеримый риск; private = попытка купить тему дешевле

- “Magnificent 7” ≈ 35% S&P 500, forward P/E ~23x (конец года).
- Вывод отчёта: hyperscalers и AI-capex “сдвигают value” из public в private: финансирование дата-центров, сетей и энергосистем всё чаще делает private equity / infra / private credit.  
Сигнал: если публичный AI-трейд перегружен концентрацией и оценкой, часть экспозиции логичнее искать в private (особенно small/mid), но это обмен ликвидности на потенциально более низкие мультипликаторы.

### 3) Private credit: премия к публичному кредиту есть, но качество и стандарты ухудшаются “на краю”

- При базовом сценарии “без рецессии в 2026” private credit сохраняет премию: senior-secured US direct lending ≈ +200 б.п. к leveraged loans и ≈ +300 б.п. к US high yield.
- Ранние признаки стресса: LMEs, PИК-структуры, а также “issuer-specific” дефолты (упоминание сентябрь 2025, авто-сектор).  
Сигнал: премия за illiquidity реальна, но “скрытая цена” — риск размывания ковенантов/документации + селекция менеджера становится главным фактором.

### 4) PE: альфа исторически была, а окно 2026 выглядит как перезапуск сделок/экзитов

- Данные: глобальный buyout индекс outperform’ил public equity на ~500 б.п. в год за 10 лет.
- 2026 может улучшить exits/дистрибуции при снижении ставок и более мягких headwinds.
- Признак нормализации кредитного рынка LBO: в 2023 78% сделок DL были SOFR+600, а в 2025 YTD 50% уже ниже SOFR+500 (сжатие спредов).  
Сигнал: “окно ликвидности” может расширяться, но будущая доходность будет сильнее зависеть от операционного value creation, а не от финансовой инженерии, потому что спреды/условия опять становятся borrower-friendly.

### 5) Secondaries — структурный рост ликвидности в PE (и это уже большие цифры)

- Вторичный рынок: объёмы \$160 млрд в 2024, > \$200 млрд ожидают в 2025.

- Указан \$216 млрд капитала “под secondaries”, **overhang ~1.8x** текущей активности. **Сигнал:** secondaries становятся “механизмом ликвидности” для private-экосистемы; потенциальная альфа — покупка quality-активов с дисконтом к NAV.

## 6) CRE: “инверсия капитальной структуры” разворачивается → сделки могут оживиться

- Ключевая смена режима: в 2026 ожидают нормализацию, когда **equity yields снова будут выше debt yields**, что исторически поддерживает транзакции.
- Прогноз ожиданий рынка: Fed ~**3.25%**, ECB ~**1.75%** к mid-2026 (как ориентир для стоимости долга).
- В США строительство в отдельных рынках/сегментах **-60%...-80%** от пиков (ограничение нового предложения).  
**Сигнал:** если стоимость долга опустится ниже cap rates, “мертвые” сделки снова становятся возможными; при этом выигрыш у **high-quality** активов, а “низкокачество” останется проблемой из-за capex и слабого rent-upside.

## 7) Недвижимость: энергетическая мощность становится фактором доходности (не ESG, а физика)

- В индустриале: активы с **>4,000 amps** дали ~**8%** средних доходностей за год против **<3%** у объектов с **<2,000 amps**.  
**Сигнал:** “power-capacity” превращается в явный фактор отбора (особенно под advanced manufacturing и data centers).

## 8) Жильё: недострой и affordability → поддержка аренды (SFR / attainable multifamily / PBSA)

- США: дефицит жилья ~**4.7 млн домов**; возраст первого покупателя **40 лет** (против 30 до GFC); цены single-family **+55% с 2019**; starts ~**75%** от недавних пиков.
- Европа: PBSA-дефицит **>500k мест** (Германия+Франция+Испания).  
**Сигнал:** структурный спрос на “attainable housing” и модели аренды устойчивее, чем ставка на рост цен жилья.

## 9) Инфраструктура: “3E”-режим = капекс > амортизации впервые в XXI веке

- Утверждение отчёта: core infrastructure входит в фазу, где **capex будет существенно выше depreciation** “впервые в этом веке”.
- Рост спроса на энергию: OECD **2-4% в год** с 2025 в 2040-е; США: новый режим роста нагрузки **1.7-3.2% CAGR** vs исторические **0.4%** после 2000.
- Европа импортировала до **~40%** первичной энергии (в отдельные годы **>50%**); шок войны дал **60-70% ценовые всплески** → energy security = драйвер инвестиций.  
**Сигнал:** бенефициары ближайших лет — **utilities с generation+transmission+distribution**, особенно с доступом к капиталу и контрактами с hyperscalers.

## 10) Transportation как “moving infrastructure” с низкими корреляциями + replacement cycle

- Требуемый replacement-капекс: до **\$3.5 трлн** за 10 лет.
- 10-летние корреляции: transport имеет **отрицательную корреляцию** к глобальным акциям (около **-0.1**) и к глобальной инфраструктуре (около **-0.1**), и **-0.2** к глобальным облигациям/акциям в матрице корреляций (квартальные данные).
- Геополитика может “парадоксально” повышать спрос на тонна-мили: пример — кризис в Красном море увеличивал маршруты на **15-20 дней**, что фактически сокращало предложение флота и поддерживало ставки.

**Сигнал:** transport-активы (через лизинговые структуры) — кандидат на “income + diversification”, но ключевой риск — кредитное качество контрагентов и операция.

## 11) Timberland: тарифы и торговые барьеры прямо влияют на цены; + опциональность через carbon credits

- США: после указа (14 Oct 2025) тарифы на wood products; combined duties/тарифы на канадский lumber ~45%, при том что Канада = >90% импорта и 25–30% потребления США.
- Китай: слабость residential construction; ожидают слабый уровень активности до 2026–2027.
- Carbon market: усиливается фокус на **removal-credits** vs “avoidance”, расширяется “price divide”.

**Сигнал:** timberland чувствителен к торговой политике (и может быть выигрышен на тарифах), а carbon-опциональность становится отдельным драйвером стоимости, но зависит от качества протоколов и политики.

## 12) Hedge funds: среда для альфы стала “лучше, чем 2011–2019”, но главный риск — leverage + crowding

- “Alpha winter” 2011–2019 был из-за низких ставок, низкой волатильности и высоких корреляций; сейчас — выше ставки и выше dispersion (single-stock vol выше среднего).
- Риск: **rapid deleveraging** и **crowding**; большее использование leverage усиливает риск unwind.
- Топ-идеи: relative value (stat arb, equity market neutral), macro (дивергенция ЦБ), event-driven/активизм (Япония), biotech в L/S.

**Сигнал:** хедж-фонды полезны как “диверсификатор диверсификаторов”, но требуют жёсткого due diligence (процесс важнее легенд).

---

## Почему важны для инвестора/трейдера

- **Инвестору**
  - Отчёт даёт измеримые причины, почему “альтернативы” — не маркетинг, а **смена архитектуры рынков**: концентрация public-equity, рост private-кредитования, перенос value creation в private, secondaries как новая ликвидность.
  - В real assets появляются **простые факторы отбора**: power-capacity в индустриале, quality-CBD в офисах, дефицит жилья → SFR/attainable, maturity wall в CRE-долге.
  - В кредите ключевой сигнал — **премия ещё есть**, но “цена” риска смещается в документацию/ковенанты/качество менеджера.
- **Трейдера**
  - Это не “сетапы”, но это карта, где вероятны перетоки капитала: инфраструктура/энергосети/утилити, quality-real estate, secondaries-ликвидность, рост активизма в Японии, biotech-M&A/патент-клифф.
  - Из “if A→B” для тактики:
    - если spreads остаются tight + ковенанты ухудшаются → возрастает вероятность “внезапных” стресс-эпизодов в отдельных эмитентах/секторах (и L/S-идей в кредите);
    - если ставка/стоимость долга падает под cap rates → CRE-сделки/объёмы оживают;
    - если геополитика удлиняет маршруты → поддержка ставок фрахта/лизинговых доходов.

# Критика

1. **Это документ продавца “альтернатив”.** Полезные цифры есть, но рамка по умолчанию “private markets are essential”, поэтому нужен холодный фильтр: ликвидность, fees, vintage-risk, доступ к топ-менеджерам.
2. **Много прогнозов без порогов исполнения.** Например, “рецессия маловероятна”, “ожидаем recovery” — без конкретного триггера смены режима. Чтобы это стало сигналом, нужно самим задать условия (credit spreads, jobless claims, cap-rate/debt-cost spread и т.д.).
3. **Часть заявлений — “нарративные” (AI/публично-частная конвергенция).** Верифицируются только через внешние метрики (объёмы IPO/M&A, динамику капекса hyperscalers, стоимость капитала, default-rate/LMEs/PIK). В самом отчёте это не превращено в систему мониторинга.

# UBS CIO — “Year Ahead 2026: Escape velocity?” (publishing date 20 Nov 2025)

---

## Сигналы

### 1) База UBS: рост акций продолжится, но “топливом” остаются AI-carex и монетизация

Проверяемые факты/цифры:

- UBS прямо связывает “escape velocity” с AI-инновациями, фискальными расходами и смягчением монетарной политики.
- IT + Communication Services = 36% MSCI AC World; топ-9 US tech дали 72% роста Russell 3000 за 12 месяцев → концентрация источника доходности крайне высокая.
- Вклад “information processing equipment & software” в рост реального ВВП США вырос 0.2 п.п. (4Q19) → 0.8 п.п. (2Q25) → AI-инфраструктура уже заметный макро-фактор.
- Домохозяйства США: wealth в акциях +USD 24 трлн за 5 лет → “wealth effect” стал важным поддерживающим фактором спроса/уверенности.

Логика (если А → то Б):

- Если carex продолжится и монетизация ускорится, то “AI-linked stocks” имеют основание для дальнейшего роста; если монетизация не догонит carex — риск “bust/переоценки”.

### 2) UBS даёт конкретный “carex-план мира”: масштаб уже измерим

Проверяемые цифры:

- Прогноз UBS: cumulative global AI carex 2026–2030 = \$4.7 трлн, из них \$2.4 трлн уже “planned” (по >40 объявлениям в 2025).
- На 2026: ожидают \$571 млрд AI-carex (vs \$423 млрд в 2025).
- Прогноз на 2030: carex \$1.3 трлн/год, 25% CAGR (2025–2030).
- У hyperscalers carex как доля OCF вырос с ~40% (2023) → ~70% (2025) → это прямой индикатор “напряжения FCF”.

### 3) Adoption-порог: UBS фиксирует “переходный уровень” внедрения AI бизнесом

Проверяемый факт:

- По данным US Census Bureau: ~10% бизнеса уже использует AI, и ожидается рост до 14% в ближайшие 6 месяцев; UBS утверждает, что adoption обычно ускоряется после прохождения этого порога.

Это реальный сигнал (не мнение): “порог-эффект” можно мониторить как leading indicator спроса на AI-инфра и прикладной софт.

### 4) Оценка “ценника” AI: проблема не в ТАМ, а в монетизации

Проверяемые цифры/логика:

- UBS оценивает потенциальную выручку AI “от end-users” как **\$1.5 трлн/год**, исходя из цепочки предположений: labor ~50% мировой экономики, AI автоматизирует треть задач, вендоры забирают 10% созданной ценности.
- При этом прямо сказано: **монетизация отстаёт от capex**.  
**Сигнал для рынка:** ключевой риск 2026 — “проверка доходности инвестиций” (ROIC/FCF) по AI-цепочке.

## 5) “Power & resources” — узкое горлышко AI-бума: рост электроспроса + капекс сетей

Проверяемые цифры:

- Data centers могут давать до **9% потребления электроэнергии США к 2035** (vs ~4% “today” в тексте).
- EIA ожидает **оптовые цены на электроэнергию +23% в 2025 vs 2024** (факт из отчёта).
- Прогноз: **global grid investment ~ \$500 млрд в 2026**.  
**Сигнал:** бенефициары AI смещаются от “чипов” к энергетике/сетям/инфраструктуре.

## 6) Commodities: тактическая ставка + конкретика по меди

Проверяемые цифры:

- UBS ожидает **copper > \$13,000/т в 2026**, дефицит рынка **87k т в 2026 vs 53k т в 2025**.
- По нефти: ожидают рост цен с **середины 2026** из-за stalling supply growth non-OPEC+ и modest demand recovery.
- Commodities как класс: рекомендуют как **тактическую** долю до ~5% в благоприятной фазе (не “постоянное ядро”).

## 7) Акции: UBS даёт чёткие таргеты и драйверы по регионам/сектору

Проверяемые цифры:

- Цель UBS: **global equities +~15% к концу 2026**.
- По США: **S&P 500 target 7,700, EPS \$305 в 2026 (+10% y/y)**; Mag7 ≈ половина прироста прибыли (их оценка).
- По Европе: прогноз ускорения прибыли **7% (2026) и 18% (2027)**; Eurozone **15.2x fwd P/E** (≈10% премия к long-run avg) и **22% дисконт к global peers**.
- По банкам: ROE сектора **11.5% в 2025** и “дальше рост ожидается”.
- Таблица таргетов (page с “We expect upside...”): S&P 500 7,700; Euro Stoxx 50 6,200; Topix 3,600; MSCI China 102; MSCI EM 1,560; MSCI AC World 1,350.

