

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ ПЕРСПЕКТИВЫ НА 2026 ГОД



Казахстан

Гонка за лидером

Узбекистан

Точка сборки

Германия

Эффект неожиданности

Фондовый рынок США

Устойчивое равновесие

Продолжение реализации «сценария Златовласки»
на макроэкономическом уровне укрепляет фундамент
для постепенного расширения ралли

Инвестиции, самые важные новости и рекомендации по покупке акций



Надежный партнер
в мире инвестиций

Содержание

Главные корпоративные события Freedom Holding Corp. в 2025 году.	2
Рынок США в 2025 году. Индекс S&P 500	4
Ключевые события 2025 года. Проверка на стрессоустойчивость.....	5
Ожидания по рынку акций США на I квартал и весь 2026 год. Игра на повышение.....	8
Макроэкономические ориентиры на 2026 год. Всё в силе.....	11
Долговой рынок. Итоги и перспективы. Курс на стабильность	14
Инвестпортфель–2026. Возвращение к норме	17
Лучшие акции. Топ-14 самых перспективных идей на 2026 год	21
Итоги рынка IPO 2025 года. Горизонт проясняется.....	25
Прогнозы на 2026 год. В ожидании звездных дебютов.....	26
Рынок Казахстана в 2025 году. Индекс KASE.....	27
Рынок Казахстана. Итоги 2025 года.....	28
Рынок Казахстана в 2026 году. Равнение на ДКП	30
Рынок Узбекистана. Итоги 2025 года.....	32
Рынок Узбекистана. Ожидания на 2026 год	35
Рынок Германии в 2025 году. Индекс DAX.....	36
Рынок Германии. Итоги 2025 года.....	37
Рынок Германии в 2026 году. Стабилизация на макроуровне.....	39
Контакты	40

Главные корпоративные события Freedom Holding Corp. в 2025 году

Freedom Broker победил в нескольких номинациях Best Broker Award 2024

Биржа Astana International Exchange (AIX) подвела итоги премии Best Broker Award 2024 и назвала лучших участников рынка. Компании Freedom Holding Corp. отмечены в трех ключевых номинациях. Freedom Finance JSC названа лучшей инвестиционно-банковской командой и признана лучшим брокером по акциям (объем торгов) и по долговым инструментам (вторую награду она разделила с Freedom Finance Global PLC). Freedom Broker продолжает укреплять позиции как один из ведущих игроков инвестиционной сферы Центральной Азии, предлагающий передовые решения и качественное обслуживание.

Freedom Holding Corp. включен в престижный индекс Russell 3000

Акции Freedom Holding (NASDAQ: FRHC) 27 июня 2025 года были добавлены в расчет индекса Russell 3000 в рамках ежегодной ребалансировки. В этот бенчмарк входят 3019 крупнейших американских компаний, представляющих примерно 98% публичного рынка акций США. Включение бумаг холдинга в Russell является важным достижением, которое свидетельствует о финансовом здоровье, стабильности и росте компании и способствует ее узнаваемости для инвесторов. Это будет стимулировать торговую активность глобальных инвестиционных фондов в акциях FRHC благодаря широкому использованию ими данного индекса в качестве ориентира.

S&P Global улучшило прогнозы для «дочек» Freedom Holding

Международное агентство S&P Global Ratings пересмотрело прогноз по рейтингам АО «Фридом Финанс», Freedom Finance Global PLC, Freedom Finance Europe Ltd и АО «Фридом Банк Казахстан» со стабильного на позитивный и подтвердило долгосрочные и краткосрочные рейтинги на уровне В+/В. По национальной

шкале рейтинги АО «Фридом Финанс» и АО «Фридом Банк Казахстан» повышены с kzBBB до kzBBB+. Рейтинг Freedom Holding Corp. подтвержден на уровне В-. Позитивный прогноз S&P Global отражает значительный прогресс в создании общей системы регулирования бизнеса, а также улучшение ее функциональности на уровне финансовых дочерних компаний.

Опыт Freedom Holding Corp. изучается в Стэнфордской бизнес-школе

Stanford Graduate School of Business (Stanford GSB), одна из ведущих и наиболее авторитетных бизнес-школ мира, опубликовала кейс о Freedom Holding Corp. под названием Freedom Holding: Building an Ecosystem on the Path to Scale. Кейс подготовлен на основе интервью с главным исполнительным директором компании Тимуром Турловым. Коллекция кейсов Stanford GSB используется в программах MBA и является предметом изучения для студентов, руководителей и предпринимателей по всему миру. Включение Freedom Holding в учебную программу было сделано с учетом инновационности, устойчивого роста и стратегического лидерства компании.

BlackRock лидирует среди инвестбанков по доле владения акциями Freedom Holding Corp.

Ведущая управляющая активами глобальная корпорация BlackRock, а также гиганты американского банковского сектора Morgan Stanley и J.P. Morgan с июля по сентябрь нарастили позиции в акциях Freedom (FRHC) на 25 тыс. (545,06 тыс.), 73 тыс. (195,89 тыс.) и примерно на 26 тыс. (76,07 тыс.) соответственно. Тем самым BlackRock занимает первое место среди институционалов по доле в холдинге, достигшей 0,94%. Вторая позиция принадлежит State Street Corporation, а Morgan Stanley имеет третий по величине пакет. Интерес крупнейших игроков Уолл-стрит обусловлен масштабированием бизнеса Freedom Holding Corp., расширением его международного присутствия и реализацией масштабных проектов в области высоких технологий.



На AIX торгуется первый в мире ETF на Solana со стейкингом при участии Freedom Broker

С начала сентября 2025-го на бирже Astana International Exchange (AIX) доступны торги первым в мире спотовым ETF на цифровой актив Solana (SOL) со стейкингом — Fonte Solana Exchange Traded Fund (тикер: SETF). Маркетмейкером фонда на AIX выступает Freedom Broker, обеспечивающий участие клиентов и рыночную активность инструмента. Ожидаемая доходность в 2025 году составляет 5,5–7,5% годовых в токенах SOL.

Freedom Broker запустил онлайн-центр по борьбе с мошенничеством и киберугрозами

Созданный Freedom Broker онлайн-ресурс для защиты пользователей от злоумышленников, мошенников и киберпреступников, позволяет:

- оставить сообщение о случаях мошенничества или об уязвимостях сайтов и платформ Freedom Broker
- проверить ссылки, аккаунты или контакты и узнать, относятся ли они к официальным ресурсам и структурам холдинга Freedom Finance Global
- получить материалы с инструкциями по кибербезопасности. Платформа доступна по адресу: fbroker.kz/trustcenter.

Freedom Holding заработал более \$1 млрд за полугодие

Freedom Holding Corp. представил финансовую отчетность за I полугодие 2026 финансового года, которое соответствует периоду с апреля по сентябрь 2025-го. За этот временной отрезок выручка холдинга составила \$1,06 млрд. Чистая прибыль достигла \$69,1 млн, а прибыль на акцию — \$1,15. Общий объем активов вырос до \$10,3 млрд. Эти результаты показывают: экосистема работает устойчиво, а основные направления продолжают активно развиваться.

Акции FRHC вошли в инвестпортфель Moneyball от The Motley Fool

Ценные бумаги Freedom Holding Corp. вошли в инвестиционный портфель Moneyball, формируемый консалтинговой компанией The Motley Fool. Бумаги FRHC получили инвестиционный рейтинг «покупать».

