



Ставка дороже, нефть дешевле

Макрорежим США · месячный обзор рынка акций и макрофона · данные на 24.08.2026

24.08.2026

American Investor team & Solomon AI



Содержание

● Executive Summary.....	3
● Где мы сейчас и как это доходит до портфеля.....	5
● Куда это может пойти и где на этом теряют.....	8
● Что мы делаем.....	10
● Правы ли мы были в прошлый раз.....	12
● Приложение: данные выпуска, метод, ограничения и термины.....	13



● Executive Summary

S&P 500 стоит на 7 652,86 пункта — на 3,2 % выше, чем месяц назад, и на 1,2 % ниже рекорда 7 748,5, поставленного 12 августа. Месяц рынок шёл вверх, а последние две недели простоял на месте. Мешала ему не экономика, а цена государственного долга: доходность тридцатилетних бумаг Казначейства США поднялась с 5,15 до 5,27 % и на прошлой неделе была самой высокой почти за два десятилетия.

Прибыль компаний по-прежнему обгоняет цену акций. За второй квартал компании индекса отчитались о росте прибыли на 50,4 % год к году, на весь 2026 год аналитики ждут 30 %, и мультипликатор к прибыли будущих двенадцати месяцев держится на 20,0 при среднем за десять лет 19,0.

Экономика остывает с обеих сторон. Прирост занятости за три месяца упал до 20 тысяч мест — почти рекордно низко за десять лет, а базовая инфляция за последние три месяца в годовом выражении опустилась до 1,64 % годовых. Ставка стоит на 3,50–3,75 % пятое заседание подряд. Рынок фьючерсов на 20 августа отводил её сохранению 16 сентября около двух третей.

Что изменилось за месяц

Главное движение месяца — не в акциях, а в казначейских бумагах. Длинный конец кривой ушёл вверх, а короткий вниз. Тридцатилетняя доходность выросла с 5,15 до 5,27 %, десятилетняя — с 4,67 до 4,74 %, двухлетняя опустилась с 4,31 до 4,24 %. Рынок требует всё больше платы за дальний срок, и Минфин ответил расширением выкупа собственных бумаг. 24 августа появилось сообщение о том, что ведомство рассматривает для выкупа средства своего счёта в ФРС размером около триллиона долларов.

Деньги месяца ушли в защиту и в сырьё. Золото подорожало на 15,1 % до 4 689,5 доллара за унцию и стоит почти рекордно высоко за десять лет. Нефть Brent, наоборот, откатилась к 87,95 доллара за баррель после 95 в середине месяца. Иранская валюта обновила минимум, и рынок перестал закладывать быстрый возврат перебоев с поставками. Слабее всех выглядели коммунальные компании: они потеряли 5,4 %, потому что реагируют на длинную ставку сильнее любого другого сектора.

Почему это важно для денег читателя

Дорогой длинный долг давит на акции двумя путями. Первый — арифметический: чем выше доходность безрисковых бумаг, тем дешевле стоит одинаковый поток будущей прибыли. Второй — конкурентный: тридцатилетняя бумага с доходностью 5,27 % забирает деньги у акций, которые при мультипликаторе 20 приносят около 5 % прибыли на вложенный доллар.

Пока эту нагрузку с запасом компенсирует прибыль. Она растёт настолько быстро, что оценка рынка снижается даже при растущей цене. Как только рост прибыли уйдёт к однозначным числам, компенсации не останется, а ставка никуда не денется.

Экономика шестой месяц держится в рефляции: выпуск растёт, а инфляция стоит выше цели центрального банка. Обычно такой режим живёт три месяца, нынешний идёт вдвое дольше. За это время источник давления сместился из экономики в бюджет — цены остывают, а платить за долг приходится всё дороже.

Чем это может кончиться

История даёт росту на 5 % и выше к середине ноября вероятность 50 %, боковому движению — 35 %, просадке на 10 % и глубже — 15 %. Переигранная история отводит индексу через квартал разброс от 6 995 до 8 730 пунктов при середине 7 906.