## 8) “Высокие оценки сами по себе редко убивают ралли” — но сжимают будущую доходность

Проверяемые факты:

- MSCI ACWI торгуется **>19x fwd, ~+30% к 20-летней средней**; S&P 500 ~**23x fwd** (near top исторического диапазона).
- UBS: высокая оценка чаще означает **скромнее долгосрочные** доходности; S&P 500 может не повторить **9.7% годовых** последних 20 лет.
- Но near-term: UBS ждёт рост EPS **11% в 2025 и 10% в 2026** → это “подпорка” для продолжения роста при отсутствии AI-разочарования.

## 9) Долг и “financial repression” — режимный сигнал по FX и корреляциям

Проверяемые цифры/логика:

- IMF оценка: **G7 debt ~126% ВВП в 2025** (vs 85% 20 лет назад) и **~137% к 2030** (проекция).
- UBS описывает вероятный режим **financial repression** (регуляторика/покупки ЦБ/правила для банков-пенсий-страховых) → “налог на кэш-сейверов” через подавление реальной доходности.
- Следствие: если доходности “фиксируются” интервенциями, **FX становится главным амортизатором** → ожидайте **больше валютной волатильности**.

## 10) Fixed income / доход: “quality + средняя дюрация”, HY — осторожно, private credit — селективно

Проверяемые факты:

- UBS ожидает, что **quality bonds (4–7 лет)** дадут **mid-single-digit returns** (yield + price), и в adverse-сценариях превосходят кэш.
- HY spreads “historically tight” (график) → осторожность в high yield.
- По private credit: риски “в основном” в **lower middle market**, предпочтение — **senior, sponsor-backed loans** более крупных и менее циклических компаний; избегать “excess exposure” в низах.

## 11) FX-вью UBS на 2026: структурный уклон против USD + конкретные пары/идеи

Проверяемые факты:

- UBS ждёт слабость USD из-за **twin deficits** + падение ставок, предпочитает **EUR, AUD, NOK** против USD.
- Прогноз-таблица по активам/FX: **EURUSD 1.20, AUDUSD 0.70, USDJPY 146, USDCNY 6.90, USDCHF 0.79** к Дек-2026.

## 12) Политические риски: конкретный “событийный триггер” по тарифам США

Проверяемый факт:

- UBS пишет: **US Supreme Court** должен вынести решение по использованию **IEEPA** для тарифов, потенциально затрагивая **~70% tariff revenue**; если отменят — возможны новые “более таргетированные” тарифы и ответные меры партнёров. Это “сигнал-календарь”: высокая вероятность волатильности вокруг решения/ответных шагов.

## 13) Сценарии UBS (с числами): это карта “если режим сменится”

Проверяемые targets (Дек-2026) по 3 сценариям:

- S&P 500: **8,400 (bull) / 7,700 (base) / 4,500 (bear)**.
- Fed upper bound: **4.00 / 3.50 / 1.50**; US 10Y: **4.75 / 3.75 / 2.50**.
- Gold: **\$3,700 / \$4,300 / \$4,900**.

---

## Почему важны для инвестора/трейдера

- Инвестору

- Документ даёт “скелет” 2026: **рост акций базовый**, но риск-профиль определяется **монетизацией AI** и **ограничениями энергосистемы**. Это помогает отличить “AI-истории” от “AI-денег”.
  - Режим *debt/financial repression* → повышается роль **валютной диверсификации** и “*real assets / commodities / gold*”.
  - В доходной части ключевой сигнал: **quality bonds 4–7Y** как ядро дохода/хеджа, при *tight HY spreads* — осторожно с “погоней за yield”.
  - **Трейдery**
    - Самые “торгуемые” триггеры из отчёта:
      1. **AI-монетизация vs capex** (*earnings guidance/FCF* у *hyperscalers*),
      2. **power-constraints** (*utilities/grid-capex/цены мощности*),
      3. **решение SCOTUS по ИЕЕРА-тарифам** (*headline-volatility*),
      4. **FX-тренд против USD** при *easing*-режиме.
- 

## Критика

1. **Сильная зависимость от “AI-нарратива”**. UBS честно отмечает *bubble*-риски и риск “AI disappointment”, но их базовый бычий кейс во многом опирается в то, что *capex* не окажется избыточным и монетизация догонит. Это главный “*single point of failure*”.
2. **Много прогнозов-таргетов без чётких триггеров смены рейтинга**. Есть сценарии с числами, но нет “правила”, когда вы переходите из *base* в *bear* (например, какой порог по *CPI/pass-through/credit spreads*). Это снижает предсказательную ценность для тактических решений без вашего собственного чек-листа.
3. **Policy-риски описаны как краткосрочные**. UBS утверждает, что политические *headline*-риски часто *short-lived*, но при режиме тарифов/долга это может быть не просто “шум”, а источник устойчивой премии за риск (особенно через *FX* и *long-end*).
4. **Коммодити-часть “тактическая” — и это правильно, но требует дисциплины**. Они сами предупреждают о долгих периодах *underperformance vs equities*; без правил входа/выхода рекомендация легко превращается в “вечное держание” и размывает результат.

# BofA Securities — “US Equity Strategy Year Ahead: 2026 Year Ahead: All bulled up, and no place to go” (26 Nov 2025, corrected)

---

## Сигналы

### 1) Базовый прогноз по SPX: сильная прибыль, но скромная цена (multiple compression)

- Таргет S&P 500 = 7,100 на конец 2026 (около +4.5–5% price return).
- Прогноз прибыли: EPS 2026 = \$310 (+14% YoY); при этом ожидают сжатие P/E на ~5–10% (в тексте: “~10pt PE contraction”).
- Диапазон сценариев: bear 5,500 (типичный спад ~20% для рецессии) и bull 8,500 (около +25%, соответствует “большому EPS beat”).

**Сигнал:** 2026 по их модели — год, где “альфа” важнее “беты”: рынок дорогой, и возврат должен прийти через earnings delivery, а не расширение мультипликатора.

---

### 2) Конструкция роста меняется: Capex > Consumption

- Ключевая ставка: рынок смещается от “потребительского” булла к capex-driven буллу (“Less C, more I”).
- Драйвер: bonus depreciation / ОВВВА (налоговые стимулы) могут перетянуть capex вперёд (“pull forward capex”).
- Но они прямо фиксируют риск: “ликвидность сейчас на максимуме”, и “направление вероятнее хуже, чем лучше”: меньше buybacks, больше capex, меньше ожидаемых cuts ЦБ, ФРС будет резать только если рост слабый.

**Сигнал:** если cash-use уходит из buybacks в capex/M&A, то “справедливый” мультипликатор сжимается, но выигрывают отрасли, где capex даёт ROIC/ROIIC.

---

### 3) AI: готовьтесь к “air pocket” — главный фильтр ROIIC – WACC

- Они прямо говорят: AI monetization TBD, а power — bottleneck.
- Hyperscalers стали более капиталоемкими, чем oil majors; их capital intensity (CapEx/OCF) выросла с ~13% (2012) до ~64% “today”.
- Capex “перестает помещаться” в OCF: финансирование смещается к долгу; пример — крупные размещения IG у META/ORCL/RPLDCI и т.п.
- Предлагаемый ими “прайсинг-правило”: спред ROIIC–WACC = ориентир, сколько можно платить за AI. Сейчас спред “здоровый”, но может сужаться (рост leverage + risk premia с рекордно низких уровней).

**Сигнал:** для AI-акций ключ не “рост CAPEX”, а доходность на добавленный капитал и стоимость капитала. Когда ROIIC–WACC начинает ухудшаться — это системный триггер де-рейтинга.

---

#### 4) “Пузырь” не равен 2000, но часть метрик уже “как в 2000”

- Они фиксируют: S&P “дорог” **по 19 из 20** valuation-метрик, а **по 9 из 20** — дороже/сопоставимо с пузырём 2000.
- Одновременно “почему не 2000”: крупнейшие тех-имена сегодня **прибыльнее, менее закредитованы**, и capex/OCF у hyperscalers **~60%**, что выше, чем 10 лет назад, но **ниже телекомов в 2000 (~140%)**.

Сигнал: “bubble-risk” здесь — **не в слабых балансах, а в цене ожиданий + зависимости индекса от узкой группы** и в возможной “AI-debt” истории.

---

#### 5) Тарифы: основной удар по марже, вероятно, ещё впереди; триггер — запасы

- Они пишут: компании пока “пережили” тарифы без удара по марже на уровне индекса, частично за счёт **pre-ordering** и запасов; но это **не бесконечно**.
- Логика (if A→B): если **pre-tariff inventory исчерпан**, то в **4Q** растёт риск **маржинального давления**; это ограничит способность “pass-through”.
- Их оценка “без смягчений” по текущим допущениям тарифов: **удар по operating income S&P 500 ~-5.8%**; сильнее всего чувствительны **Staples/Materials/Discretionary/Industrials**, меньше — Tech.
- Отдельный **событийный триггер**: решение Верховного суда США по тарифам ИЕЕРА; в их цифрах: effective tariff rate **14.7%**, из них **9.5 п.п.** приходится на ИЕЕРА; если ИЕЕРА отменят — базово эффективная ставка может быть **на 3–5 п.п. ниже**, но власть может заменить инструментами типа Section 122 (до 15% на 150 дней).

Сигнал: важна не риторика про тарифы, а **тайминг исчерпания запасов + судебный календарь ИЕЕРА** → это даёт конкретные окна волатильности в марже/гайденсе.

---

#### 6) Кредитный цикл “чувствуется рядом”, но источник “тараканов” — private lending

- Они считают, что кредитный цикл может быть **не как раньше**: “shadow lending replaced banks”, традиционные кредитные метрики хуже объясняют акции.
- “Тараканы” уже появляются в private lending; “bad vintage” private инвестиций подходит к срокам.
- Сильное утверждение-правило режима (if A→B): “**Fed cutting + credit tightening**” — худшая фаза для акций; “**Fed cutting + credit easing**” — лучшая.

Сигнал: в 2026 мониторинг должен быть двойной: не только ФРС, но и **спрэды/доступность кредита**.

---

#### 7) Ширина рынка и позиционирование: “misses punish” + маржинальный долг

- Они показывают, что реакция рынка на отчёты стала асимметричной: **промахи наказываются сильнее обычного** → сигнал позиционирования/хрупкости.
  - **Margin debt** (нормализованный) находится на пиках **2021** (перед bear market 2022) — риск-фактор.
-

## 8) Предпочтения по секторам (их “карта ставок”)

Изменение: **Staples** подняли до **Overweight**, **Discretionary** опустили до **Underweight**; остаются **OW Financials, Real Estate, Materials, Health Care, Energy**, и **UW Communication Services, Utilities**. Tech/Industrials — Marketweight.

---

## 9) “Small > Large” как базовая ставка, но с важными условиями

- Они ждут лидерство малых компаний в 2026, аргументируя ускорением **earnings у small caps** (консенсус: **S&P 600 EPS +19% в 2026 vs S&P 500 +13%**).
- Но ключевые риски small: **кредит/макро ухудшение** или отсутствие восстановления manufacturing.
- Важная “механика” small-caps: большая доля долга short-term/floating и рефинанс-эффект; они оценивают для Russell 2000 ex-Fins **cumulative EBIT hit ~-32% за 5 лет** от рефинансирования (при их базовых cut-ожиданиях), и “каждые дополнительные -25 б.п. cuts дают ~+2 п.п. пользы”.

**Сигнал:** small-caps — ставка не “на рост вообще”, а на **смягчение ставок + функционирующий кредит + capex/industrial recovery**.

---

## Почему важны для инвестора/трейдера

- **Инвестору**
    - Это отчёт с чёткой рамкой: **“earnings strong, returns modest”** → портфель нужно собирать под **quality earnings + dividend/total return**, а не под надежду на PE-expansion.
    - Их ключевой “архитектурный” поворот — **Capex>Consumption**: он подсказывает, какие сектора/факторы будут в приоритете (финансы/материалы/реальный сектор) и почему они “охлаждают” consumer discretionary.
    - По AI — редкий полезный “фильтр”: **ROIIC-WACC** как ограничитель мультипликатора. Это переводит тему из веры в цифры.
  - **Трейдера**
    - У вас есть конкретные триггеры режима:
      1. **air pocket по AI** (монетизация/энергия/рост долга hyperscalers),
      2. **Fed cutting vs credit tightening/easing** как “режимная матрица”,
      3. **IEEPA ruling** как календарный источник воли по тарифам/марже,
      4. **inventory depletion** → **margin pressure** как тайминг на пересмотр гайденса.
- 

## Критика

1. **Много сильных нарративов, но мало “порогов переключения”** (кроме пары мест: SSI, IEEPA, ROIIC-WACC). Для практики их идеи нужно переводить в числовые правила мониторинга (спрэды, DSI, ROIIC-WACC, capex/OCF, credit conditions).
2. **AI-часть честно указывает на bottleneck, но не даёт точной метрики “когда bottleneck снят”** — это остаётся внешней валидацией (энергомощности, interconnection queues, сроки ввода DC-проектов).
3. **Тарифный блок зависит от предположений** (эластичности, pass-through, FX), что они прямо отмечают в своих моделях удара по EBIT; как “сигнал” годится, как точная оценка — требует перепроверки под ваш набор секторов/эмитентов.