Эти рекомендации получают более 650 000 платных подписчиков The Motley Fool, что делает эту стратегию одной из самых авторитетных на рынке розничных инвестиций. После публикации новости о включении в портфель Moneyball 13 октября стоимость акций FRHC выросла на 4%, достигнув \$169,80, а рыночная капитализация компании превысила \$10,3 млрд. С начала 2025 года капитализация Freedom Holding Corp. увеличилась почти на 30%.

OpenAI и Freedom Holding Corp. поддержат цифровизацию образования в Казахстане

В начале ноября в Вашингтоне было подписано стратегическое соглашение между правительством Республики Казахстан, OpenAI и Freedom Holding о предоставлении 165 тыс. педагогов Казахстана доступа к ChatGPT Edu. В рамках соглашения Freedom Holding Corp. обеспечивает финансирование инициативы (сервис будет бесплатным для учителей), а правительство осуществляет координацию проекта на уровне государственных органов и образовательных организаций.

Freedom Bank получил награды от Mastercard и ЦБ РК

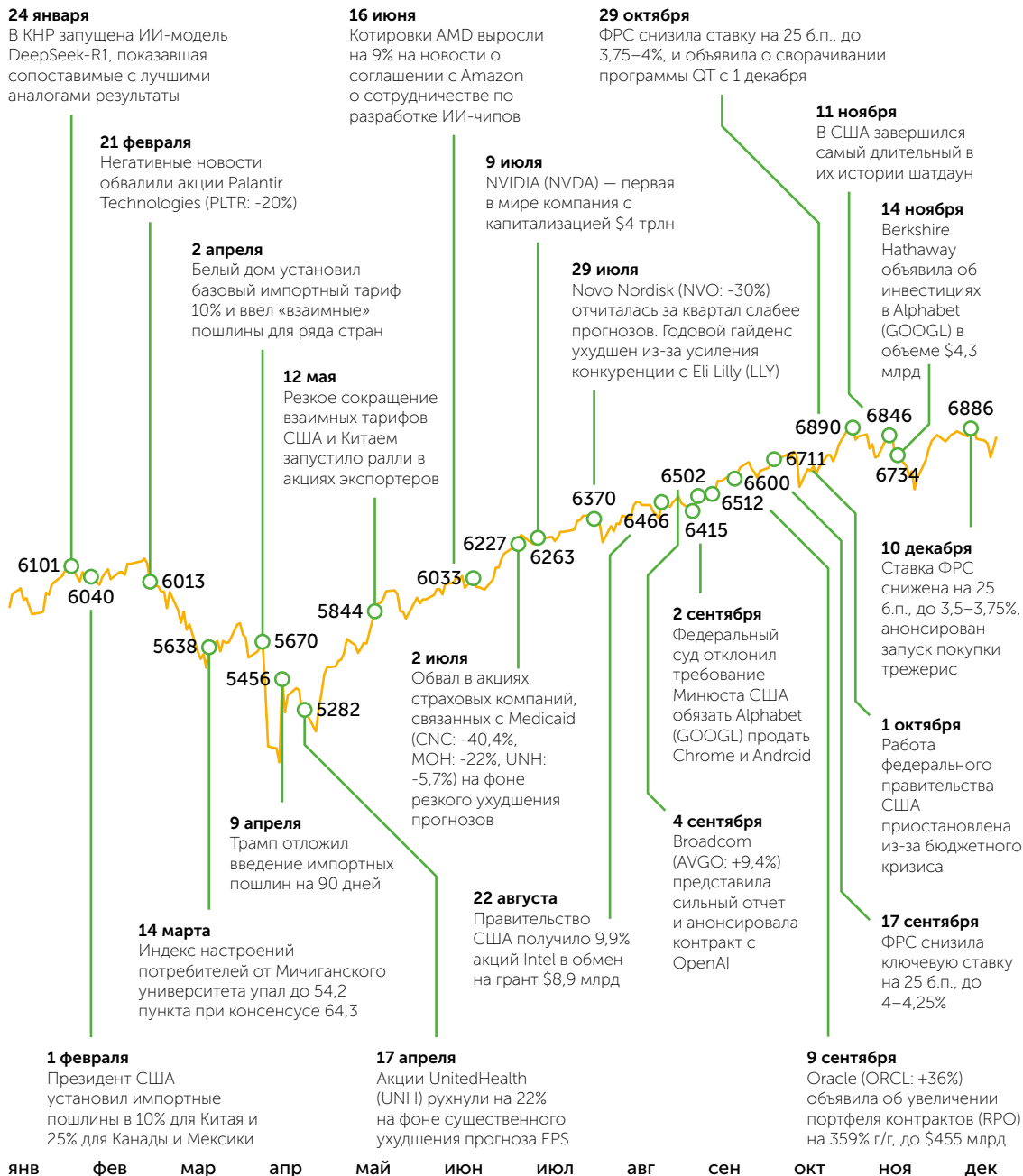
Mastercard на форуме EDGE в Дубае отметила Freedom Bank как «Драйвер роста малого и среднего бизнеса» в Центральной Азии. Еще одну награду банк получил от антифрод-центра Нацбанка Казахстана за лучший результат по возврату средств клиентов в случаях мошенничества. Банк показал высокую скорость реакции, эффективность процессов и максимальную долю успешно возвращенных средств среди всех финансовых учреждений страны.

Freedom Holding активно участвует в создании ИИ-инфраструктуры в Центральной Азии

Freedom Holding Corp. совместно с Министерством искусственного интеллекта и цифрового развития Республики Казахстан работает над усилением лидерских позиций Казахстана и Центральной Азии в области ИИ. Этапами этого сотрудничества станет создание суверенного центра искусственного интеллекта под управлением холдинга на базе ИИ-инфраструктуры NVIDIA. Стоимость проекта оценивается в \$2 млрд.

Рынок США в 2025 году

Индекс S&P 500





Ключевые события 2025 года

Проверка на стрессоустойчивость



Игорь Ключнев,
советник департамента развития
и международного сотрудничества
Freedom Finance Global

Американский рынок акций в 2025 году демонстрировал повышенную волатильность. Однако по состоянию на 18 декабря индекс S&P 500 сумел закрепить себя вблизи 6775 пунктов, поднявшись с начала января более чем на 15%. Достигнутое значение практически совпадает с ориентиром 6760 пунктов, который был обозначен нами в декабре 2024-го.

Динамика бенчмарка в течение года формировалась в условиях высокой неопределенности и отличалась чередованием фаз импульсного роста и резких коррекций. Ключевыми источниками нестабильности стали торговая политика администрации США, изменения ожиданий в отношении монетарного курса ФРС, а также масштабные структурные сдвиги, связанные с развитием сегмента искусственного интеллекта. Тем не менее американский рынок акций продемонстрировал устойчивость, опираясь на фундаментальный рост корпоративных прибылей и постепенную нормализацию макроэкономического фона. Начало года прошло под знаком резкого усиления геополитической напряженности, обусловленного действиями новой администрации Белого дома. За I квартал S&P 500 упал на 4,6%, причем период с 20 января по середину марта аналитики охарактеризовали как новостной армагеддон из-за хаотичного потока заявлений американской администрации относительно ввозных пошлин. Рынок столкнулся с угрозами президента Дональда Трампа ввести пошлины в отношении Мексики и Канады и обложить тарифом 200% европейский алкоголь. Несмотря на то, что часть угроз была впоследствии смягчена за счет исключений в рамках соглашения USMCA, большинство инвесторов предпочло занять оборонительные позиции из-за непредсказуемости дальнейших событий.