Риск смещён с экономики на бюджет. Занятость слабеет, но кредитный рынок спокоен. Премия за риск по высокодоходным облигациям 2,70 % стоит ниже обычного за десять лет, надбавка по надёжным корпоративным бумагам — 1,63 % — почти рекордно низко. Стресс придёт не из корпоративного долга.

Что из этого следует для портфеля

Картина месяца задаёт портфелю три требования, и каждая доля отвечает одному из них. Первое — заработать на том, что рынок держит. Держит его прибыль, поэтому 43 % приходится на широкий индекс S&P 500 и ещё 10 % на технологии. За квартал в рефляции технологии опережали индекс в трёх случаях из четырёх, и другого сектора с устойчивым перевесом в этом режиме нет.

Второе — закрыться от того, что рынок ломает. Ломают его цена долга и возможный возврат инфляции через энергию, поэтому 10 % занимает золото, 6 % — госбумаги с защитой от инфляции и 5 % — энергетика. Долю энергетики мы снизили вслед за откатом нефти.

Третье — не потерять на самой длинной ставке. Длинных госбумаг в портфеле нет вовсе: они теряют ровно в том сценарии, который разыгрывается сейчас. Их место занимают короткие госбумаги на 16 % и деньги на 10 % — запас на покупку в просадке. Полный состав, границы и условия пересмотра — в разделе «Что мы делаем».



● Где мы сейчас и как это доходит до портфеля

Экономика США шестой месяц подряд стоит в рефляции: рост держится, а инфляция снижается медленнее, чем хочет центральный банк. История отводит сохранению режима на квартал вперёд 59,9 %, переходу в благополучный режим низкой инфляции — 27,8 %, срыву в стагфляцию — 9,9 %.

Рост выпуска подтверждается. Модель Федерального резервного банка Атланты оценивает третий квартал в 2,27 % годовых, и за неделю оценка поднялась с 2,14 %. Промышленное производство прибавляет 1,86 % в годовом выражении за три месяца, розничные продажи растут на 5,0 % год к году.

Занятость движется в другую сторону. Средний прирост за три месяца — 20 тысяч мест в месяц, ниже за десять лет было считанные разы. Безработица держится на 4,1 %, а заявки на пособия — 206 тысяч, у самой нижней границы десяти лет. Людей не увольняют, но и не нанимают, и потребитель это чувствует: индекс настроений Мичиганского университета опустился до 49,5, ниже он за десять лет почти не бывал.

Инфляция остывает второй месяц. Общий рост цен замедлился до 3,54 % год к году, базовый — до 2,79 %, а базовая инфляция за последние три месяца упала до 1,64 % годовых. Мера, на которую смотрит ФРС, отстаёт от этой картины: базовые расходы населения за июнь дают 3,29 % год к году и 2,89 % за три месяца.

Как это доходит до портфеля

Цепочка от макроэкономики до цены акций состоит из четырёх звеньев.

Первое — инфляция определяет ставку. ФРС держит 3,50–3,75 % с декабря прошлого года. Пока базовая инфляция снижается, повышать ставку незачем. Стоит ей вернуться выше 3 % годовых, и довод за повышение оживёт: в июле трое из двенадцати голосов уже требовали поднять ставку.

Второе — ставка определяет цену денег на всём горизонте. Короткий конец задаёт центральный банк, длинный складывается на рынке из ожиданий по инфляции и платы за риск владения долгом. Сейчас два конца расходятся. Двухлетняя доходность за месяц снизилась до 4,24 %, тридцатилетняя выросла до 5,27 %.

Третье — цена денег определяет оценку акций. Реальная доходность десятилетних бумаг — доходность за вычетом ожидаемой инфляции — стоит на 2,40 %, выше за десять лет она поднималась считанные разы. При такой альтернативе покупатель акций соглашается платить за прибыль меньше.