# Morgan Stanley — “2026 US Equities Outlook: The Rolling Recovery Is Here” (17 Nov 2025)

---

## Сигналы

### 1) Базовый таргет по рынку и “формула” роста

- **S&P 500 price target: 7,800.**
- Таргет построен как **22× forward EPS \$356.**
- Их top-down EPS траектория: **2025 \$272 (+12%), 2026 \$317 (+17%), 2027 \$356 (+12%).**  
**Сигнал:** ставка отчёта — на **сильный цикл прибыли**, при этом мультипликатор, по их ожиданию, может **слегка сжаться**, но останется высоким.

### 2) “Rolling recovery” вместо “rolling recession”: индикаторный поворот — ширина ревизий прибыли

- Они утверждают, что **капитуляция вокруг “Liberation Day”** стала маркером окончания 3-летней “rolling recession” и старта “rolling recovery”.
- Количественная опора: **earnings revisions breadth** развернулся вверх (“historic rebound”).
- Факт-подтверждение “раннего восстановления” в отчётности:
  - **S&P 500 revenue beat rate 2.2%** ( $\approx 2\times$  среднего),
  - **EPS growth для median stock Russell 3000: 8%** — максимум за ~4 года.  
**Сигнал:** ключевой “режимный” индикатор у них — **ширина ревизий прибыли + разворот медианной прибыли**, а не уровень индекса.

### 3) Монетарный триггер, который должен “включить расширение лидерства”: Fed cuts больше, чем ждёт рынок

- “Недостающий ингредиент” для типичного early-cycle broadening — **более значимые снижения ставок**, чем прайсит рынок.
- Их причинность: **умеренная слабость лагирующих labor-данных** + желание администрации “run it hot” → **более accommodative policy** (и по ставкам, и по балансу) в горизонте **6–12 месяцев.**  
**Сигнал:** если ФРС реально станет “dovish enough”, то вероятен переход от узкого лидерства к широкому (small/cyclicals).

### 4) Конкретный “near-term risk” к бычьему сценарию: задержка ФРС из-за данных/ликвидности

- Они прямо называют риск: **ФРС может не быть достаточно “dovish”, а tight liquidity** уже давит на high-momentum области и может давить дальше в краткосроке.
- Ещё один риск: **задержки/провалы в релизах labor-данных** (в тексте — из-за shutdown/задержек статистики) могут отложить реакцию ФРС и подорвать тайминг.  
**Сигнал:** для трейдера это не философия, а “тайминг-фактор”: когда liquidity/ставки не подтверждают — broadening может “не прийти”.

### 5) “Hotter but shorter” как модель рынка: 2 года “up” / 1 год “off”

- Они заявляют режим: экономика в **инфляционном** циклическом режиме, похожем на послевоенный период, и приводят модель **“2 years on / 1 year off”** как наблюдаемую с 2020.

**Сигнал:** если вы принимаете эту модель, то 2026 в их логике — “год up”, но с пониманием, что цикл может закончиться быстрее обычного (риск ужесточения позже).

## 6) Налоговая политика как измеримый драйвер FCF: cash tax rate вниз

- По OBBVA: ключевой эффект — на **cash flow**, а не на **P&L** (за счёт timing-разниц).
- Они ожидают, что “cash tax rate” будет тестировать **новые минимумы**.
- Конкретные механики: **upfront R&D expensing** (включая ускорение вычетов за 2022–2024) и **100% bonus depreciation** возвращены.

**Сигнал:** рост FCF может оказаться лучше “по прибыли”, особенно у Tech/Comm Services/Healthcare (R&D) и у capital-intensive отраслей (bonus depreciation).

## 7) Сдвиг “quality vs 1999”: рынок дорогой, но качество выше — измеримо

- Тезис “не 1999” они подкрепляют цифрами:
  - **FCF yield** для **median stock** почти в **3 раза выше**, чем в 2000 (их график).
  - **Top-10 S&P weights median forward P/E** ~31×, что **ниже пиков 1999 (44×) и 1998 (35×)**, и их **operating margin** в 2025 заметно выше, чем в 1999 (график).
  - **92% S&P 1500 FCF positive vs 72% в 1999**.

**Сигнал:** “пузырь-риск” у них не отменён, но **основан не на бездоходности**, как в 1999, а на ожиданиях/тайминге ФРС.

## 8) Small caps: апгрейд до Overweight + набор условий

- Они апгрейдят **small caps** до **OW vs large caps**.
- Причины (как “если А→Б”): **early-cycle среда + compressed cost structures → operating leverage, pent-up demand, rebound EPS revisions breadth, Fed cutting**.
- Доп. “hard signal”: **small cap relative earnings revisions turning higher** — именно этого они ждали.
- Small caps торгуются с **~7-turn discount** по P/E к large caps (их график).

## 9) Сектора/стили: что именно OW/UW и почему

- Их “macro-to-equity” вывод: **cyclicals > defensives, small > large**.
  - Апгрейды: **Consumer Discretionary Goods** и **Healthcare** до **Overweight**.
  - Позиции: **Financials OW, Industrials OW** (повторяют).
  - В приложении-таблице секторных предпочтений: **Underweight Staples** и **Real Estate** (и отдельной строкой отмечены предпочтения/нейтрали по прочим секторам).
- Сигнал:** это не просто “мнение”: они привязывают Financials к **SLOOS → C&I loan growth**, Industrials к **capex cycle + ISM catch-up**, Healthcare к **rate cuts + дешёвым оценкам**.

## 10) AI adoption: они измеряют “реальные выгоды” по 7,400 транскриптам

- Метод: анализ **~7,400 earnings transcripts** и **~6,100 conference transcripts** (с 2023) с классификацией “quantifiable benefits”.
  - Доля компаний, где есть *измеримые* эффекты AI, растёт:
    - у MS “Adopters”: **24% в 3Q25 (vs 21% в 2Q25, 15% в 3Q24)**,
    - у S&P 500: **15% в 3Q25 (vs 14% в 2Q25, 11% в 3Q24)**.
  - По секторам: Tech выделяется (**39% компаний** сектора говорят о quantifiable benefits), далее Comm Services (**26%**), Financials (**16%**).
  - В более широком учёте “cost/revenue impacts” (не обязательно с цифрами): **28% S&P 500** и **37% AI adopters**; при этом **cost-out упоминается примерно вдвое чаще, чем revenue-in**.
- Сигнал:** AI пока продаётся рынку как **маржинальный/эффективный драйвер**, а не как драйвер выручки (это важно для оценки устойчивости “AI-ставки”).

## 11) M&A: количественный прогноз восстановления цикла сделок

- Факт: **3Q25 announced M&A volumes +43% YoY** (стратегические крупные сделки лидируют).
- Прогноз: **global announced M&A volumes +32% в 2025, +20% в 2026, цель \$7.8T в 2027.**
- “Dry powder” private markets: **\$4.2T** ( $\approx$  **\$8T buying power** с leverage).  
**Сигнал:** M&A — не “история”, а измеримый драйвер для Financials/капитал-маркетов, и MS считает, что trough уже позади.

## 12) “Trade & imbalance” как риск-каркас: tariffs, USD, K-economy

- Они считают, что тарифы — инструмент ребалансировки current account; отмечают, что тарифные доходы “собираются” при ограниченном ударе по экономике “пока”, а стоимость делится между экспортёрами/импортёрами/конечным спросом “где есть pricing power” (скорее industrial, чем consumer).
- Внутри темы “K-economy”: агрегатные данные “улучшают” большие компании/богатые домохозяйства/госсектор — потому политику ФРС они называют слишком жёсткой для “среднего бизнеса”.  
**Сигнал:** если они правы, broadening в small/mid возможен именно через **дешевление капитала + дерегуляцию**, а не через рост “среднего потребителя”.

---

## Почему важны для инвестора/трейдера

- **Инвестору**
  - Это один из немногих отчётов, который делает ставку на **медиану рынка** (earnings breadth, median EPS), то есть на “расширение лидерства”, а не на продолжение концентрации.
  - Налоговые изменения трактуются как **FCF-катализатор**, что помогает отделить “красивые EPS” от **денежных драйверов** (cash tax).
  - AI-часть полезна тем, что переводит дискуссию из веры в **измеримые эффекты**: рост доли компаний с quantifiable impact и доминирование cost-out над revenue-in.
- **Трейдера**
  - Их торговая ось 2026: **Fed-dovishness** → **broadening** → **small/cyclicals**. Если ФРС “опаздывает”, broadening может сломаться/отложиться.
  - M&A-цикл (цифры + прогноз) даёт события/импульсы в Financials и в отдельных секторах, где “buy growth” и “acquire tech”.
  - В Tech внутри Tech они дают уже готовую relative-idea: **equal-weight software > equal-weight semis**, аргументы — разворот revisions + экстремальная позиционированность HF (semis высоко, software низко).

---

## Критика

1. Ключевой “**single point of failure**” — ФРС. Вся конструкция broadening и small-outperformance опирается на “more dovish than market expects”. Если cuts не придут (или ликвидность останется tight), сценарий легко превращается в “ещё один год концентрации”.
2. Термины типа “**Liberation Day / rolling recession**” — **нарративная упаковка**. Сигнал тут не в словах, а в выбранных ими метриках (ERB, median EPS, beats). Если эти метрики развернутся вниз — история рушится.

3. **Политические/фискальные допущения встроены.** Они завязывают многое на “run it hot”, налоговые стимулы и дерегуляцию; при смене курса/ограничениях эффект может оказаться меньше, чем в базовом кейсе.
4. **AI adoption данные — сильная часть, но есть ограничение измерения.** Они учитывают только то, что менеджмент *говорит публично* и классифицируют “quantifiable”; это может отставать от реальности и иметь PR-смещение (особенно у Tech).

# T. Rowe Price — “2026 Global Market Outlook: Minds, machines, and market shifts”

---

## Сигналы

### 1) США: сарех-рост + фискальный импульс, но ФРС может вообще не снижать в 2026

- **AI-сарех + ОВВВА** (стимулы капексу) названы как ключевая причина, почему США могут “стряхнуть” growth-scare 2H25 и **перерасти ожидания в 2026**.
- При этом заявлена жёсткая развилка: **ожидания по rate cuts в 2026 “переоценены”**; ФРС может **не снижать ставки вообще** в 2026, если рост не ослабнет (инфляция + долги + тарифы/иммиграция мешают вернуться к 2%).

**Сигнал (если А→Б):** если рост держится, а инфляция остаётся > цели → “Fed cuts” не приходит → рынок вынужден жить с higher-for-longer, особенно в long end.

---

### 2) Фискальная экспансия — глобальный тренд, а long-end уязвим

- В документе прямо сказано: **фискальные расходы растут глобально**, а “волны фискальной экспансии” давят на предложение гособлигаций и доходности.
  - В “Bond & currency glance” (табличный блок) фиксируют: **10Y UST 4.11%** (на 10 Nov 2025) и **10Y Bund 2.67%**.
  - Их high-conviction: **держат дюрацию низкой** (steeper curves + давление на long maturity yields) и **оверлей через инфляционные линкеры**.
- 

### 3) Европа: “фронт-лоадинг тарифов” в 2025 → слабее manufacturing в 2026, ЕСВ может стать более dovish

- Ключевое причинное утверждение: **европейский экспорт в США был “заранее” в 2025 (front-loading)**, поэтому в 2026 manufacturing может оказаться слабее ожиданий, что способно сдвинуть ЕСВ в dovish-сторону.
  - Но одновременно: **германская фискальная экспансия может поднять bund yields** и “потянуть” вверх доходности еврозоны, ужесточая финусловия — что снова толкает ЕСВ к easing.
  - Отдельный FX-триггер: **риск currency-driven cuts**, если EUR укрепится выше 1.20.
- 

### 4) Япония: BoJ “позади кривой” → риск более сильных hikes, чем ждут

- Япония как outlier: **дефицит труда → wage inflation + “уже имеющаяся” food inflation + возможный фискальный стимул → BoJ может повысить ставки больше, чем ожидают**.
-

## 5) EM: инфляция и долг “под контролем” (особенно Азия), но тарифы — долгий хвост неопределённости

- Заявлено: у EM (особенно Азия) **инфляция и debt levels “reasonably under control”** относительно собственной истории; торговая система адаптируется, но **эффект тарифов может проявляться годами**.
- 

## 6) Китай: “anti-involution” как фактор цен, но PBoC скорее про quantity-tools; 1 cut в early 2026 возможен

- Китай: data вероятно “смягчатся”, real estate под давлением; при этом PBoC **не хочет активно easing ставкой**, предпочитая **количественные инструменты** распределения кредита; **одно снижение ставки в начале 2026 — не исключено**.
  - “Anti-involution” (сокращение перепроизводства экспортных товаров) может **повышать цены этих товаров**, осложняя торговые отношения — это прямой инфляционный/ценовой риск по цепочкам.
- 