За 2023–2024-й котировки топ-10 компаний, торгуемых в США, показали медианный рост 138% (**NVIDIA, NVDA: +820%**). Это вызывало у биржевых игроков закономерные сомнения в возможности продолжения опережающей динамики в 2025 году. Скептический на-

строй по этому поводу поддерживали и корпоративные новости. **Alphabet (GOOGL, GOOG)** оказалась под давлением на фоне ускоренного повышения CAPEX. **Tesla (TSLA)** продолжала демонстрировать слабые результаты продаж. На этом фоне активизировалась межсекторальная ротация активов. Капитал перетекал из технологического сектора (XLK: -11%), циклических потребительских товаров (XLY: -11,7%) и крупнейших по капитализации компаний (MAGS: -15,7%) в менее циклические сегменты рынка. Среди лидеров роста в I квартале оказалась индустрия здравоохранения (XLV: +6,5%). Также это защитное направление продемонстрировало самые впечатляющие результаты по рынку за I квартал: прибыль сектора увеличилась на 43% г/г.

Если в первые три месяца среди инвесторов преобладала осторожность, то во II квартале опасения достигли экстремума. Дональд Трамп 2 апреля объявил о введении пошлин на ввоз товаров практически со всего мира. На этом фоне буквально за три дня индекс неопределенности экономической политики взлетел с умеренных уровней на начало года почти до 500 пунктов, а в начале мая на инерции новостного потока достиг локального максимума вблизи 655. Параллельно усилилась тревожность розничных инвесторов. Поисковая активность по теме «рецессия» в Google увеличилась почти в шесть раз по сравнению с январскими минимумами. В течение апреля она была на повышенных уровнях, оставаясь вблизи 59 пунктов. Финансовая система, в свою очередь, отреагировала резким снижением ликвидности. Спреды между максимальной ценой покупки (bid) и минимальной ценой предложения (ask) по акциям S&P 500 расширились до уровней 2020 года, а спреды высокодоходных облигаций выросли почти на 100 б.п..

На горизонте II квартала в целом динамика S&P 500 носила выраженный V-образный характер: бенчмарк последовательно отыграл апрельскую распродажу и к концу июня вырос на 10,6%. При этом, как отмечалось, внутри квартала рынок прошел через экстре-

мальные колебания. По итогам торгов 4 апреля S&P 500 рухнул на 5,97%, что стало крупнейшим однодневным падением со времен пандемии. Сессию 9 апреля бенчмарк завершил одним из самых мощных отскоков за последние десятилетия, поднявшись на 9,52% за день. Несмотря на последующий рост после турбулентного апреля, структура отскока оставалась крайне несбалансированной. Примерно на 84% повышение капитализации S&P 500 за квартал было обеспечено всего 15 крупнейшими компаниями. Локомотивом выступил технологический сектор (XLK), прибавивший 22,8%. Приток капитала в ниши полупроводников и программного обеспечения обеспечил 35% и 43% прироста индекса широкого рынка соответственно. В целом в рамках восстановительного импульса инвесторы отдавали предпочтение мегакапам, фактору импульса (momentum) и акциям роста (growth), в то время как спрос на защитные сегменты значительно отставал.

В III квартале рынок продемонстрировал признаки стабилизации, прибавив 7,8%. При этом волатильность с аннуализированных 31,85% во II квартале опустилась до 8,7% (при пятилетнем среднем значении 17,13%). Стабилизация произошла в первую очередь за счет снижения макроэкономической и политической неопределенности. Увеличение капитализации S&P 500 оставалось концентрированным, однако доля растущих компаний существенно расширилась по сравнению с первой половиной года, а рыночная ротация привела к выравниванию темпов роста по секторам. Существенным фактором поддержки стала постепенная дэскалация торговой напряженности. Белый дом заключил рамочные соглашения с ЕС, Южной Кореей и Японией, что снизило инфляционные ожидания участников рынка. Улучшению сентимента способствовало решение апелляционного суда США от 28 августа, семью голосами против четырех признавшего тарифы Трампа незаконными и обозначившее перспективу их отмены. Согласно постановлению, установленные главой США пошлины подлежат отмене с середины октября, если Верховный суд не примет иное решение. Индекс неопределенности экономической политики, служащий прокси на «тарифную войну», указал на разворот. По сравнению с весенними пиковыми уровнями неопределенность снизилась примерно вдвое, что также способствовало стабилизации рыночных настроений. Если на геополитической арене наблюдалась стабилизация, макроэкономическая конъюнктура в III квартале, напротив, оставалась неоднозначной. Рост цен на товары демонстрировал ускорение в летние месяцы,

однако рынок сохранил нарратив о транзитном характере инфляции. Одновременно наблюдалось охлаждение рынка труда. Слабая статистика найма в августе и сентябре усилила ожидания смягчения ДКП. На сентябрьском заседании эти прогнозы реализовались: ФРС впервые в 2025 году снизила процентную ставку на 25 базисных пунктов, повторив эти же решения на заседании 28–29 октября и 9–10 декабря. Таким образом, за 2025 год ставка Федерезерва была уменьшена на 75 б.п. — до диапазона 3,50–3,75%. Кроме того, регулятор 1 декабря завершил программу количественного ужесточения (QT), а с 12-го начал процесс выкупа краткосрочных трежерис для поддержания межбанковской ликвидности.

Политическая волатильность в последнем квартале года сохранялась: 10 октября угрозы Трампа ввести дополнительные пошлины в размере 100% на товары из КНР привели к значительному однодневному падению основных индексов. S&P 500 снизился примерно на 2,7%, Dow Jones — на 1,9%, а NASDAQ — на 3,6%, однако рынок полностью восстановил потери в течение 10 дней. Также США пережили шатдаун, который продолжался с 1 октября по 12 ноября 2025 года (43 дня) и установил новый рекорд по длительности. Несмотря на масштаб этих событий, их влияние на рыночный сентимент оказалось ограниченным.

В корпоративном секторе в IV квартале ключевым фокусом инвесторов оставалась тема искусственного интеллекта. Курс на усиление спроса на связанные с этой сферой компании был задан в сентябре после сообщения Oracle о рекордном увеличении заказов на облачную инфраструктуру. Рынок последовательно отыгрывал волну масштабных корпоративных сделок и стратегических партнерств в ИИ-сегменте. Ключевым событием стало соглашение между **NVIDIA и OpenAI** на сумму порядка \$100 млрд, направленное на расширение GPU-инфраструктуры. За этим последовали сделки с участием **Broadcom (AVGO), Amazon (AMZN), Microsoft (MSFT) и Oracle (ORCL)**, отражающие ускоренное наращивание вычислительных мощностей для ИИ. При этом увеличение масштабов сделок и капитальных затрат в ИИ-нише только усилило беспокойство инвесторов относительно устойчивости текущего инвестиционного цикла. В частности, это отразилось на росте CDS-спредов (кредитных дефолтных свопов) по бумагам ORCL. На этом фоне в конце года наблюдалась фиксация прибыли в акциях наиболее перекупленных лидеров сегмента, прежде всего NVDA, MSFT, ORCL, а также **Palantir (PLTR)** с одновре-



менным перетоком капитала в более умеренно оцененные «догоняющие» истории. В частности, интерес вызывал сегмент компаний, связанных с чипами TPU от GOOGLE, включая Broadcom, **Celestica (CLS)**, **Lumentum (LITE)**. Биржевые игроки переключались и в отдельные защитные сектора, в том числе в здравоохранение, компании которого пользовались повышенным спросом в начале года. В октябре дополнительную поддержку фармацевтической отрасли оказали новости о достижении соглашения между **Pfizer (PFE)** и Белым домом по вопросам тарифной и ценовой политики. Это было воспринято рынком как позитивный сигнал для всего сектора и повысило его относительную привлекательность при все более осторожном подходе к оценкам технологического сегмента. Повышенную тревожность инвесторов и провоцируемые этим фактором всплески волатильности усиливались после публичных заявлений руководителей крупнейших инвестиционных банков США. Главы Goldman Sachs и Morgan Stanley прогнозировали вероятность коррекции на фондовых рынках в диапазоне 10–20% на горизонте 12–24 месяцев. Это снизило масштабы и активность инвестиций в ИИ-сегмент. Тем не менее после волатильной фазы в октябре-ноябре по состоянию на декабрь рост на биржах стал более обоснованным с фундаментальной точки зрения. Динамика S&P 500 в значительной степени отражает улучшение форвардных ожиданий в отношении прибыли,

тогда как расширение P/E-мультипликаторов остается ограниченным.