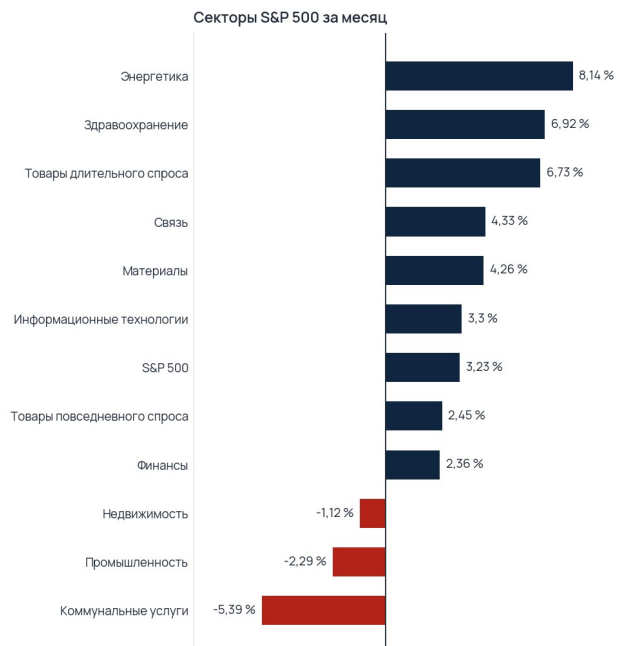
Четвёртое — прибыль решает, выдержит ли рынок эту оценку. Рост прибыли на 50,4 % за второй квартал и ожидаемые 27,4 % за третий позволяют мультипликатору держаться на 20,0 при растущей цене индекса.

Что держит и что ломает

Держат рынок три опоры. Первая — прибыль: она растёт быстрее цены, и оценка от этого не раздувается. Вторая — спокойный кредит: премия по высокодоходным облигациям 2,70 % и надбавка по надёжным корпоративным бумагам 1,63 % стоят ниже обычного за десять лет, то есть занимать компаниям дёшево, а волны неплатежей рынок не ждёт. Третья — инфляция, уходящая от опасной зоны: 1,64 % за три месяца снимают главный довод за повышение ставки в сентябре.

Ломают картину тоже три силы. Первая — цена длинного долга у рекорда: тридцатилетняя доходность 5,27 %, десятилетняя 4,74 %, и платы за дальний срок рынок требует всё больше. Вторая — остановившийся наём: 20 тысяч мест в месяц. Третья — мрачный потребитель: настроения 49,5, ставка по тридцатилетней ипотеке 6,65 %, а закладки новых домов на 1 239 тысяч в год стоят ниже обычного за десять лет.

Деньги месяца легли ровно по этой картине. Вверх ушли энергетика, здравоохранение и товары длительного спроса, вниз — коммунальные компании и промышленность.



Биржевые фонды секторов S&P 500, изменение цены за месяц к 24.08.2026.

Кто это двигает

Кто	Что делает	Чем это отражено в портфеле
ФРС, Кевин Уорш	Держит ставку 3,50–3,75 % пятое заседание подряд; в июле трое из двенадцати голосовали за повышение. Уорш отказался от подсказок рынку, поэтому его выступление в Джексон-Хоуле 28 августа — главное событие недели	Короткие госбумаги, которые при повышении теряют мало
Минфин, Скотт Бессент	Расширил выкуп длинных бумаг, а 24 августа появилось сообщение о готовности пустить на выкуп средства счёта Казначейства. Прошлая попытка сбить длинные ставки дала облегчение на один день	Золото, которое дорожает на сомнениях в способности бюджета обслуживать долг
Работодатели	Наём почти остановился: 20 тысяч мест в месяц за три месяца, а увольнений нет — заявки на пособия 206 тысяч	Отсутствие ставки на потребительский спрос
Компании	Единственное звено, работающее лучше ожиданий: прибыль +50,4 % за квартал, оценка на 2026 год +30 %	Основная доля в широком индексе и перевес в технологиях



Кто	Что делает	Чем это отражено в портфеле
Нефть и Иран	Brent откатилась к 87,95 доллара после 95 в середине месяца: иранская валюта обновила минимум, новые санкции объявлены, быстрого открытия Ормузского пролива рынок не ждёт	Доля в энергетике снижена с 7 до 5 %

Вывод. Рынок стоит на прибыли, а давят на него цена долга, остановившийся наём и мрачный потребитель. Против скорой беды говорит кредит: первыми разъехались бы премии по корпоративным бумагам, а они почти рекордно узкие. Сломает конструкцию не падение цены, а первый квартал с ростом прибыли ниже 10 %.