## 7) AI: переход “от hype к profitability”, и новый риск-слой = долговое финансирование капекса

- Документ формулирует перелом: AI перешёл от “что возможно?” к “что прибыльно?” и фокус инвесторов смещается на **монетизацию**.
  - Ключевой риск-сигнал: **капекс ускорился так, что часть лидеров уже не может финансировать его только внутренним cash generation**, и это ведёт к **росту роли долгового финансирования**, включая потенциальную потребность в **private credit**.
  - Они прямо описывают risk-механику: **debt = фиксированные платежи + ковенанты + чувствительность к ставкам/спрэдам/ликвидности**; если рост выручки не поспеет — риск обслуживания долга и системные эффекты.
  - Конкретный TAM-факт (с оговоркой, что это внешний прогноз): **AMD оценивает AI data center chip TAM \$200bn (2025) → \$1trn (2030)**.
- 

## 8) Equity: “broadening” — лидерство выходит за пределы mega-cap AI, и это подпирается фискалом

- Прямой тезис: в **2026 ожидают расширение участия рынка**; лидерство смещается к “physical AI” — **energy, cooling, networking, semis**, а также к поставщикам автоматизации.
  - Число-катализатор: ОВВВА (июль) может дать **~\$200–300 млрд стимула, запланированного на 2026 (front-loaded boost)**, и через инфраструктуру/сети/дороги/дата-центры поддержать **industrials, materials, energy**.
  - Дополнительный драйвер: **рост M&A и более transaction-friendly регуляторная среда**.
  - Они выделяют регионы: **Japan** (оценки, cash flow, governance), **Europe** (фискал Германии, “physical AI”), **China** как тактическая селекция, **ex-China EM** (демография, реформы, диверсификация цепочек).
- 

## 9) Credit: спрэды очень узкие, поэтому “selection” становится главным; при этом доходность HY/loans всё ещё конкурентна

- Они фиксируют режим: **credit spreads near-record narrow**, поэтому дисциплина отбора обязательна; при этом на уровне carry/yield sub-IG и loans выглядят “attractive vs long-term equity returns”.
  - Конкретика текущего состояния (на 31 Oct 2025): **US HY default rate ~0.6%**, **US HY yield-to-worst 6.78%**.
  - Внутри sub-IG они **слегка предпочитают loans** над HY bonds из-за более высокого текущего дохода, но отмечают, что **Fed cuts** снизят доходность floating-rate.
  - Прямой сигнал-пример: ожидают **изолированные distressed events/дефолты** (называют кейсы 2025), то есть риск “точечный”, а не системный — но именно поэтому selection важнее беты.
- 

## 10) Inflation-linked и EM local как “точки стоимости”; long UST — зона риска

- Они называют явную возможность: **inflation-protected bonds** (США, часть Европы, Япония) “underprice” их инфляционный сценарий.
  - По EM: упоминают **select opportunities** в номинальных EM гособлигациях (в т.ч. Czech Republic, Thailand, Brazil, Chile).
  - По долгому концу США: **persistent inflation + fiscal deficits** → давление на long yields.
- 

## 11) Private markets: “выходные двери” (IPO/M&A) открываются; private credit — структурный спрос

- Прямо говорится: **стабилизация ставок и ниже волатильность** оживляют dealmaking; **IPO backlog “IPO-ready”** начинает выходить на рынок, расширяя exit-опции для PE/VC.
  - В private credit показан измеримый разрыв: **\$1.2 трлн financing gap**, чтобы развернуть PE dry powder (по их схеме).
  - И ещё: спрос на финансирование **AI-проектов (data centers, utilities)** создаёт новые возможности для private credit, включая rescue/structured solutions (preferred equity, mezzanine, structured).
- 

## 12) Tactical asset allocation (их собственные позиции): нейтрально по акциям, underweight по бондам, overweight по кэшу

- Их multi-asset позиционирование: **Equities neutral, Bonds underweight, Cash overweight** (из-за привлекательных yield и опциональности на dislocations).
- 

## Почему важны для инвестора/трейдера

- **Инвестору**
  - Это отчёт, который формулирует ключевой “режим” 2026: **сарех-цикл и фискал поддерживают рост**, но **инфляция/долг/тарифы** ограничивают “легкое снижение ставок” → значит, баланс портфеля строится вокруг **качества, инфляционного хеджа и контроля дюрации**.
  - В equities важен не лозунг “AI”, а смена лидерства на **physical AI** (энергия/сети/охлаждение/полупроводники/автоматизация) + **international catch-up**.

- В credit “бета” опасна из-за узких спредов → ценность в **selection** и структуре (loans vs HY, TIPS, EM local).
  - **Трейдery**
    - Отчёт даёт 3 практических источника волатильности/сетапов:
      1. **Fed cuts могут не прийти** (или прийти позже) → движения по rates/дюрации.
      2. **AI переходит на долговое финансирование** → риск “credit overlay” в tech/infra и повышение чувствительности к spreads/liquidity.
      3. **Европа**: слабость manufacturing после front-loading + немецкий фискал → конфликтные силы для ЕСВ и бондов → хорошая среда для relative-value в rates/FX.
- 

## Критика

1. **Много “стратегических” тезисов без порогов.** Например “Fed may not cut at all” — сильный сигнал, но без явных триггеров (какой уровень инфляции/занятости/ожиданий это закрепит) — вам придётся самим задавать метрики.
2. **AI-часть честно признаёт риск долгового слоя, но не даёт числовых KPI,** которые надо мониторить (capex/OCF по hyperscalers, net debt/EBITDA, interest coverage, spreads по конкретным эмитентам) — это остаётся за рамками отчёта.
3. **Тактические аллокации (neutral equities, OW cash)** отражают их комитетную позицию на дату (31 Oct 2025) и могут быстро меняться при одном-двух макро-сюрпризах; как “сигнал” годится именно как snapshot.

# Goldman Sachs Asset Management — “Navigating the Nuances Across Public Markets in 2026” (18 Nov 2025)

---

## Сигналы

### 1) Экстремальная концентрация в US equities — и она измерима

- Топ-10 акций США  $\approx 25\%$  глобального рынка акций и почти \$25 трлн стоимости.
- Топ-10 S&P 500  $\approx 40\%$  капитализации и  $\approx 30\%$  прибыли индекса.
- 5 AI-hyperscalers (Amazon/Google/Meta/Microsoft/Oracle)  $\approx 27\%$  всего capex S&P 500.

**Сигнал:** рынок “держится” на узком ядре — любая смена лидерства/дисперсия внутри этого ядра влияет на индекс сильнее, чем обычно.

---

### 2) AI-сapex продолжается, но ключевой мониторинг — FCF/ROI и переход к долговому финансированию

- GSAM фиксирует сдвиг: hyperscalers исторически финансировали AI-сapex из cash flow, но теперь растёт потребность в капитале “снаружи”.
- Capex + buybacks/dividends  $\approx 95\%$  operating cash flow за последние 12 месяцев (против  $\sim 80\%$  в 2019).
- В 2025 (до конца октября) 5 hyperscalers выпустили  $\approx \$90$  млрд долга при  $\approx \$1.5$  трлн gross IG issuance.

**Сигнал:** “AI-trade” переходит в фазу, где кредит-плечо и качество денежного потока становятся ограничителями мультипликатора/спредов.

---

### 3) Credit events: не “системный стресс”, а точечные кейсы — но late-cycle поведение нужно ловить заранее

- Указаны примеры “credit events” (fraud allegations/bankruptcies) как **idiosyncratic**, не как системный рост риска.
- Их режимный вывод: фон по US IG скорее **mid-cycle**, чем “late-cycle turn”.
- Но список того, что они прямо мониторят на 2026:
  - расширение buybacks “за пределы” отдельных секторов и давление на leverage/рейтинги,
  - debt-funded M&A,
  - в utilities: capex на grid/renewables/data center power demand обгоняет OCF → осторожность к сектору.

**Сигнал:** системный риск не базовый, но “плохие привычки” позднего цикла могут внезапно расширить спреды.

---

### 4) Rates/кривая: ставка на дивергенцию ЦБ и активное позиционирование по кривой (steepening bias)

- GSAM: по US rates — **нейтрально**, но Treasuries могут rally при усилении слабости рынка труда.
- Явно сказано про **steepening bias** в США и Европе (структурные причины).
- Таблица сценариев ФРС на конец 2026 (логика “если А → то Б”):
  - hard landing: **-225 bps** и “risk-off”,
  - soft landing: **-75 bps**,
  - stabilization: **-25 bps**,
  - re-acceleration: **hold**.

**Сигнал:** рынок в 2026 — это игра не “дюрация да/нет”, а где по кривой и в какой стране.

---

## 5) “Carry opportunity” в кредитах: они явно выделяют, где доходность, и где осторожность по структуре

- Securitized: позитивны из-за carry/relative value/техники; конструктивно к **AAA CLO**, интерес к **BBB-слою**, но нужен активный отбор.
- **Осторожность к mezzanine CMBS** из-за valuation pressure.
- НУ: утверждают, что кредит-метрики (interest coverage, default rates) пока “держатся”, и quality mix стал лучше, чем исторически.

**Сигнал:** carry-доходность есть, но “ошибка структуры” (не тот транш/не тот collateral) становится главным источником потерь.

---

## 6) Европа и Япония: фискал/реиндустриализация и политика → окно для переоценки, но через селекцию

- Европа: “парадигма” смещается к **defense spending, fiscal stimulus/infrastructure, протекционизму и domestic growth**.
- Япония: тезис о tailwinds (в т.ч. реформы корпоративного управления, NISA как стимул для “risk assets”, возможный фискальный стимул; ставка на отрасли типа defense/nuclear/tech в случае такого курса).

**Сигнал:** non-US рынки — не “диверсификация ради диверсификации”, а источник отдельных режимов доходности (фискал/реформы/FX).

---

## 7) EM equities: дисконт к США как “математика” re-rating, но устойчивость зависит от earnings, а не liquidity

- **EM акции торгуются ~с 40% дисконтом к US по forward P/E** (ниже долгосрочного среднего дисконта).
- Устойчивость ралли Китая (в их логике) зависит от того, сможет ли liquidity трансформироваться в **durable earnings growth**; риски — тарифная риторика и policy/regulatory shocks.

**Сигнал:** EM-апсайд возможен через re-rating, но триггер “сломать” историю — политика/тарифы + отсутствие роста прибыли.

---

# Почему важны для инвестора/трейдера

- **Инвестору**
    - Это набор *проверяемых* “узких мест”: концентрация в equities, capex-нагрузка hyperscalers, рост долга под AI, фискал/кривая, риск-сегменты securitized (CMBS mezz) и секторальные ловушки (utilities capex > OCF).
    - Помогает собрать портфель не “по прогнозу индекса”, а по режимам: **dispersion/selection, carry с правильной структурой, позиционирование по кривой.**
  - **Трейдера**
    - Даёт конкретные “триггеры наблюдения” на 2026:
      - доля долга/спрэды у hyperscalers (AI-debt),
      - признаки late-cycle (buybacks beyond core sectors, debt-M&A),
      - steepening-движения на фоне фискала,
      - риск-точки в securitized/CMBS.
- 

## Критика

1. **Много тезисов уровня “мы считаем” без числовых порогов переключения режима.** Например, “close monitoring” — правильно, но без KPI (на каком уровне leverage/spreads уже опасно).
  2. **Рекомендации про активное управление/quant/long-short — структурно логичны при высокой концентрации, но это ещё не гарантия альфы:** остаются ограничения capacity/fees/correlation и риск “crowding”.
  3. **Оценка “не системный кредитный риск” может быстро устареть,** если одновременно случатся: замедление экономики + расширение debt-M&A + ухудшение AI-ROI. В отчёте это описано как мониторинг, но не как стресс-тест с числами.
-

# Stifel — “S&P 500 in 2026 in a 6,500–7,500 corridor as macro uncertainty persists” (11 Dec 2025)

---

## Сигналы

### 1) Базовый “коридор” по S&P 500 на 2026: 6,500–7,500 (не таргет-точка, а диапазон режима)

- Stifel задаёт диапазон **6,500–7,500** по S&P 500 на 2026 из-за “macro uncertainty”.
- **Bull-case: EPS +13% в 2026E** + небольшая “нормальная” компрессия P/E (примерно **-1 пункт P/E**) ⇒ около **7,500** ( $\approx +9\%$ ).
- **Bear-case:** вероятность рецессии  $\sim 25\%$  × типичный спад рынка  $\sim 20\%$  ⇒ “взвешенно” около **-5%** по индексу и уровень **~6,500**.

**Сигнал:** их модель прямо говорит: 2026 — год, где risk/reward симметричнее, поэтому важнее управление режимом и хеджи, а не ставка “рынок обязательно вырастет”.

---

### 2) Главный downside-фактор — потребитель; AI-capex не перекрывает просадку спроса

- Указано, что **реальное потребление = 68% ВВП США**, и это “слишком крупно”, чтобы AI-capex мог полностью компенсировать ухудшение потребителя.
- Логика (если A→B): если **реальные доходы от труда слабые + рост занятости замедляется**, то **реальное потребление падает** → риск рецессии/коррекции. (Схема на стр.10: слабый real wage income + slow job growth → PCE к уровням “secular stagnation” ранних 2010-х).