Также стоит отметить, что сезоны отчетности в течение года демонстрировали расширение доли компаний с положительной динамикой прибыли на акцию (EPS), а ранее отстававшие сектора показали признаки улучшения финансовых результатов. В частности, мы наблюдали выход компаний малой капитализации из рецессии прибылей. Несмотря на сохраняющуюся концентрацию капитализации в топ компаний из состава S&P 500, тенденция к выравниванию восходящей динамики по секторам и эмитентам стала более выраженной. Мы полагаем, что данный тренд продолжится в 2026 году.

Таким образом, 2025 год для американского рынка акций стал периодом адаптации к новой макроэкономической и политической среде, характеризующейся сочетанием торговых рисков, структурных технологических изменений и постепенного смягчения денежно-кредитной политики. Несмотря на серию шоков, S&P 500 сумел удержаться в положительной зоне, продемонстрировав способность отыгрывать высокую неопределенность без разрушения фундаментального тренда. На финальном отрезке года инвесторы сохраняли осторожный оптимизм, фокусируясь на статистике инфляции, дальнейших шагах ФРС и устойчивости корпоративных прибылей в условиях сбалансированного макроэкономического фона, что соответствует так называемому сценарию Златовласки.



Ожидания по рынку акций США на I квартал и весь 2026 год

Игра на повышение



Тимур Турлов,
CEO Freedom Holding Corp.

	Оптимистичный сценарий	Базовый сценарий	Пессимистичный сценарий
S&P 500 EPS (2024 год)	243	243	243
S&P 500 EPS (2025 год)	273,4	272,2	270,9
Изменение EPS (2025 год)	12,50%	12,00%	11,50%
S&P 500 EPS (2026 год)	310,3	306,2	298
Изменение EPS (2026 год)	13,50%	12,50%	10,00%
S&P 500 EPS (2027 год)	352,2	344,5	324,9
Изменение EPS (2027 год)	13,50%	12,50%	9,00%
S&P 500 P/E NTM (2026 год)	23,0x	22,3x	20,9x
Вероятность	20%	65%	15%
S&P 500 (2026 год)	8100	7700	6800
Допущения	Инфляция уверенно замедляется. Ситуация на рынке труда осенью немного улучшается. На этом фоне ФРС дважды за год снижает ставку. Сильного административного давления регулятор не испытывает, монетарная политика близка к оптимальной. Реализуется положительный фискальный импульс, его вклад в рост ВВП составляет 0,45% r/r. Число увольнений не растет, объемы найма с весны повышаются. В остальном отклонение прогнозов показателей от базового сценария отражает лучшее состояние экономики. Из-за шатдауна рост ВВП за IV квартал 2025 года замедляется на 0,7%, фиксируется незначительный краткосрочный рост безработицы. Более уверенный, чем заложено в базовом прогнозе, восходящий тренд на широком рынке поддерживается значительным расширением ралли за счет проциклических секторов, также малого и среднего эквити-направления.	Инфляция сохраняется на текущих уровнях до II квартала, но даже в этих условиях ФРС к июлю снижает ставку на 50 б.п., чтобы стимулировать рынок труда. Сильного административного давления на регулятор нет, монетарная политика близка к оптимальной. Реализуется положительный фискальный импульс. Количество увольнений стабильно, а объемы найма увеличиваются с весны. Если Верховный суд признает тарифы, установленные по основаниям «гранницы», «фентанил» и «торговый баланс», незаконными, ответные действия администрации президента остаются неопределенными. Возможен ввод новых тарифов по иным основаниям, но не исключено, что их размер будет меньше. Под влиянием шатдауна 2025 года рост ВВП за IV квартал замедляется на 0,9%, а безработица краткосрочно повышается. Корпоративный сегмент экономики остается сильным. Позитивная динамика на фондовых площадках поддерживается за счет «нормализации» роста по секторам.	В неблагоприятный прогноз закладываем ускорение инфляции из-за переноса тарифов на конечного потребителя даже в случае отмены действующих пошлин Верховным судом. Охлаждение рынка труда грозит привести экономику на грань рецессии. ФРС из-за выраженного административного давления и не может проводить оптимальную политику, что провоцирует ускорение инфляции. Это создает угрозу потери доверия рынков. Возникает риск повышения дефицита госбюджета из-за отмены тарифов при действующих фискальных стимулах. Или инфляция, или безработица в совокупности с ростом ВВП могут принимать значения ближе к базовому сценарию. Ставка ФРС в январе снижается из-за неблагоприятной ситуации на рынке труда. Дальнейшие действия регулятора зависят в первую очередь от инфляции, поэтому до конца года ДКП пересматривается лишь один раз. Нормализация роста на рынке акций и возможности для расширения ралли ограничены. Продолжается ротация капитала между секторами в пользу защитных активов. S&P 500 торгуется в боковике при повышенной волатильности.

S&P 500 на 2026 год (взвешенное значение)

7650

S&P Small Cap 600 на 2026 год (взвешенное значение)

1750



Состояние экономики, рынка труда и инфляции

В базовый прогноз закладываем инфляцию по индексу личных расходов (core PCE) на уровне 2,7% г/г. Этот результат достигается благодаря устойчивому замедлению роста цен на услуги, слабому фактическому влиянию тарифов и высокой вероятности их частичной отмены. Рынок труда охлаждается, но ситуация остается далекой от кризисной. Чистый наем заметно ниже равновесного уровня, однако ужесточение миграционной политики ограничивает рост предложения рабочей силы, что удерживает безработицу около 4,5% к середине 2026 года. Тем не менее повышение производительности труда, активные инвестиции и фискальный импульс (включая эффект ОВВВА) обеспечивают рост реального ВВП около 2%.

Денежно-кредитная политика ФРС

Основным риском регулятор продолжает считать состояние рынка труда. Дезинфляционные тренды устойчивы, а слабость найма и рост безработицы требуют мягких условий финансирования. В 2026 году прогнозируем два снижения ставки на фоне стабильного замедления роста цен, что делает смягчение монетарных условий менее рискованными для ФРС. В случае ускорения темпов охлаждения рынка труда возрастут риски рецессии регулятор может уменьшить ставку три и более раз в течение года.