● Куда это может пойти и где на этом теряют

Три пути до середины ноября

Рынок продолжает расти — вероятность 50 %. Прибыль растёт двузачно, базовая инфляция за три месяца держится ниже 3 % годовых, ставка стоит. Увидеть этот путь можно самому: тридцатилетняя доходность отстывает ниже 5,00 % и держится там больше двух недель. Индекс тогда прибавляет 5 % и больше, технологии обгоняют его, а золото перестаёт расти. Веса портфеля мы в этом случае сохраняем и денежную долю не наращиваем.

Рынок стоит на месте — вероятность 35 %. Прибыль растёт, но длинные ставки не отступают, и оценка перестаёт расширяться. Узнать его можно по коридору 5,10–5,40 % у тридцатилетней доходности и по индексу, который больше месяца не обновляет максимум. Рынок тогда ходит в пределах пяти процентов в обе стороны, дорожают золото и короткие бумаги, отстают коммунальные компании и недвижимость. Веса мы сохраняем, а денежную долю пополняем прибылью от золота, если оно прибавит ещё 10 %.

Рынок теряет 10 % и больше — вероятность 15 %. Инфляция возвращается через энергию, ФРС повышает ставку, или занятость даёт второй подряд отрицательный месяц. Предупредят о нём базовая инфляция за три месяца выше 3 % годовых или премия по высокодоходным облигациям шире 3,80 %. Падают тогда все секторы сразу, технологии сильнее индекса, а растут золото и короткие бумаги. Долю акций мы сокращаем на четверть, освободившееся уходит в короткие госбумаги и деньги.

Вероятности собраны из поведения рынка в 215 месяцах рефляции с 1990 года. Рост на 5 % за квартал случался в 51,2 % таких месяцев, просадка на 10 % — в 13,0 %. Просадке мы оставили чуть больше базовой частоты: длинная ставка стоит у рекорда, а секторы связаны между собой почти рекордно тесно и падать будут вместе.



S&P 500 на квартал вперёд от уровня 7 652,86 пункта; переигрывание истории отрезками по месяцу.

Вывод. Переигранная история даёт на квартал разброс от 6 995 до 8 730 пунктов при середине 7 906.

Где на этом теряют

Выход из акций из-за высокой ставки. Самая дорогая ошибка месяца. Доходность десятилетних бумаг выше 4,29 % встречалась за десять лет тринадцать раз, и в этих эпизодах индекс за следующий квартал чаще рос, чем падал. Высокая ставка сама по себе рынок не роняет, пока прибыль растёт быстрее неё.



Доходность тридцатилетних бумаг Казначейства США, дневные данные за год к 21.08.2026; тёмным выделен последний месяц.

Покупка золота вдогонку. Золото прибавило 15,1 % за месяц и стоит почти рекордно высоко. Доля в 10 % работает страховкой от долгового риска; доля в 25 %, набранная после такого движения, превращает страховку в ставку.

Покупка длинных госбумаг ради доходности. Доходность 5,27 % выглядит привлекательной, но эти бумаги теряют в цене, если длинный конец продолжит расти, а именно это происходит четвёртый месяц подряд.

Расчёт на то, что секторы разойдутся. Секторы связаны между собой теснее, чем почти всегда за последние десять лет. В падении они пойдут вниз вместе, и защиту даёт только выход за пределы акций — в короткие бумаги, золото и деньги.



● Что мы делаем

Что	Доля	Зачем
S&P 500, широкий индекс	43 %	Основная ставка на рост прибыли
Технологии	10 %	Единственный сектор с устойчивым преимуществом в рефляции
Энергетика	5 %	Страховка от возврата инфляции через нефть
Золото	10 %	Страховка от долгового риска
Госбумаги 1–3 года	16 %	Доход без потерь при росте длинных ставок
Госбумаги с защитой от инфляции	6 %	Страховка от ускорения цен
Деньги	10 %	Запас на покупку в просадке

Портфель месяца



Доли портфеля месяца в процентах; сумма равна ста.