### 3) Рынок труда “тонкий”: пока без взрыва безработицы из-за падения и спроса, и предложения

- В отчёте прямо: в текущем цикле **снижение labor supply и labor demand** пока **предотвратило “lift-off” безработицы**, но на 2026 “labor still tenuous”.
- Они показывают контекст через Beveridge-кривую и сравнение с типичными стартами рецессий (стр.10).

**Сигнал:** если этот “баланс падения спроса и предложения” сломается (спрос упадёт быстрее), то безработица может резко двинуться вверх — и это триггер их bear-сценария.

---

### 4) “Don’t fight the Fed” работает только если ФРС не ошиблась: риск — cuts ниже нейтрали

- В отчёте есть формулировка: правило “don’t fight the Fed” не работает, если **ФРС уже сделала ошибку**.
- Они привязывают это к идее **реальной ставки vs  $r^*$**  (Laubach-Williams) и риску “boom/bust” при ставках ниже нейтрали (стр.4).

**Сигнал:** важен не сам факт cuts, а куда относительно нейтралы уходит политика.

---

## 5) Оценка рынка: “P/E не важен... пока это единственное, что важно”; ERP в 92-м перцентиле

- Stifel пишет, что S&P 500 “expensive”, и добавляет количественный аргумент: их **Equity Risk Premium** находится в **92-м перцентиле** распределения за ~65 лет (стр.11).
  - Это у них “fat tail risk”: при ухудшении макро/кредита P/E может стать главным каналом падения.
- 

## 6) Ранний предупредительный индикатор: “низкокачественные/спекулятивные активы уже ломаются”

- Они показывают, что “speculative & over-priced assets tend to lead the way down” и приводят текущий пример: равновзвешенный “Bag-7” (MSTR, RKLБ, PLTR, QBTS, OKLO, HIMS, GME) сломал ап-тренд на фоне цикла первых снижений ФРС (стр.12).

**Сигнал:** поведение “спекулятивного хвоста” они используют как ранний risk-on/off барометр.

---

## 7) AI-трейд: трещины через FCF и кредитный канал hyperscalers

- Они утверждают: capex hyperscalers “eroding their cash flow”, а переход к term debt оказывает давление на P/E (стр.13).
- На графике: рост кредитного спреда hyperscalers сопоставляется с падением их forward P/E (ось P/E инвертирована).

**Сигнал:** “AI = рост” перестаёт быть чисто equity-историей и становится credit-историей: стоимость долга/спрэды → мультипликаторы.

---

## 8) Их главный тактический совет: хеджировать “Big Tech Cyclical Growth” дефенсивами

- Прямо в summary: hedge existing “Big Tech” Cyclical Growth exposure через Defensive Growth и Defensive Value.
  - Они аргументируют это “аномально высоким” разрывом Cyclical vs Defensive относительно GDP и риском slowdown (стр.14–20).
- 

## 9) Макро-матрица (growth × inflation): отрасли и факторы “привязаны” к режиму

- Они строят “Macro Environment Grid” (стр.15): ось X — рост, ось Y — инфляция; на карте расположены отраслевые группы и факторы (quality, small cap, dividend yield, gold, oil, low vol, bitcoin и т.д.).  
**Сигнал:** это их формализация: перфоманс в 2026 они ожидают через выбор “квадранта”, а не через одну идею.

---

## 10) Китай/PMI: без “больше Китая” не ждут подъёма US manufacturing

- Они прямо пишут: **не видят причин ждать сильного подъёма US ISM Manufacturing** без более сильного стимула Китая; отмечают лаг ~8 месяцев от “China credit stimulus” до глобального PMI (стр.26).

---

## 11) Инвентари: нет сигналов restocking (ни у производителей, ни у клиентов)

- На стр.27: “There have also been no positive signals from inventory re-stocking...”.  
**Сигнал:** отсутствие restocking = слабая поддержка производственного цикла → хуже для “широкого циклического ралли”.

---

## 12) FX/стили: доллар переоценён по PPP → долгий уклон к слабости и риск для Growth vs Value

- Они показывают модель PPP: переоценка доллара подразумевает примерно **-2%/год CAGR DXY** от ~99 к ~80 к первой половине 2030-х (стр.31).
- И делают вывод: продолжительная слабость USD (аналог 2000–2010) может быть **негативом для Growth vs Value**.

---

## 13) Инфляция: не “новый импульс”, а “липкая” Core PCE около 2.7% (и sticky supercore)

- Они ожидают “sticky” PCE ~2.7% (стр.19) и подчёркивают, что **supercore** (core services ex-housing) остаётся “липким” на уровне порядка **3–3.5%** (стр.36).  
**Сигнал:** это мешает “комфортному” режиму падения ставок/роста мультипликатора.

---

## 14) Длинный нарратив (структурный): дефициты + оживление commodities дают на Growth-лидерство

- В приложениях: “High deficits + bottoming commodities signal pressure on Growth leadership” (стр.38–42).
- Они утверждают, что рост commodities в 2025–2035E поддерживает **Value vs Growth, small vs large, non-US vs US** (стр.42).

---

## Почему важны для инвестора/трейдера

- **Инвестору**
  - Диапазон **6,500–7,500** — это сигнал “не переоценивать линейный апсайд”, а строить портфель так, чтобы **выживать в коридоре** (carry/диверсификация/хеджи).
  - Фундаментальный “красный флаг” — **потребитель (68% ВВП)**: если он ломается, AI-сарех не спасёт.

- Смена природы AI-ралли: когда **сарех съедает FCF и растёт debt**, риск переходит в кредитный канал — это влияет на мультипликаторы и на “quality” портфеля.
  - **Трейдery**
    - Их **опережающие индикаторы**:
      1. поведение “спекулятивного хвоста” (Bag-7) как risk-on/off,
      2. кредитные спрэды hyperscalers ↔ их P/E,
      3. отсутствие restocking (плохая новость для цикликов),
      4. China credit impulse → global PMI с лагом ~8м (как сигнал будущей производственной “тяги”).
    - Тактическая идея Stifel формализована: **хеджировать Cyclical Growth дефенсивами** (они прямо перечисляют группы вроде healthcare/staples/gold/waste/software).
- 

## Критика

1. Это **сценарный документ**, а не система: много выводов “если-то”, но не всегда даны пороги переключения (кроме отдельных кусков вроде ERP-перцентиля и лаг-логики по Китаю).
2. В ряде мест присутствует “нарративная упаковка” (например, список “Bag-7” и параллель с “Sizzling 7” 1999–2000): это полезно как эвристика, но как сигнал работает только если вы заранее фиксируете метрику (относительная доходность/пробой тренда/спрэды).
3. Длинный исторический блок про commodities/популизм (стр.41) частично выходит за рамки “прогнозной силы” для трейда: там много причинно-следственных допущений, которые сложно верифицировать в реальном времени.

# BofA Global Research — “Global Economics Year Ahead 2026: K-shaped economies with K-shaped risks” (23 Nov 2025)

---

## Сигналы

### 1) Базовый макро-сценарий BofA: рост устойчивый, инфляция “плато”, цикл снижения ставок близок к финалу

- **Мир:** рост 3.3% (2026) и 3.4% (2027); инфляция глобально ~2.4% стабильно.
- **США:** рост 2.4% (2026); инфляция в США ~2.9% (2026); они ждут 3 снижения ФРС “с июня” (и терминал 3.0–3.25%).
- **Еврозона:** рост ~1.0% (2026); инфляция ~1.6% (2026); последний cut ЕЦБ в марте до 1.75% и далее “застрянут” на 1.75%.
- **Китай:** рост 4.7% (2026); инфляция ~0% (2026); базово ещё ~20 б.п. снижения ставки + меры ликвидности/кредита.
- **Япония:** режим обратный — дальнейшие hikes BoJ (в их траектории к 1.5% к концу 2027).

**Сигнал:** мир переходит в режим “последней мили easing” (кроме Японии), при этом инфляция *не падает дальше*, а “зависает” (sticky services + Китай экспортирует дефляцию в товарах).

---

### 2) “K-shaped” экономика США: потребление держат верхние доходы; низкие доходы уже слабые

- По внутренним данным BofA (карты/депозиты): **рост расходов у low-income ~0.7% YoY, у high-income ~2.7% YoY** (октябрь, 3-мес MA).
- Рост after-tax wages: **high-income ~3.7% YoY, low-income ~1% YoY** (октябрь, 3-мес MA).

**Сигнал:** агрегированное потребление может выглядеть “ок”, пока high-income не ломается; но реальная уязвимость — в “wealth-effect” и рынке труда, а не в среднем домохозяйстве.

---

### 3) Избыточная глобальная ликвидность = общий фактор роста почти всех классов активов → главный риск 2026

- Они прямо фиксируют: “**all asset classes rallied in sync**”, а общий фактор — **excess global liquidity**.
  - Логика “если А → В”: любой шок, который ужесточает **глобальные финусловия** (инфляция выше ожиданий / “AI-repricing” / “buyer strike” в системном рынке бондов) → **массовое de-risking** + удар по “K-shaped” потреблению через negative wealth effect.
- 

### 4) Тарифы: pass-through неполный → инфляционный риск может “догнать” в 2026

- Они ожидают, что **tariff pass-through** продолжится в 2026, если потребление остаётся сильным.

- При этом важный “календарный” триггер: решение **SCOTUS по ИЕЕРА-тарифам** (late-2025 / early-2026). Если отменят — краткосрочно может снизить pass-through, но вырастет **фискальный дефицит** (refunds), и итог по инфляции зависит от масштаба фискального импульса.
- 

## 5) Фискальные дисбалансы и риск “bond market accident” (US/UK/Japan)

- Прямой тезис: **fiscal profligacy** остаётся “неадресованной”; возможен **buyer strike** в Японии/США.
  - Их связка: фискальное доминирование может привести к **financial repression** (QE/УСС/регуляторное принуждение к покупке долга), а предел — **инфляция и инфляционные ожидания**.
- 

## 6) Private credit как усилитель шока: уже >\$1 трлн AUM

- **US private credit AUM > \$1 трлн (~3.8% ВВП)**.
  - Логика: если “авария” в private credit → заражение других активов; если авария в других активах → private credit работает как **амплификатор**.
- 

## 7) Китай: рост “держится”, но дефляция/перепроизводство и слабое внутреннее потребление сохраняются

- Их ключ: **supply > demand** → дефляционное давление; 2026 CPI ~0%; property остаётся слабым; экспорт остаётся важным драйвером.
  - Фискальная механика Китая (в цифрах): упоминаются квази-фискальные инструменты/облигации (policy financing tools ~RMB500bn, frontloaded LGSB quota ~RMB500bn; ожидание LGSB issuance почти RMB5tn в 2026).
- 

## Почему важны для инвестора/трейдера

- Для инвестора
  - Это “карта режимов”: **плато-инфляция + последняя миля easing** → не ставить портфель только на “глобальный disinflation”, а отслеживать **sticky services** и “товарную дефляцию из Китая”.
  - **K-shaped consumption** = риск портфеля через wealth effect: при коррекции risk assets “верхний квинтиль” может быстро уменьшить траты → это уже макро-канал.
  - **Фискал + риск buyer strike** → перекашивает риск/доходность по длинной дюрации и повышает ценность хеджей, не зависящих от “идеальной роли” UST.
- Для трейдера
  - У отчёта есть конкретные “триггеры волатильности”:
    1. **SCOTUS/ИЕЕРА** (и последствия для tariffs + refunds + uncertainty),
    2. **инфляция США выше прайса** → перепрайс по ФРС/кривой,
    3. **AI-repricing** как шок ликвидности/wealth effect,
    4. **стресс private credit** как усилитель движения спредов/рисковых активов.
  - В региональных ставках/FX много “дивергенции ЦБ” (BoJ hikes vs ECB cuts vs Fed cuts) → благоприятная среда для relative-value и кросс-рыночных сетпапов.

---

## Критика

1. **Сильная идея “excess liquidity” правильная как рамка, но слабая как сигнал без порогов.** Документ почти не задаёт численные “тумблеры”, когда считать, что ликвидность “затянули” (какой уровень спредов/реальных ставок/кредитных условий).
2. **Много сценарной причинности вокруг тарифов/SCOTUS.** Это реально важный узел риска, но итог (growth vs inflation) зависит от политического замещения тарифов и реакции рынка на дефицит — в отчёте это описано словами, а не стресс-тестом.
3. **Использование внутренних consumer-данных VofA — сильная сторона, но это “внутренняя панель”,** которую читатель не может независимо воспроизвести; как сигнал — полезно, как “доказательство” — ограничено.