Корпоративные прибыли

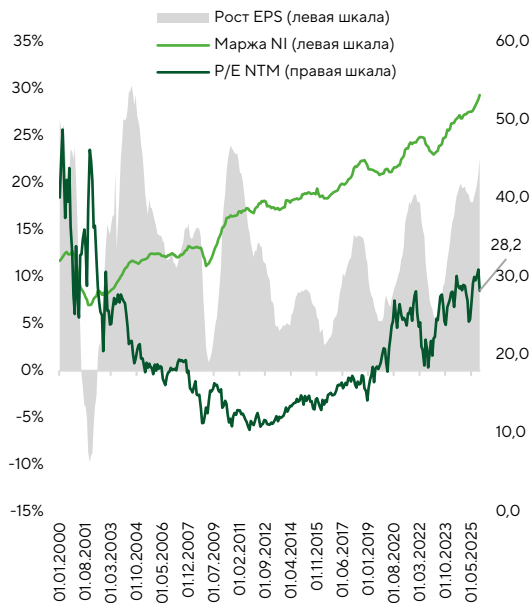
Наши ориентиры в отношении роста прибыли на акцию (EPS) в текущем году существенно улучшились. Показатель по итогам 2025 года прогнозируем на уровне 12% г/г с учетом результатов за III квартал, которые отразили менее выраженный, чем ожидали на рынках, негативный эффект от тарифов. Позитивный импульс для ключевых секторов, включая ИТ, коммуникации, финансы, здравоохранение, по-прежнему устойчив. Это позволяет рассчитывать на успешное завершение года. Хотя динамику прибылей ИТ-сектора, как и в 2025-м, будет во многом определять **NVIDIA (NVDA)**, полагаем, что повышение деловой и потребительской активности (под влиянием ОВВВА и смягчения ДКП) будет поддерживать рост прибыли проциклических секто-

ров, включая компании, поставляющие товары длительного пользования, добычный и энергетический секторы (ускорение последних двух в первую очередь будет обусловлено эффектом базы).

Оценки

Мы не ожидаем давления на оценки рынка в следующем году. Агрессивный импульс роста EPS ИТ-сектора вкупе со структурным ускорением повышения выручки технологической ниши в ближайшие два-три года, вероятно, будет поддерживать мультипликатор P/E NTM в диапазоне 28–30 с постепенным смещением к 25–28 по мере замедления роста. Общую ситуацию в нише ИИ характеризуем как «перегретый суперцикл капитальных инвестиций», но не как пузырь, несмотря на некоторые черты сходства с ситуацией, предшествовавшей кризису доткомов. Фактором, поддерживающим сентимент, вероятно, будет выступать продолжающееся смягчение ДКП.

Критерий	Пузырь Dot.com	ИИ-бум
Агрессивный рост инвестиций	+	+
Незрелый продукт	+	+
Очень агрессивные ожидания роста в будущем	+	+
ФОМО-эффект	+	+
Разрыв между реальными доходами и оценками	+	+/-
Низкое проникновение	+/-	+/-
Убыточность лидеров / низкое качество cash flow	+	-
Отсутствие четкой стратегии монетизации	+	-
Крайне высокие мультипликаторы (относительно 3–5-летних средних)	+	-
Сочетание акционерного и долгового финансирования*	+	-
Вывод	Классический пузырь	Перегретый суперцикл и пузырь в отдельных компаниях



S&P 500: Сектор ИТ, P/E NTM в сравнении с ростом EPS и марж по прибыли. Источник: FactSet, Freedom Broker

Риски

Волатильность прогнозов состояния рынка труда.

В текущем году слабая статистика занятости расценивалась в первую очередь как аргумент для смягчения ДКП и лишь во вторую — как признак замедления экономики. Однако стабильность заявок на пособие по безработице и вероятность ускорения экономической активности снижают значимость этого риска.

Неопределенность планов ФРС. Частичный перенос тарифов на производителей и возможное ускорение товарной инфляции вместе с устойчивостью некоторых сервисных компонентов могут заставить регулятор пересмотреть текущие планы снижения ставок. Если отсрочка смягчения монетарных условий не будет длительной, это окажет умеренное давление на рынки. Если же ФРС серьезно усомнится в стабильности дезинфляционных процессов, это существенно ухудшит sentiment и прогнозы корпоративной прибыли. Однако продолжающееся замедление супербазовой инфляции и временный эффект импортных пошлин делают этот риск контролируемым.

Влияние на рынок внешнеторгового курса Белого дома. Решение Верховного суда в отношении импортных тарифов, установленных президентом Дональдом Трампом, может временно усилить неопре-

деленность. Если суд встанет на сторону главы государства, он может пойти по пути дальнейшего ужесточения внешнеторговой политики. В противоположном случае это создаст бюджетные риски. Тем не менее тарифы, на наш взгляд, не несут структурной угрозы. Долговые последствия хорошо известны рынку, а при отмене действующих мер их, скорее всего, заменят набором секторальных пошлин.

Структура модельного портфеля акций и прогноз его динамики

Мы полагаем, что в течение следующего года инвесторы сохранят повышенную чувствительность и осторожность по отношению к технологическому сектору в целом и к компаниям, связанным с ИИ-тематикой, в частности. На этом фоне ожидаем расширения (нормализации) рыночного ралли, которое может выражаться в выравнивании темпов роста котировок различных отраслей. Позитивным драйвером для технологического сектора останется опережающая динамика прибыли.

Наибольший потенциал роста, на наш взгляд, сохраняют сектора ИТ и коммуникаций, производители отдельных видов товаров длительного пользования, сырьевые компании, а также финансовая индустрия. С точки зрения инвестиционных факторов в условиях смягчения ДКП и ускорения темпов роста ВВП вероятна опережающая динамика фактора роста. В то же время мы полагаем, что рыночные и экономические переменные, благоприятствующие проциклическим нишам, могут поддержать динамику фактора стоимости. Мы рекомендуем инвестору избегать защитных инструментов, включая фактор низкой волатильности и повышенных дивидендов, в условиях отсутствия выраженных триггеров, усиливающих спрос на хедж. Малые компании, на наш взгляд, сохраняют наиболее выраженный позитивный потенциал в течение следующего года. Они выиграют от вероятной нормализации роста (расширения ралли), от смягчения ДКП и от эффекта низкой базы.

В рамках базового сценария по итогам 2026-го ориентируемся на достижение индексом S&P 500 отметки 7700 пунктов (взвешенный таргет: 7650 пунктов). Прогноз для индекса компаний малой капитализации S&P Small Cap 600 на горизонте года — 1750 пунктов.



Макроэкономические ориентиры на 2026 год Всё в силе



Вадим Меркулов,
директор аналитического департамента
Freedom Finance Global

1. Прогноз инфляции по базовому PCE пересмотрен до 2,7% г/г
2. Безработица сохранится на уровне 4,5%. Снижение ставки ФРС поможет активизировать объемы найма, стабильная ситуация с увольнениями обеспечит сбалансированность рынка труда, несмотря на наличие некоторых рисков
3. Рост производительности, фискальные стимулы и инвестиции обеспечат увеличение реального ВВП на 2% даже при слабом рынке труда

Макроэкономические прогнозы для базового сценария

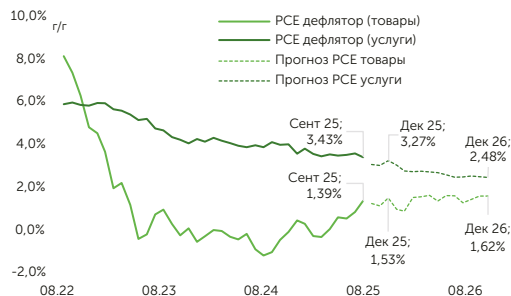
Наш основной сценарий предусматривает замедление базовой инфляции с 2,8–3% годовых в 2025 году до 2,7% в 2026-м. Прогноз основан на статистике за сентябрь – ноябрь, зафиксировавшей возобновление дезинфляции, и на допущении отмены большей части тарифов Верховным судом с возможностью ввода администрацией президента новых пошлин по иным основаниям. После объявленных весной 2025 года Белым домом импортных пошлин **ускорение инфляции оказалось менее выраженным, чем предполагали прогнозы, а компании и их поставщики компенсировали увеличение затрат за счет роста экономии посредством автоматизации. В этой связи полагаем, что потенциальные новые ввозные тарифы угроз для экономики практически не несут.** Спорные данные индекса потребительских цен за ноябрь, в которых возможна техническая неточность в связи с отсутствием октябрьского отчета по инфляции из-за шатдауна, затрудняют прогноз годовой инфляции в США. Мы полагаем, что эти данные были занижены на 0,1–0,2%, поэтому добавляем эту корректировку к своим ориентирам и предполагаем, что она проявится в статистике за декабрь 2025 года и январь 2026-го.