Против прошлого выпуска мы изменили две доли. Широкий индекс снизили с 45 до 43 %, энергетику — с 7 до 5 %: нефть за неделю потеряла семь долларов, и риск, который эта доля страхует, ослаб. Освободившиеся четыре процента ушли в короткие госбумаги, поднявшие долю с 12 до 16 %. На неделе выступает председатель ФРС и отчитывается крупнейшая компания индекса, а короткая бумага приносит доход при любом исходе.

Перевес в технологиях держится на истории режима: за квартал в рефляции сектор опережал индекс в трёх случаях из четырёх при 32 наблюдениях, и другого сектора с таким постоянством нет. Энергетика в том же режиме шла вровень с индексом, но закрывает инфляционный риск, который больше не закрывает ничто.



Чего мы сознательно не делаем

Длинных госбумаг в портфеле нет: они теряют ровно в том сценарии, который разыгрывается сейчас. Коммунальных компаний и недвижимости тоже нет — в рефляции они отстают от индекса чаще остальных, а за прошедший месяц коммунальные потеряли 5,4 %. Здравоохранение прибавило 6,9 % за месяц и выглядит соблазнительно, но в рефляции оно обгоняло индекс лишь в половине случаев, а вдогонку за одним хорошим месяцем мы сектор не покупаем. Денежную долю выше 10 % мы не поднимаем: при вероятности роста 50 % больший запас стоит слишком дорого.

Что заставит изменить портфель

Доходность тридцатилетних бумаг выше 5,50 % — доля акций падает на пять процентов в пользу денег. Базовая инфляция за три месяца выше 3 % годовых — защита от инфляции и золото растут за счёт технологий. Второй подряд месяц сокращения занятости или безработица выше 4,5 % — энергетика уступает место коротким бумагам. Премия по высокодоходным облигациям выше 3,80 % — доля акций падает на четверть. Повышение ставки 16 сентября — денежная доля растёт до 15 %.

За чем следить

26 августа выходит базовая инфляция по расходам населения за июль — мера, на которую ФРС смотрит вместо потребительских цен, и та самая, что пока отстаёт от остальных. В тот же день публикуется вторая оценка ВВП за второй квартал и отчитывается Nvidia, крупнейшая компания индекса по вкладу в прибыль.

28 августа Кевин Уорш выступает в Джексон-Хоуле впервые в должности председателя. Он отказался давать рынку подсказки о будущих шагах, и это делает выступление главным событием месяца: торговать придётся сам текст, а не обещание.

4 сентября выходит занятость за август: третий подряд слабый месяц переведёт рынок труда из фактора внимания в фактор решения. 11 сентября публикуются потребительские цены, а 15–16 сентября ФРС принимает решение по ставке.

Порог	Сейчас	Что меняется при пробое
Доходность тридцатилетних бумаг выше 5,50 %	5,27 %	Доля акций падает на пять процентов
Базовая инфляция за три месяца выше 3 % годовых	1,64 %	Защита от инфляции и золото растут
Премия по высокодоходным облигациям выше 3,80 %	2,70 %	Доля акций падает на четверть
Безработица выше 4,5 %	4,1 %	Энергетика уступает коротким бумагам



● Правы ли мы были в прошлый раз

Прошлый выпуск от 22 августа назвал режим рефляцией и дал росту на 5 % вероятность 50 %, просадке на 10 % — 15 %. Окно этой оценки закрывается в середине ноября, поэтому итога пока нет. С даты того выпуска индекс опустился с 7 674,37 до 7 652,86 пункта, то есть на 0,3 %.

Ни одно из четырёх объявленных условий не сработало. Тридцатилетняя доходность подошла к порогу 5,50 %, но остановилась на 5,27 %. Базовая инфляция за три месяца не поднялась выше 3 %, а ушла ещё ниже — до 1,64 %. Премия по высокодоходным облигациям осталась на 2,70 % против порога 3,80 %. Безработица держится на 4,1 % при пороге 4,5 %.