# BofA Global Research — “The RIC Report: Year Ahead 2026: The adopters and the dollar” (10 Dec 2025)

---

## Сигналы

### 1) Ключевая рыночная переменная 2026: темп AI-adoption, а он замедляется

- В отчёте прямо: **AI-акции росли, хотя adoption-rate у компаний начал замедляться** (график “AIQ ETF vs Census AI adoption”, p.1).
  - По данным BLS для крупных фирм (250+ сотрудников): доля компаний, использующих AI, **пикнула около 15%** и дальше рост не ускоряется (p.4).  
**Сигнал (если А→Б):** если adoption продолжит “плато”, то upside по AI-акциям требует либо **роста продуктивности/монетизации**, либо **ослабления дисконта ставок**; иначе риск “дорого ожиданий”.
- 

### 2) “Это пузырь?” — BofA отвечает “пока нет”, но даёт измеримый индикатор пузыря

- **BofA Bubble Risk Indicator = 0.25**, при пороге “опасно” **~0.8** (p.5).
  - Они рекомендуют: если индикатор **>0.8** — **добавлять хеджи/defensive**, а не “выходить полностью” (p.5).  
**Сигнал:** в их системе *не* видно “нестабильности пузыря” на широких индексах сейчас, но есть чёткий триггер, когда поведение становится пузыреподобным.
- 

### 3) Почему “не как 2000”: прибыль/балансы и финусловия (cuts), а не истерика IPO

- Их аргументы “пузырь обычно лопается при tightening”: они ждут **2 снижения ФРС в 2026** и суммарно **78 снижений ставок по ЦБ в мире** (p.6).
  - “Hyperscaler capex/OCF **~60%**” (и это ниже телекомов 2001 с **~140%**) — важный факт-ориентир (p.6).  
**Сигнал:** риск AI-перегрева у них привязан не к “оценкам сами по себе”, а к **финансовым условиям** и **капиталоёмкости/FCF**.
- 

### 4) AI становится инфраструктурной историей: bottleneck = power + оборудование + политика

- Ожидаемые “power additions” по данным utility planners выросли с **182 TWh (2021) до 803 TWh “today”** (p.7).
- У 4 крупнейших поставщиков high-voltage оборудования в 2024 был **~3-летний backlog** (p.7).
- Риск “политического backlash” из-за роста тарифов на электричество и локальных ограничений дата-центров (примерные кейсы перечислены) (p.7).  
**Сигнал:** скорость расширения мощности/сетей — *ограничитель* темпа AI-монетизации и мультипликаторов.

---

## 5) AI-сарех и кредит: “не пузырь”, но релеверидж уже идёт; следить за концентрацией выручки

- Они фиксируют рост долга у hyperscalers: в 2025 **\$121bn** выпуска долга vs **\$28bn** среднее за 5 лет; ожидают ещё **~\$100bn** в 2026 (p.8).
  - Пример концентрационного риска: у Oracle **66% будущего revenue backlog** связано с партнёрством с OpenAI (p.8).  
**Сигнал (если А→Б):** “долг ок, пока выручка высока”, но при ухудшении спроса/монетизации кредитный канал быстро становится источником де-рейтинга.
- 

## 6) Ключевая макро-переменная (для аллокации) 2026–2030: доллар

- Их FX-команда видит **DXУ около 95 к концу 2026** (p.1, p.3).
  - Логика: слабый доллар = признак “глобального ребаланса” и потенциал для “структурно нелюбимых” активов (циклики, Europe/China equities, EM debt, commodities) (p.3).
- 

## 7) Базовая доходность “ядра” унылая: US 60/40 даёт <1% реальной доходности

- Они прямо пишут: прогнозы VofA подразумевают **реальную доходность US 60/40 <1%** в 2026 (p.1–2).
  - В таблице: ожидаемая доходность US equities **~3.7%**, US 10Y **~3.2%** (внутри их расчёта 60/40) (p.2).  
**Сигнал:** “пассивное ядро” в их сценарии не даёт цели → нужен satellite-портфель.
- 

## 8) Карта доходности 2026 по активам: EM debt / золото / Япония выглядят сильнее “бенчмарков”

Из Exhibit 2 (p.2) — важные числа:

- **EM BB local debt: +10.7%** ожидаемо; 10Y max DD **-23.2%**; corr к S&P 0.51.
  - **Gold: +8.1%** (их цель **\$4,538/oz**) и низкая корреляция (0.14) (p.2, p.10).
  - **Japan equities (TOPIX): +9.3%** (таргет **3,700**) (p.2).
  - **US high yield: +5.8%** (spread 350 bps как ориентир в таблице) (p.2).
  - **Europe equities (Stoxx 600): -2.2%** в их прогнозе (p.2).
- 

## 9) “Satellite trades” — конкретный список ставок (а не философия)

Они предлагают 6 направлений (p.9–10):

1. **International small & mid-cap value:** торгуются **~12x P/E vs 27x** у US large growth; earnings growth **7.6%**; низкая корреляция к US (p.9).
2. **US quality & SMID:** качество как фактор; VFLO (FCF/EV-quality) заявлен как стратегия без Mag7 (p.9).
3. **US High Yield:** подчёркнуто, что качество выше loans/private credit; default rate HY **2.6%**, private credit **~5%**, syndicated loans **~4.3%** (p.9).
4. **EM income (debt + dividend):** EMHY yield **~6.9%** vs BNDX **4.3%** и AGG **<4%** (p.10).

5. **Gold & commodities:** золото \$4,538; ЦБ покупают золото (в 2025 темп ~830 т) (p.10).
  6. **Targeted themes (AIQ / AIRR / URA):** URA +86% YTD, AIRR опережает Russell 3000 с 2012 (p.10).
- 

## 10) Технический блок по SPX даёт конкретные уровни риска/апсайда (для хеджа)

- Resistance: 6,920 / 7,000 / 7,168–7,210; Support: 6,744 / 6,520 / 6,360 / 6,212–6,200 (p.11).
  - Их stance: “S&P 500: Long and hedged.” (p.11).
- 

## Почему важны для инвестора/трейдера

- **Инвестору**
    - Главный практический вывод отчёта: **ядро (60/40)** даёт **слабую реальную отдачу**, поэтому добавление “satellites” — не вкусовщина, а попытка поднять ожидаемую реальную доходность.
    - “AI-тема” у них превращается в измеримые KPI: **adoption-rate, capex/OCF, power bottlenecks, debt issuance**. Это даёт структуру мониторинга, а не веру.
    - FX (USD) — их “главный макро-тумблер” для международной диверсификации и commodities/EM.
  - **Трейдера**
    - На 2026 они фактически предлагают две оси:
      1. **AI-risk** (adoption slowing + инфраструктурные ограничения + рост долга),
      2. **USD-shift** (DXY к 95 как сценарий “ребаланса”) — это топливо для ротаций в EM/commodities/international value.
    - Плюс у тебя есть готовые **уровни SPX** для схемы “лонг + хедж/роллинг” (p.11).
- 

## Критика

1. **Важный “узел слабости” их базового кейса — AI adoption.** Они признают замедление adoption, но дальнейшая причинность (как быстро это отразится в прибыли/ценах) не формализована порогами “если adoption < X → тогда ...”.
2. **Сильный фокус на DXY как “одной переменной” для аллокации** — это полезная эвристика, но в реальности доллар может падать по “плохим” причинам (риск-премия/фискал) и тогда корреляции активов могут вести себя иначе, чем в “здоровом ребалансе”. В отчёте это не стресс-тестируется численно.
3. **Satellite trades** местами **опираются на исторические доходности/сравнения** (например, динамика commodity-стратегий) и могут страдать от regime-dependency; без правил ребалансировки/выхода это легко превращается в “вечные темы”.

# J.P. Morgan Asset Management — “2026 Year-Ahead Investment Outlook: AI Lift and Economic Drift”

---

## Сигналы

### 1) Макро-траектория США в 2026: «сначала горячо, потом остывание»

- Прогноз JPMAM: **рост и инфляция ускорятся в начале 2026** из-за эффектов ОВВВА, затем **высокие тарифы + ниже иммиграция** приведут к замедлению роста и **охлаждению инфляции**.
- База по их траектории: **4Q25 ~1% роста, 1H26 >3%**, затем **1–2% во 2H26** (после того как эффект налоговых возвратов выдохнется).
- По инфляции: **у/у инфляция растёт до июня 2026**, но **пик CPI <4%**, затем **спуск к ~2% к концу 2026** (факторы: ниже нефть, замедление shelter).

### 2) Тарифы: сейчас «поглощали ритейлеры», в 4Q и 2026 перенос в цены усилится

- Факт: тарифные доходы **в среднем >\$29 млрд в месяц (июнь–октябрь)**.
- Логика: **если уровни тарифов сохраняются, то они поднимут инфляцию и придавят реальные расходы** в 1H26, а затем эффект будет **затухать** как макро-фактор.

### 3) Иммиграция/предложение труда: «очень слабый job growth» может coexist с ровной безработицей

- Тезис JPMAM: есть признаки **резкого снижения net immigration**, возможно даже **абсолютного падения working-age population**, и это продолжится в 2026+.
- Следствие (если А→В): **медленный рост рабочих мест** может сочетаться со **стабильной безработицей**, потому что **сжимается supply**. Это же **тормозит реальный GDP** в 2026 и дальше.

### 4) K-shaped экономика: «богатые тянут сервисы», низ/середина под давлением

- JPMAM прямо описывает **K-shaped expansion**: high-end потребление поддерживается ростом wealth, а **низко- и среднедоходные** чувствуют давление; «rate-sensitive» сектора вроде **housing** остаются “soggy”.

### 5) AI-сarex: масштаб уже «макро-значимый» и ускоряется

- Они оценивают **data center carex ~1.2–1.3% ВВП** (не всё попадает в GDP из-за импорта оборудования), но темпы — «significant by historical standards».
- По их Exhibit: совокупный carex облачных/гиперскейлеров растёт к **~\$588 млрд в 2026E** (бар-чарт с 2019–2026E).

### 6) AI-adoption: уже не “talk”, а платные внедрения — но уязвимость в bottlenecks

- Данные из текста: **9% US firms** сообщают об интеграции AI в production; **44%** уже **платят за AI-модель/платформу**.
- Риск-триггеры (если А→В): **замедление adoption, power constraints, быстрее ожидаемого hardware obsolescence** или **внешний liquidity shock** → удар по AI-циклу через earnings/wealth effect.

### 7) ФРС: траектория снижения «плоская» из-за раскола внутри FOMC

- JPMAM ожидает **2–3 снижения ставки ФРС до конца 2026**.
- Важный сигнал: внутри ФРС **широкий разброс мнений** (на одном заседании — dissent “за 0 cuts”, другой — “за более агрессивное easing”), что повышает риск **rate volatility**.

## 8) Диапазоны по ставкам: рынок будет «range-bound» + лёгкое steepening

- Их рабочие коридоры:
  - **UST 2Y: 3.50–3.75%**
  - **UST 10Y: 4.00–4.50%**
  - общий тезис: long rates **range-bound** и умеренное **steepening**.

## 9) Акции США: «дорого и выглядит bubbly», но прибыль поддерживает; риск — «несбывшееся broadening»

- Прогноз по прибыли: **S&P 500 earnings +11% (2025) и +13% (2026)**.
- При этом «broadening» пока слабое: **оценки EPS на 2026 у Mag 7 пересмотрены вверх на +3.4%, а у S&P 493 вниз на –1.2%** с начала года (график на стр.7).
- Риск: ожидания закладывают **ускорение earnings во 2H26** «без ясного катализатора» (это прямой красный флаг на риск разочарования).

## 10) AI «не как 1999», но чувствительность выросла из-за концентрации в прибыли и сарех

- Аргумент “не пузырь по качеству”: **FCF margin tech ~20%**, больше чем в 2 раза выше late-1990s → способность самофинансировать.
- Но концентрация высокая: tech-сектора дали **36% прибыли S&P 500** и **56% роста сарех индекса** за последние 12 месяцев → уязвимость к “missteps”.

## 11) Международные акции: 2025 был «идеальным штормом» (P/E + FX), в 2026 упор на earnings

- Факт: international equities **+31% в USD**, опережение США на **+1520 б.п.** (крупнейшее с 1993).
- Разложение: вклад **multiple expansion ~+15 п.п.**, вклад слабого доллара **~+7 п.п.**
- В 2026 они ждут, что главный вклад даст **earnings growth**, потому что **earnings gap США vs ex-US сужается** (кроме Китая).

## 12) «Диверсификация не умерла, она другая»: возвращение дохода в облигациях + роль альтернатив

- Их прямой тезис: **fixed income снова привлекателен**, но нужен **активный отбор** (credit, securitized, global bonds, munis).
- Идея портфеля: переход к “**60/40+**”, где альтернативы добавляются под конкретный outcome; аргумент — **корреляции stock/bond могут оставаться положительными без рецессии**.

---

## Почему важны для инвестора/трейдера

- **Инвестору**
  - Это отчёт про **режим**: в 2026 вероятен «пульс» роста/инфляции в начале года и последующее охлаждение (ОВВВА → tariffs/immigration). Это меняет подход к дюрации и к выбору риска.