Прогнозы по рынку труда на 2026 год связаны с приостановкой тенденции к росту безработицы. Чистый ежемесячный объем найма, в среднем составляющий 45 тыс., заметно ниже равновесного показателя, который мы оцениваем в 130 тыс., является серьезной проблемой для экономики. Равновесная точка чистого найма — это прирост предложения труда, необходимый для ежегодного увеличения реального ВВП на 2,1% в долгосрочном горизонте по нашей модели производственной функции. Тем не менее в базовый сценарий мы не закладываем ухудшения ситуации на рынке труда. Поддержку ему окажут снижение процентной ставки ФРС и ожидаемое восстановление потребительских расходов. Вместе с тем повышение объема **ежемесячного чистого найма хотя бы до 100 тыс. в среднем, по нашей оценке, возможно не ранее мая – августа 2026 года.**

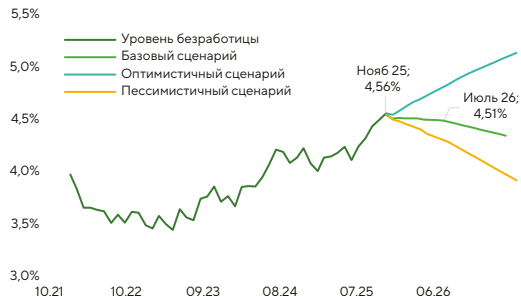
Базовый прогноз

	Q2 25	Q3 25	Q4 25	Q1 26	Q2 26	Q3 26	Q4 26	Q1 27	2025	2026
Рост реального ВВП, % годовых	3,3	4,3	1,5	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1 / 2,0*	2,2 / 2,0*
Базовый PCE, % (г/г)	2,8	2,8	3,0	2,9	2,9	2,8	2,7	2,6	3,0	2,7
Уровень безработицы, %	4,1	4,4	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,4	4,5	4,5
Темп роста средней почасовой заработной платы, %	3,7	3,7	3,5	3,4	3,3	3,2	3,2	3,2	3,5	3,2
Ставка ФРС (верхняя граница), %	4,50	4,25	3,75	3,75	3,50	3,25	3,25	3,25	3,75	3,25
Доходность 10-летних UST	4,20	4,15	4,00	3,90	3,85	3,80	3,80	3,80	4,00	3,80

ФРС: два снижения в 2026 году на 25 б.п. *IV кв. к IV кв. Источник: Bloomberg, анализ Freedom Broker



Динамика дефлятора PCE по товарам и по услугам и наши прогнозы на 2026 год. Источник: Bloomberg, анализ Freedom Broker



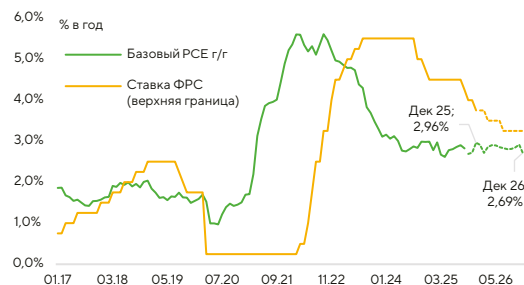
Динамика и прогноз уровня безработицы
Источник: Bloomberg, анализ Freedom Broker

В этих условиях безработицу будет сдерживать временно ограниченный рост предложения труда, связанный с ужесточением миграционной политики. Прогноз безработицы (4,5%) основываем на увеличении численности рабочей силы в первом полугодии в среднем на 90 тыс. ежемесячно. Ноябрьский показатель, составивший 4,56%, завышен из-за эффекта шатдауна. В декабре безработица, вероятнее всего, сократится до 4,4–4,5%. За исключением находившихся во временном неоплачиваемом отпуске госслужащих, уровень безработицы в ноябре, по нашей оценке, составлял 4,46%.

В 2026 году прогнозируем два снижения ставки ФРС на 25 б.п. (в апреле и июле – сентябре) на фоне продолжающегося замедления инфляции. Джерома Пауэлла на посту председателя ФРС, вероятнее всего, сменят Кевин Хассет или Кевин Уорш, хотя Белый дом рассматривает и другие кандидатуры. Эти перестановки вряд ли окажут прямое влияние на курс денежно-кредитной политики. Однако интерес представляют способы, за счет которых новый председатель ФРС будет формировать консенсус среди членов FOMC. В 2026 году три и более снижения ставки, по нашему мнению, возможны только в случае продолжения роста безработицы, который усилит риск рецессии.

Увеличение объема инвестиций и высокая производительность труда стимулируют экономический рост в США, несмотря на слабый рынок труда. По предварительной оценке, реальный ВВП в III квартале увеличился на 4,3% г/г. Из-за шатдауна повышение базового показателя экономики по итогам 2025-го замедлится на 0,5% и, по нашим оценкам, составит 1,8–2,2%. Прогноз на 2026-й предполагает увеличение ВВП США на 2%.

В то же время влияние охлаждающегося рынка труда на повышение доходов населения и восстановление его расходов выступает осозаемым риском для нашего базового сценария. На данный момент статистика не подтверждает серьезного замедления роста доходов. На I квартал 2026 года прогнозируем его на уровне +0,35% м/м и 4,3% г/г при повышении средней почасовой зарплаты на 0,28% м/м и 3,4% г/г. Кроме того, в будущем году на доходы населения после уплаты налогов положительно повлияет фискальный импульс от OBBVA. Обещание президента выплатить каждому домохозяйству \$2000 мы считаем популистским заявлением. На наш взгляд, в случае внесения этой инициативы в Конгресс она не будет принята.



Ставка ФРС в сравнении с базовым дефлятором PCE, историческая динамика и наши прогнозы на 2026 год
Источник: Bloomberg, анализ Freedom Broker



Динамика производительности труда в несельскохозяйственном секторе
Источник: Bloomberg, анализ Freedom Broker



Оптимистичный и пессимистичный сценарии

Ключевое отличие оптимистичного сценария от базового состоит в том, что инфляция снижается быстрее, а ситуация на рынке труда заметно улучшается уже в начале 2026 года за счет усиления найма.

Учитывая положительный фискальный импульс от ОВБВА, рост ВВП в 2026 году в этом случае может достичь 2,4–2,6% годовых. Логика ФРС, основанная на том, что ДКП смягчается по мере замедления инфляции, позволяет по-прежнему рассчитывать на два снижения ставки.