Секторные суждения прошлого выпуска сработали в трёх случаях из четырёх. Перевес в энергетике принёс 8,1 % против 3,2 % у индекса. Отказ от коммунальных компаний и недвижимости себя оправдал: при растущем рынке они потеряли 5,4 и 0,9 %. Не сработал перевес в технологиях — сектор прибавил 3,3 % против 3,2 % у индекса и не дал ничего. Это второй месяц подряд: ставка на технологии держится на поведении режима в истории, а деньги идут в другие секторы.

Вывод. Режим мы назвали верно, ни одно условие пересмотра не сработало, отказы принесли пользу. Слабое место одно — технологии. Перевес мы сохранили прежним, но если и третий месяц сектор не даст преимущества, доля уйдёт в широкий индекс.



● Приложение: данные выпуска, метод, ограничения и термины

Рынок и экономика	Сейчас	Место в истории
S&P 500	7 652,86	почти рекордно высоко
Nasdaq-100	29 023,18	почти рекордно высоко
Russell 2000	2 995,08	почти рекордно высоко
Индекс страха VIX	15,13	ниже обычного
Доходность 2 года	4,24 %	заметно выше обычного
Доходность 10 лет	4,74 %	почти рекордно высоко
Доходность 30 лет	5,27 %	почти рекордно высоко
Реальная доходность 10 лет	2,40 %	почти рекордно высоко
Премия по высокодоходным облигациям	2,70 %	заметно ниже обычного
Надбавка по надёжным корпоративным бумагам	1,63 %	заметно ниже обычного
Свободные деньги в системе, млрд долларов	2 935,0	выше обычного
Нефть Brent, доллары за баррель	87,95	заметно выше обычного
Золото, доллары за унцию	4 689,50	почти рекордно высоко
Ставка ФРС	3,50–3,75 %	—
Мультипликатор к прибыли вперёд	20,0	—
Прирост занятости за три месяца, тыс. мест	20	почти рекордно низко
Безработица	4,1 %	на обычном уровне
Базовая инфляция, год к году	2,79 %	на обычном уровне
Базовая инфляция за три месяца, годовых	1,64 %	ниже обычного
Настроения потребителей	49,5	почти рекордно низко
Ставка по ипотеке 30 лет	6,65 %	выше обычного
Доля бумаг выше 200-дневной средней	72,2 %	выше обычного

Метод

Режим определяется по двум осям — направлению роста и направлению инфляции — на месячных данных с января 1990 года. Вероятности сценариев берутся из частоты исходов в 215 месяцах рефляции и корректируются документированными поправками, округление до пяти процентов.

Разброс на квартал вперёд получен переигрыванием истории отрезками по месяцу: 10 000 повторов на дневных данных за восемнадцать лет. Обе вероятностные модели порог качества не прошли, поэтому вероятности собраны от базовых частот, а не от моделей.



Место в истории считается по десятилетнему окну каждой величины, только по данным, доступным на дату выпуска. Секторный слой считается по биржевым фондам секторов S&P 500.

Ограничения и термины

Оценка режима и вероятности сценариев опираются на поведение рынка с 1990 года. История задаёт масштаб, а не гарантию: сочетание высокой оценки акций, остановившегося найма и рекордной цены длинного долга встречалось в прошлом редко.

Часть показателей публикуется с задержкой в месяц и позже, поэтому картина занятости и инфляции описывает недавнее прошлое, а не текущий день. Базовая инфляция по расходам населения приведена за июнь: июльские данные выходят 26 августа.

Рефляция — режим, в котором экономика растёт, а инфляция держится выше цели центрального банка и не снижается.

Базовая инфляция — рост цен без продовольствия и энергии: показывает устойчивую часть роста цен.

Мультипликатор к прибыли вперёд — во сколько раз цена индекса превышает ожидаемую прибыль компаний за следующие двенадцать месяцев.

Реальная доходность — доходность государственных бумаг за вычетом ожидаемой инфляции.

Премия за кредитный риск — надбавка к доходности корпоративных облигаций против государственных бумаг того же срока.

Свободные деньги в системе — средства банков на счетах в ФРС за вычетом остатков Казначейства: мера доступных рынку денег.

Место в истории — положение величины относительно её собственных значений за десять лет.