- В акциях ключевой риск — **разрыв Mag7 vs остальной рынок** по ревизиям прибыли (конкретная цифра +3.4% vs -1.2%). Это сигнал концентрации и риска “earnings disappointment” вне узкого ядра.
  - В международных — важна механика 2025 (P/E + USD). Если в 2026 драйвер смещается к earnings, то фокус должен быть на рынках/секторах, где рост прибыли реально подтверждается.
  - **Трейдерам**
    - Явные триггеры волатильности: **SCOTUS по ИЕЕРА-тарифам**, возможные **tariff rebates** перед midterms, и **любой сбой в AI-цикле** (earnings miss, power crunch, liquidity shock).
    - Диапазоны по UST 2Y/10Y фактически задают “игру” 2026: **не ставка на один исход**, а торговля в коридоре + steepening-наклон.
- 

## Критика

1. **Много условных конструкций без KPI-порогов.** Они перечисляют триггеры (tariffs pass-through, power constraints, adoption slowdown), но не дают чисел “вот уровень X → меняем режим”. Это снижает применимость как механической системы.
2. **“Broadening” в equities — слабое место их позитивного кейса.** Они сами показывают, что ревизии прибыли у Mag7 сильнее, чем у 493, и что ускорение 2H26 “без катализатора” — это потенциальная мина.
3. **Общий уклон в пользу “активного отбора” и “альтернатив”** логичен для управляющей компании и аудитории, но читателю важно отделять сигналы от продуктовой рамки (evergreen funds, democratization доступа и т.д.).

## Сигналы

### 1) “Три D” = структурные мегатренды, которые формируют спрос на real assets на десятилетия

- Brookfield формулирует ядро возможностей private capital как **Three Ds: digitalization, deglobalization, decarbonization** — это не цикл, а **структурная трансформация**.  
**Сигнал:** это не “тема года”, а долгий хвост капекса/M&A/частного кредитования вокруг инфраструктуры, энергии, промышленных цепочек и недвижимости.
- 

### 2) Инфраструктурный суперцикл: потребности >\$100 трлн до 2040

- Оценка: **global infrastructure investment needs > \$100T by 2040**.  
**Сигнал:** у инфраструктуры появляется “макро-ветер в спину” по объёму капитала, независимо от краткосрочных колебаний ставок/цикла.
- 

### 3) AI превращает инфраструктуру в “узкое горлышко”: \$7 трлн только на AI value chain

- Brookfield утверждает: AI может дать до **\$10T productivity gains** за десятилетие, но для этого требуется **~\$7T инфраструктурных инвестиций** по цепочке (DC, power generation, GPUs/compute, semiconductor manufacturing, fiber).
  - “Цена мощности” дата-центра: **>\$10 млн за MW** для hyperscale DC, и **> \$30 млн за MW** для compute-инфра внутри (чипы).  
**Сигнал:** ограничитель роста AI — не спрос на модели, а **скорость ввода физической инфраструктуры** (power/grid/чипы/волокно). Это переносит прибыль из “чистого софта” в “кирпичи и провода”.
- 

### 4) Capex hyperscalers ускоряется, а энергоёмкость AI растёт нелинейно

- Их график: hyperscaler capex **~\$270B (2024) → ~\$400B (2025F) → ~\$1,000B (2030F)**.
  - AI workloads: **до 10×** больше power per rack vs conventional compute и ожидается ещё **5–10×** рост по мере роста rack density.  
**Сигнал:** даже “быстрый рост capex” может не поспевать за спросом на мощность → premium получают активы, сокращающие time-to-power (grid upgrades, behind-the-meter generation, gas/nuclear, storage).
- 

### 5) Сети — явный bottleneck: старение + очереди подключений + требуемые инвестиции

- **>70%** глобальных линий передачи старше **25 лет**; очереди подключения новых renewables проектов — **до ~10 лет**.

- Оценка: ежегодные инвестиции в сети должны быть > \$600B/год к 2030, чтобы заменить старые активы, интегрировать renewables и обеспечить надёжность.  
**Сигнал:** “grid de-bottlenecking” — не ESG, а необходимость. Бенефициары: transmission upgrades, utility capex-программы, regulated/inflation-linked тарифная база.
- 

## 6) Энергия: “any-and-all” (renewables + storage + nuclear + gas) — не лозунг, а требование системы

- Оценка Brookfield: глобальные инвестиции в power ~\$3.3T в 2025, и >60% — в renewables, storage и grid optimization.
  - Data centers: прогноз BNEF для США — 106 GW к 2035, причём это +36% к их же прогнозу всего 7 месяцев ранее (то есть прогнозы “не успевают”).
  - 4 hyperscalers (AMZN/GOOGL/MSFT/META) — ~90% global clean energy contracting for data centers.  
**Сигнал:** “any-and-all” означает: рынок не выберет одного победителя. Доходность будет у тех, кто обеспечивает **скорость, надёжность и контракты** с кредитоспособными контрагентами (и умеет строить/эксплуатировать).
- 

## 7) Батареи становятся “несущей конструкцией” сетей; стоимость упала ~95% с 2016

- Факт: battery costs — ~95% since 2016.
  - В США: >50% utility-scale storage, вводимого к 2026, будет **paired with solar** (solar+storage как модель по умолчанию).  
**Сигнал:** storage — это не “история про EV”, а инфраструктурный компонент, решающий congestion/intermittency.
- 

## 8) Nuclear — возвращение в mainstream: цель США — 10 новых реакторов к 2030 + \$80B минимум

- В тексте: США сделали ядерную энергетику стратегическим приоритетом: **start construction on 10 new reactors by 2030** и объявили **минимум \$80B** для запуска программы с Westinghouse.  
**Сигнал:** ядерная тема — это длинная цепочка (строительство + сервис + топливо + модернизация), и “сервис/запчасти/топливо” часто не менее важны, чем мегапроекты.
- 

## 9) Private Equity: “операционка > фин.инжиниринг” — теперь это математика

- Почти 1/3 buyout capital старше 4 лет, а unrealized value портфелей выросла к ~\$3.5T.
- Дисбаланс индустрии: число PE-фирм **утроилось** относительно привлекаемого капитала → **3:1** разрыв между fundraising targets и доступным капиталом.
- Очень конкретная формула:
  - при **5% ставке** и **70% LTV** нужно ~**4–5% earnings growth**, чтобы сделать **20% IRR**;
  - при **7.5% ставке** и **55% LTV** нужно уже ~**8.4% earnings growth** для тех же **20% IRR**.  
**Сигнал:** “дешёвого плеча” больше нет → выживут менеджеры, которые умеют **делать маржу/эффективность**, а не только ловить multiple expansion.

---

## 10) Real Estate: 2026 как год “такт. режима” — liquidity вернулась, но победит selectivity

- Оценка: 2025 CMBS issuance на треке > \$120B, максимум с 2007 (в тексте повторяется и в RE, и в Credit части).
- “Неровная ликвидность”: стресс у части менеджеров/активов создаёт сделки для well-capitalized игроков.
- Жильё: США — **home prices +87% since 2016**; senior housing: **15 млн baby boomers** войдут в возраст **70–85** за 5 лет; к 2030 новая поставка покрывает < 1/3 спроса.
- Data centers как “power-driven real estate”: пример сделки — продажа логистического участка под DC по цене **1.5×** “логистической” оценки земли.  
**Сигнал:** real estate снова “открыт”, но драйвер переоценки — **power access + операционное управление + дефицит предложения**, а не “ставка вниз → всё растёт”.

---

## 11) Credit: спрэды сжимаются, дефолт-волна не базовая, но дисперсия и структура — главное

- Brookfield: spreads compressing, fundamentals “broadly sound”, **не видят доказательств системной волны дефолтов**, но требуют дисциплины андеррайтинга.
- Real estate credit: ~\$1.9T займов созревает в ближайшие 2 года; новые кредиты 2025 года прайсированы примерно на **+150 б.п.** выше, чем те, что гасятся.
- Corporate credit: спрэды near tight, но премия прямого кредитования ~150 б.п. всё ещё доступна (illiquidity comp).
- Infrastructure debt: Brookfield подчёркивает исторически **низкие дефолты и высокие recovery** у инфраструктурного/проектного финансирования vs обычных корпоратов (график Moody’s по cumulative defaults/recoveries).  
**Сигнал:** в кредите 2026 — это год, где “бета” хуже, а **alpha = collateral + структура + контрагент + covenant + сектор**.

---

## Почему важны для инвестора/трейдера

- **Инвестору**
  - Это один из самых “материальных” (физических) взглядов на 2026: AI = не только чипы, а **power + grid + storage + land**. Это помогает собирать портфель вокруг bottlenecks, а не вокруг хайпа.
  - В RE Brookfield даёт редкую вещь: **сколько именно нужно earnings growth при других ставках и LTV**, то есть превращает “операционка важна” в арифметику.
  - В недвижимости/кредите — ключевой практический сигнал: “ликвидность вернулась”, но рынок стал **двухскоростным** (prime/правильный коллатерал vs всё остальное).
- **Трейдера**
  - Источники “торгуемой” волатильности:
    1. расширение капекса hyperscalers и его “стык” с долгом/партнёрствами,
    2. grid bottlenecks (очереди, разрешения, capex программы),
    3. CRE credit refinancing wall (\$1.9T maturities) как триггер дислокаций в отдельных сегментах.

# Критика

1. **Документ продавца альтернатив.** Много верных фактов, но логика подачи по умолчанию ведёт к “больше private/real assets”. Это bias, его нужно держать в голове.
2. Часть больших цифр (например, \$7T AI infra / \$10T productivity gains) — это **оценочные сценарии**. Они полезны как масштаб, но не как “точный прогноз”.
3. “Системной волны дефолтов нет” — может быть правдой в базе, но сам документ признаёт **return dispersion** и “pockets of stress”: значит, ошибка в селекции/структуре будет стоить дороже, чем раньше.

# BofA Global Research — “Global Research Highlights: BofA’s views on 2026” (08 Dec 2025)

---

## Сигналы

### 1) США: 5 “попутных ветров” → рост выше консенсуса (но с оговорками по инфляции)

Проверяемые утверждения и цифры:

- Базовый кейс BofA (US Econ): **GDP 2.4% в 2026 и 2.2% в 2027.**
- Пять драйверов 2026:
  1. **ОВВВА добавит +0.3–0.4 п.п. к росту в FY26** через стимул потребления и сарех,
  2. “лаг” уже сделанных **Fed cuts** поддержит активность во **2H26**,
  3. trade policy станет **более поддерживающей рост** (даже если ИЕЕРА-тарифы отменят),
  4. **AI-инвестиции** продолжают поддерживать экономику,
  5. “base effects” от shutdown **механически поднимут** рост 2026.

**Сигнал:** это не “рецессия по умолчанию”, а сценарий “экономика держится”, где ключевые риски сдвигаются в **инфляцию/ставки/ликвидность**, а не в провал спроса.

---

### 2) Инфляция “липкая” и выше цели дольше → риск для long-end и мультипликаторов

- BofA подняли прогнозы на 4Q/4Q 2026: **headline PCE 2.6%, core PCE 2.8%**; при этом пишут, что **core PCE будет >3% до 3Q26** из-за “trickle-through” тарифов, и базовая инфляция останется >2% (ставки близко к нейтралу).

**Сигнал:** “easing” возможен, но **дешёвая дюрация** не гарантирована; инфляция может ограничивать падение доходностей и удерживать премию риска.

---

### 3) Рынок труда: брейк-ивен по job growth низкий (из-за иммиграции), но риск — нелинейный срыв

- BofA оценивают, что ужесточение иммиграции снизило “breakeven job growth” примерно до **~20k рабочих мест в месяц.**
- Их базовый путь: job growth **~50k/мес**, безработица **пик 4.5% в 4Q25–2Q26**, затем **4.3% к 4Q26.**

**Сигнал:** слабые payrolls сами по себе могут не означать спад (если supply падает), но если спрос на труд “переломит” — возможен резкий рост безработицы.

---

### 4) Equity view BofA: сильные earnings, но “некуда идти” по цене из-за сжатия P/E

- Таргет Savita Subramanian: **S&P 500 = 7,100 в 2026** (примерно **~5% price return**).

- Модель: EPS +14% (до ~\$310), при этом сжатие мультипликатора на 5–10%.
- Логика: ликвидность сейчас “full blast”, но “направление” хуже: меньше buybacks, больше capex, меньше ожидаемых cuts, ФРС режет “только если рост слабый”.

**Сигнал:** 2026 у них — год, где “индекс может расти мало”, но внутри рынка возрастает ценность ширины/селекции.

---

## 5) AI: ставка не на hyperscalers, а на “adopters”; риск — конфликт “AI увольняет” vs “потребление устойчиво”

- Они прямо пишут: “менее bullish на hyperscalers, более bullish на AI adopters (но это может быть не скоро)”; и отдельно отмечают риск напряжения между AI/job displacement и устойчивым потреблением.

**Сигнал:** для 2026 ключ — не “ещё один год мега-кэпов”, а когда AI-выгоды начнут появляться в прибыли более широкого круга компаний.

---

## 6) Режим Hartnett: “BIG” и “MID” как торговая конструкция 2026 (и главный тумблер — CPI)

- Hartnett остаётся long **BIG = Bonds, International, Gold**; и предлагает начинать “торговать MID”: long Mid-caps / short IG bonds / short USD.
- Их “one-decision market”: CPI 3% → 2% = bullish, 3% → 4% = bearish.
- Они ожидают, что UST 5Y может уйти к ~3% в H1 на фоне Fed cuts и слабости рынка труда (u-rate ~5% у них как условие).