В пессимистичный сценарий мы закладываем развитие событий по нескольким путям. В первом случае прогнозируем ускорение инфляции из-за переноса тарифов на конечного потребителя как при сохранении текущих параметров внешней торговли, так и при их изменении, в том числе в случае отмены действующих пошлин Верховным судом. Во втором ждем реализации рисков дальнейшего охлаждения рынка труда (сценарий стагфляции), что может привести экономику на грань спада. Вероятность наступления рецессии на горизонте ближайшего года оцениваем в 15%. Реализацию этого прогноза будет провоцировать появление нового триггера, по статистике, оно соответствует 8,1 п.п. Без этого фактора вероятность спада, по нашим расчетам, составляет 6,9 п.п. Среди рисков выделяем административное давление на ФРС и новый виток инфляции из-за невозможности проводить взвешенную монетарную политику, что приведет к потере доверия рынков. Также возможно дополнительное увеличение дефицита госбюджета из-за отмены тарифов на фоне вступления в действие фискальных стимулов. При этом при каждом из описанных вариантов развития событий инфляция, или безработица, или рост ВВП могут оказаться близкими к ориентирам базового сценария.

Курс денежно-кредитной политики ФРС в 2026 году будет в первую очередь зависеть от темпов роста цен. Если они останутся выше ожидаемых, регулятор ограничится одним снижением ставки. Если же умеренная инфляция будет сопровождаться выраженным ухудшением ситуации на рынке труда, что усилит риск рецессии, ставка может быть снижена и три, и четыре раза в течение года.

Оптимистичный прогноз

	Q2 25	Q3 25	Q4 25	Q1 26	Q2 26	Q3 26	Q4 26	Q1 27	2025	2026
Рост реального ВВП, % годовых	3,3	4,3	2,1	2,3	2,5	2,5	2,5	2,5	2,1 / 2,2*	2,6 / 2,4*
Базовый PCE, % (r/r)	2,8	2,7	2,9	2,8	2,7	2,6	2,5	2,4	2,9	2,5
Уровень безработицы, %	4,1	4,4	4,4	4,3	4,2	4,2	4,1	4,1	4,4	4,1
Темп роста средней почасовой заработной платы, %	3,7	3,8	3,6	3,5	3,5	3,4	3,4	3,4	3,6	3,4
Ставка ФРС (верхняя граница), %	4,50	4,25	3,75	3,75	3,50	3,25	3,25	3,25	3,75	3,25
Доходность 10-летних UST	4,20	4,15	4,10	4,00	3,90	3,90	3,90	3,80	4,10	3,90

ФРС: два снижения в 2026 году на 25 б.п. *IV кв. к IV кв. Источник: Bloomberg, анализ Freedom Broker

Пессимистичный прогноз

	Q2 25	Q3 25	Q4 25	Q1 26	Q2 26	Q3 26	Q4 26	Q1 27	2025	2026
Рост реального ВВП, % годовых	3,3	4,3	1,0	1,2	1,2	1,2	1,4	1,4	2,0 / 1,8*	1,5 / 1,2*
Базовый PCE, % (r/r)	2,8	2,9	3,1	3,2	3,3	3,3	3,3	3,2	3,1	3,3
Уровень безработицы, %	4,1	4,4	4,8	4,6	4,8	4,9	5,0	5,1	4,8	5,0
Темп роста средней почасовой заработной платы, %	3,7	3,6	3,3	3,1	2,9	2,8	2,8	2,8	3,3	2,8
Ставка ФРС (верхняя граница), %	4,50	4,25	3,75	3,75	3,75	3,50	3,50	3,50	3,75	3,50
Доходность 10-летних UST	4,20	4,15	3,90	3,80	3,65	3,65	3,60	3,60	3,90	3,60

ФРС: одно снижение в 2026 году на 25 б.п. *IV кв. к IV кв. Источник: Bloomberg, анализ Freedom Broker

Долговой рынок. Итоги и перспективы Курс на стабильность



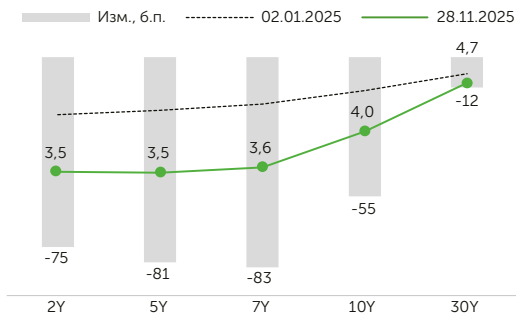
Тимур Лебедев,
руководитель отдела анализа
долговых рынков

Год снижения доходностей US Treasuries

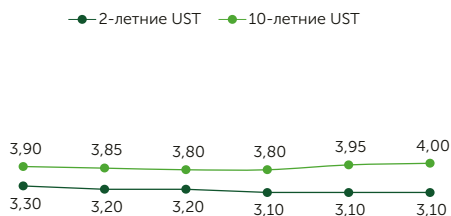
Доходности казначейских облигаций США заканчивали 2025 год снижением. В его первой половине участникам рынка пришлось серьезно понервничать. Ввод Белым домом повышенных ввозных тарифов для большинства торговых партнеров США в апреле спровоцировал ожидания разгона инфляции в стране, что вызвало скачок доходности долговых инструментов. Последующее снижение импортных пошлин, а также их весьма умеренное влияние на инфляцию и темпы роста американской экономики привело к тому, что во второй половине года участники долгового рынка сместили фокус внимания на перспективы смягчения монетарной политики ФРС. На этом фоне доходности US Treasuries пошли вниз.

Продолжение американским регулятором выбранного курса будет способствовать постепенному снижению доходностей вдоль кривой US Treasuries в течение 2026 года. Учитывая это, мы сохраняем положительный прогноз для бондов с длительными сроками до погашения.

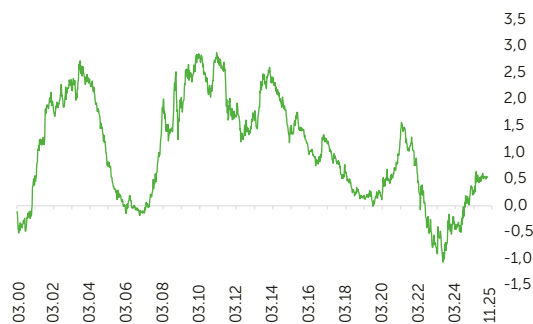
Объем размещения казначейских облигаций США в следующем году ожидается в районе \$2 трлн, что не предполагает существенных изменений по сравнению с 2025-м. Обеспокоенность высоким дефицитом бюджета и кредитным качеством США, вероятно, будет периодически усиливаться, оказывая повышательное давление на доходности дальнего участка кривой US Treasuries. Однако мы считаем, что смягчение монетарной политики ФРС останется ключевым драйвером доходности долговых инструментов. Премия за срочность продолжит нормализовываться, несколько ограничивая снижение доходностей на дальнем участке, что отражено в наших оценках. Спред между двух- и десятилетними казначейскими облигациями США будет постепенно двигаться в район 100 б.п. на горизонте следующих нескольких лет.