**Сигнал:** главный драйвер режима — инфляция, а не “просто ставки”; и есть чёткая карта позиционирования (BIG/MID).

---

## 7) REIT: “re-rate” начинается; оценка как в кризисы, плюс tailwinds supply/liquidity/refi

- VofA REITs: фон “самый позитивный за годы”; драйверы — макро-стабильность, многолетнее падение нового предложения, потенциал снижения ставок и облегчение refi.
- Они отмечают: REIT торгуются ~15–20% ниже NAV, уровни “кризисной эпохи”; балансы сильные → возможны buybacks/внешний рост.

**Сигнал:** в public REIT заложен “discount to private values”; при нормализации ликвидности/ставок этот разрыв может закрываться.

---

## 8) US Housing: акции homebuilders “перерейтились”, но фундаментал остаётся тяжёлым

- По Zonda: 50% билдеров говорят, что спрос в ноябре слабее ожиданий; причины — уверенность потребителя/доступность и страх за работу.
- Инcentивы высокие: ~65% buydowns в районе 4%, и цены снижены на 40% листингов; Zonda не ждёт, что весной получится резко урезать стимулы.

- Прогноз: single-family starts ~-8% в 2025 и плоско в 2026; mortgage rate у BofA на конец 2026 ~6.25% (почти как сейчас) — то есть “ставки вниз” не обязательно спасают affordability.

**Сигнал:** housing-цикл остаётся “rangebound”, и падение short rates может не привести к заметному падению mortgage rates.

---

## 9) Semis: NVDA у “троуф” P/E, но дискуссия смещается от сарех к конкуренции (GPU vs TPU)

- BofA semis: NVDA около ~25x forward P/E (вблизи исторических trough), при этом SOX вырос и ралли стало шире.
- “Дебаты” сместились к конкуренции: OpenAI vs Gemini; TPU (Google/AVGO) vs NVDA GPU; плюс дорожная карта (Vera Rubin 2H26).

**Сигнал:** в AI-semis ключевой риск/возможность 2026 — перераспределение share и архитектур, а не просто “сарех растёт”.

---

## 10) Транспорт/логистика: спот-ставки растут из-за ужесточения предложения (capacity), не из-за спроса

- Dry-van spot rates ex-fuel выросли до \$1.61/миля (с \$1.55 неделей ранее) — максимум с января 2025; драйвер — ужесточение capacity (регуляторные меры, закрытия/банкротства).
- Их shipper demand indicator при этом “мутный” около 50, ниже средних прошлых freight recessions.

**Сигнал:** рост ставок — “supply shock”, поэтому устойчивость движения зависит от того, продолжится ли выдавливание мощности.

---

## Почему важны для инвестора/трейдера

- Для инвестора
    - Это консолидирует “режим 2026” BofA: **рост держится**, но **инфляция липкая**, поэтому доходность портфеля будет зависеть от **селекции (ширина рынка)** и от **правильной дюрации/кредитного качества**, а не от одной беты.
    - Выделяет сектора/темы, где заложен “перекося цен”: REIT (discount к NAV), housing (акции впереди фундамента), semis (оценка vs конкуренция), transport (capacity-шок).
  - Для трейдера
    - Есть “тумблер режима”: **инфляция** (Hartnett CPI-ветвление) и **тарифный pass-through в core PCE**.
    - Есть тактические конструкции: **BIG (Bonds/International/Gold)** и **MID (midcaps vs IG vs USD)**, плюс “широкое” ралли SOX как сигнал смены нарратива внутри AI-цепочки.
- 

## Критика

1. Это **дайджест**, а не единая модель. Он агрегирует мнения разных команд; местами тезисы могут тянуть в разные стороны (например, “рост устойчив” vs “AI-шок может ударить по equity/credit и по потреблению”).
2. Много “если-то” без формальных порогов переключения (кроме CPI-логики Hartnett и некоторых конкретных прогнозов по PCE/безработице). Чтобы превратить в систему, нужны ваши KPI и уровни.
3. Есть встроенный “sell-side bias” по стилю подачи (включая stock reports/coverage clusters) — полезно как карта, но это не гарантирует предсказательную силу по конкретным бумагам без доп. проверки.

# BlackRock Investment Institute — “2026 Global Outlook: Pushing limits”

---

## Сигналы

### 1) “Нейтральной позиции больше нет”: рынок стал факторно-концентрированным

- Ключевое утверждение: при доминировании нескольких **mega forces** “невозможно не сделать большую ставку” — **даже broad index** теперь является активной ставкой.
  - Количественная опора: доля дневных доходностей S&P 500, объясняемая **одним доминирующим фактором** (после контроля value/size/momentum), **заметно выросла** (РСА/РС1, rolling 252d).  
**Сигнал:** падение “breadth” и рост единого драйвера означает, что “диверсификация через индексы/регионы” чаще становится скрытой активной ставкой.
- 

### 2) AI-buildout масштабируется до уровня, где micro становится macro

- Внешние оценки **AI corporate capex ambitions: \$5–8 трлн глобально до 2030** (они используют верхний край для стресс-математики).
  - Вклад “investment” в рост США в 2025 (в их оценке) **≈ в 3 раза выше исторической средней**, и **продолжится в 2026**, позволяя росту держаться даже при охлаждении труда (“no hiring, no firing”).  
**Сигнал:** для рынка 2026 ключ — не “обычные макро-драйверы”, а **капекс-волна AI**, потому что она уже достаточна, чтобы двигать агрегаты.
- 

### 3) Матчинг “капекс ↔ выручка” по AI пока не сходится на уровне hyperscalers

- Их расчёт: если брать верхний сценарий капекса (\$8Т до 2030), то **bottom-up прогноз роста выручки hyperscalers (~\$1.6Т) не дотягивает** до выручки, нужной для **9–12% IRR** на этот капекс.
  - Чтобы “математика сошлась” на макро-уровне, они моделируют сценарий: AI даёт **+1.5% к росту (productivity)**, что расширяет **economy-wide revenues на ~\$1.1Т/год**, чего “достаточно” для оправдания верхнего капекса — **но не факт**, что эти доходы достанутся “строителям AI”.  
**Сигнал:** рынок переходит от “сарех-истории” к **battle за захват revenue pools** — и это по определению активная селекция победителей/проигравших.
- 

### 4) “Leveraging up”: AI-стройка неизбежно ведёт к росту долга и уязвимости к скачкам доходностей

- Они фиксируют переход: AI-инвестиции **front-loaded**, выручка **back-loaded** ⇒ нужен долг, чтобы пройти “financing hump”.
- У крупных облачных “строителей” средний **debt-to-equity ~0.54x** (на 26 Nov) — то есть “есть куда” наращивать долг.

- При этом фон: госдолг США на пост-военных максимумах, корп. leverage ниже ⇒ **частный сектор будет тянуть финансирование**, но это создаёт уязвимость к **bond yield spikes** и росту **term premium**.  
**Сигнал:** риск 2026 для AI-цепочки — не только “монетизация”, но и **стоимость капитала/term premium**, т.е. кредитный канал.
- 

## 5) Длинные UST больше не “автопилот-хедж”: тактический **underweight long Treasuries**

- Прямая позиция BlackRock: **tactical underweight long-term U.S. Treasuries**, причина — рост **term premium** из-за долговой нагрузки и “price-sensitive buyers”, плюс риск скачков доходностей при конфликте целей инфляции и устойчивости долга.  
**Сигнал:** портфельная “балластная” роль long-end ослабла; риск-профиль хеджей смещается.
- 

## 6) Физические ограничения AI в США: главный **bottleneck** — энергия/земля/подключения

- Оценка: дата-центры в США могут потреблять **15–20%** текущего спроса на электроэнергию **к 2030**, а некоторые оценки — до **25%** (разброс “demand-based” vs “supply-based” оценок).
  - Ограничители: backlog проектов на подключение к сетям + медленное permitting; и вывод в тексте: сарех-планы могут быть **снижены**, если ограничения “укусят”.
  - Контраст: Китай строит генерацию/передачу быстрее (в т.ч. ядерные), снижая издержки через масштаб солнечных/батарейных цепочек.  
**Сигнал:** “AI-рост” в США может упереться не в спрос на compute, а в **time-to-power**.
- 

## 7) Геополитическая фрагментация: оборона и энергия как “вынужденный капекс”

- Факт-сигнал: НАТО целится в **5% ВВП на оборону к 2035** (vs прежняя цель 2%), Германия снимает “debt brake” для обороны/инфраструктуры.  
**Сигнал:** оборонные бюджеты в Европе — среднесрочный драйвер спроса (defense tech) и политический драйвер инвестиций в энергетику/утилити.
- 

## 8) “Future of finance”: стейблкоины стали структурным мостом, а не нишей

- Рыночный факт: market cap стейблкоинов **>\$250 млрд (на 27 Nov 2025, Coingecko)**.
  - Регуляторный факт: **Genius Act (2025)** дал рамку для payment stablecoins; запрещены проценты, но есть “marketing-rewards” конструкция, потенциально конкурирующая с депозитами/MMF.  
**Сигнал:** рост стейблкоинов — это не “крипто-шум”, а возможный канал изменения трансмиссии ликвидности/кредитования (при достаточном масштабе).
-

## 9) Private credit: начинается фаза дисперсии и “шэйкаута”; retail semi-liquid может усилить волю

- Их тезис: private credit входит в **более неровную фазу**: крупные игроки устойчивее, у мелких растёт стресс; спрэды сжались, стандарты местами ухудшились.
  - График: covenant default rates у меньших заемщиков **значительно выше**, чем у крупных (разбивка по выручке/ЕБИТДА).
  - Важная механика: **retail flows в semi-liquid private credit** вероятно процикличны и могут **амплифицировать волатильность** в стресс.  
**Сигнал**: альфа в private credit = качество менеджера/документации/воркаута; “бета” может стать опаснее из-за структуры продукта.
- 

## 10) Инфраструктура: окно оценки “дёшево относительно акций”, а спрос структурный

- Факт-оценка: listed infrastructure торгуется с **глубоким дисконтом** к MSCI World по EV/ЕБИТДА — **ниже уровней GFC**, сопоставимо с COVID-шоком; BlackRock считает, что это больше про ставки, чем про фундаментал.  
**Сигнал**: инфраструктура — “квази-обязательный” слой для AI (power + сети + связь), а рынок её пока прайсит как жертву ставок.
- 

## 11) EM: в 2025 был “sweet spot” (local debt + FX), дальше — переход к hard currency

- Они считают, что фаза ралли EM local bonds в 2025 “заканчивается” (много уже в ценах), и переключаются на **EM hard-currency debt overweight**: carry, ограниченная эмиссия, улучшение фундамента и серия sovereign rating upgrades.
  - При этом по EM equities тактически **neutral**, а стратегически — акцент на **Индии** (демография/дигитализация/роль “connector country”).  
**Сигнал**: “EM-ставка” у них не на общий риск-аппетит, а на **качество суверенных балансов + доходность hard-currency**.
- 

## 12) Конкретные тактические “овер/андер” (операциональные сигналы позиционирования)

Из таблицы “tactical granular views”:

- **Equities**: US overweight; Japan overweight; Europe neutral; EM neutral; China neutral.
  - **Fixed income**: long UST underweight; Japanese gov bonds underweight; **U.S. agency MBS overweight**; EM hard currency overweight; long-term IG credit underweight.  
**Сигнал**: это их “боевой лист” на 6–12 месяцев: risk-on через US equities, но с явным избеганием long duration и ставкой на MBS/EM HC.
- 

## Почему важны для инвестора/трейдера

- Инвестору

- Чётко формализована новая “ось риска”: **AI = капекс + энергия + кредит**, а не только софт/чипы. Это помогает искать экспозиции к bottlenecks (power/grid/infrastructure) и меньше зависеть от того, кому достанется выручка AI.
  - Подход к портфелю: если “диверсификация — мираж”, то нужно проектировать **Plan B** и заранее выбирать **идосинкратические** источники доходности (private markets, HF) и активное управление.
  - **Трейдery**
    - Триггеры режима, которые можно мониторить:
      - рост/сжатие term premium и эпизоды bond-yield spikes (риски для leveraged AI-стройки),
      - скорость снятия энергосетевых ограничений (подтверждение/срыв capex-планов),
      - дисперсия в private credit (рост covenant defaults у мелких → стресс-маркер),
      - ротация EM local → EM hard currency (смена фазы).
- 

## Критика

1. Это сильный **нарратив “mega forces”**, но многие выводы основаны на сценарной логике (например, “1.5% рост-буст от AI”, “патенты как leading indicator”), без порогов “когда признаём, что сценарий не реализуется”.
2. “Диверсификация — мираж” частично зависит от их метода (РСА и контроль фактор-стилей). Это полезный сигнал о концентрации, но **не** означает, что диверсификация “умерла” — скорее, что она требует **других инструментов** и более точной сборки.
3. Скепсис к золоту как долгосрочному хеджу — позиция, но в отчёте она подана как тезис без полноценного стресс-теста на разные инфляционные/геополитические режимы; для практики золото лучше трактовать как **тактический инструмент**, как они и пишут.