Доходности US Treasuries
Источник: Bloomberg



Прогноз доходности US Treasuries, %
Источник: Bloomberg



Разница доходностей 10-летних и 2-летних казначейских облигаций США, %. Источник: Bloomberg



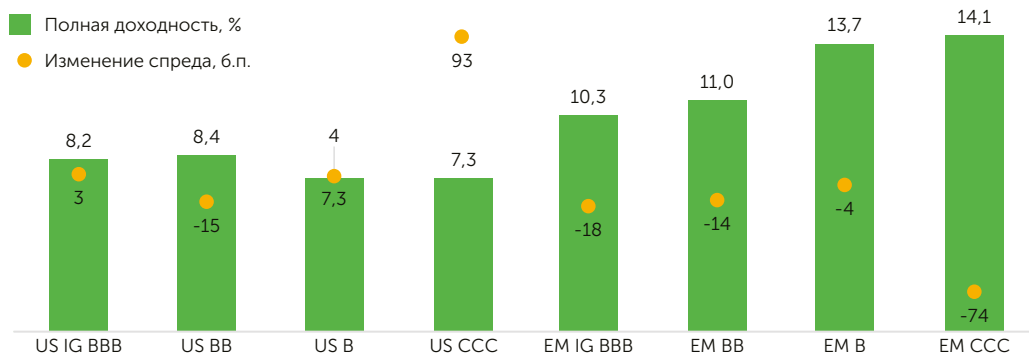
В декабре ФРС не только приостановила количественное ужесточение (QT) ввиду усиления давления на ликвидность в банковской системе и повышения ставок репо, но и объявила о запуске новой программы покупки казначейских облигаций США. Важно понимать, что она направлена на управление резервами в банковской системе (ее название — Reserves Management Purchases/RMP). Цель данной программы — предотвратить избыточное снижение ликвидности в банковской системе. Это качественно отличает ее от количественного смягчения (QE), которое было призвано снизить долгосрочные ставки через покупку казначейских бондов с большой дюрацией. Операции в рамках новой программы будут сосредоточены на ближнем участке, преимущественно в казначейских биллях. Поэтому мы не ожидаем, что RMP станет значимым драйвером для доходностей «длинных» трежерис в 2026 году.

Риски для прогноза снижения доходностей US Treasuries в 2026 году выглядят сбалансированно. С одной стороны, усиление тренда на охлаждение рынка труда и отмена тарифов Верховным судом США могут способствовать более выраженному снижению доходностей. С другой — фискальное стимулирование перед выборами в Конгресс в ноябре способно привести к повышению премии за срочность, подтолкнув вверх доходности дальнего участка трежерис. Также в фокусе внимания участников рынка будет назначение нового председателя ФРС. Опасения по поводу ее независимости негативны для цен казначейских облигаций.

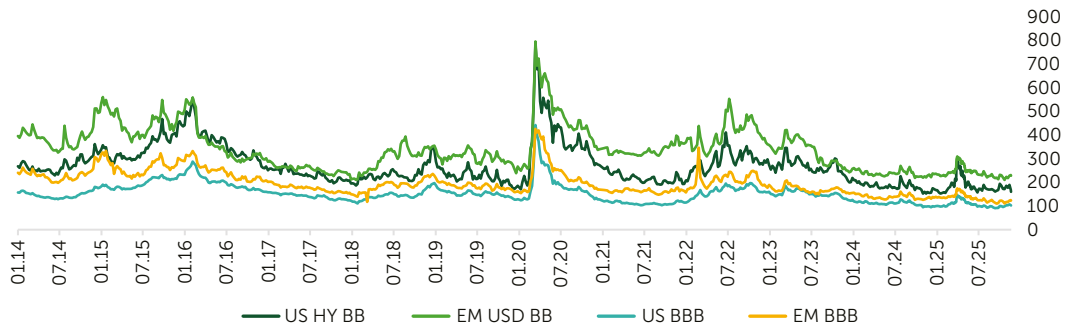
Успешный год для глобальных корпоративных бондов

Долларовые облигации корпораций показали сильные результаты в ушедшем году. Из-за установленных Белым домом ввозных пошлин для большинства торговых партнеров США в апреле наблюдалось краткосрочное скачкообразное расширение спредов. Однако вскоре благодаря устойчивости американской экономики и низкому уровню дефолтов эти спреды вернулись к историческим минимумам. В октябре произошел ряд дефолтов американских компаний, который способствовал локальным продажам в бондах с рейтингами ниже инвестиционного. Инвесторы быстро поняли, что эта проблема касается лишь отдельных компаний, не сигнализируя о системной недооценке кредитного риска в корпоративных бондах. По этой причине негативная реакция спредов в итоге оказалась сдержанной. Тем не менее интерес к высокорисковым бумагам заметно уменьшился. С начала года спреды по американским корпоративным бондам с повышенным кредитным риском расширились. Инвесторы, очевидно, предпочли более защитное позиционирование в контексте замедления американской экономики во второй половине этого года. Сильные результаты корпоративных бондов по полной доходности были обеспечены в первую очередь за счет снижения безрисковых ставок.

Облигации развивающихся стран показали результаты лучше, чем американские бонды, чему способствовали более привлекательные спреды первых. Также агрессивная тарифная политика Белого дома и негативная фискальная динамика в США и ряде крупных европейских экономик повысили желание инвесторов увеличить диверсификацию портфелей в пользу бумаг развивающихся стран.



Динамика по индексам облигаций Bloomberg в USD. Полная доходность включая изменение цен и накопленный купонный доход за период, (option adjusted spread, OAS). Данные с 02.01.2025 по 28.11.2025. Источник: Bloomberg



Спред (option adjusted spread, OAS). Данные на 28.11.2025. Источник: индексы Bloomberg

Выбираем качество на фоне низких премий за кредитный риск

В 2025 году наблюдалось некоторое ухудшение медианных кредитных метрик американских эмитентов облигаций с рейтингами ниже инвестиционных. Рост количества понижений кредитных рейтингов агентствами над повышениями с начала прошедшего года также указывает на присутствие негативной кредитной динамики в сегменте US HY (высокодоходных американских бондов). Поэтому расширение спредов в более рискованных категориях облигаций неудивительно. В то же время данное ослабление кредитных метрик недостаточно сильно, чтобы вызвать заметный рост числа дефолтов. Как показывает статистика, ставка дефолтов в американских бондах с рейтингами ниже инвестиционных остается низкой. На октябрь текущего года она составляла 1,5%, уменьшившись на 10 б.п. относительно декабря 2024-го. Причем показатель значительно ниже 2,7% и 1,9% на конец 2023-го и 2022-го соответственно. В консенсус закладываются перспективы некоторого улучшения кредитных метрик эмитентов US HY в следующем году. Учитывая совокупность вышеназванных факторов, мы не видим системной недооценки кредитного риска или появления пузыря.

В то же время кредитные премии действительно низки по сравнению со среднеисторическими уровнями. Это говорит о том, что не стоит ожидать потенциала роста цен HY-бондов за счет сужения спредов. Основной вклад в полную доходность в 2026 году будет обеспечен купоном. Спреды на текущих уровнях будут особенно чувствительны к негативным триггерам. То есть риск смещен в сторону расширения спредов на 60–80 б.п. по индексам рейтинговой категории BB. В этой связи мы сохраняем негативный тактический прогноз для облигаций с рейтингами ниже инвестиционного. Поскольку операционная среда в целом останется конструктивной, рассчитываем, что расширение спредов будет кратким, если будет вообще. В связи с этим наш стратегический взгляд на облигации с рейтингами ниже инвестиционного нейтральный. Облигации инвестиционного уровня меньше подвержены риску расширения спредов, а их доходность остается привлекательной по историческим меркам. Это связано с тем, что более высокий вклад в доходность к погашению таких бондов вносится не кредитной премией, а безрисковыми ставками, которые пока остаются на довольно высоком уровне. Принимая это во внимание, мы сохраняем положительный стратегический взгляд на сегмент корпоративных бондов инвестиционного уровня.

Предпочтение процентному риску над кредитным

Мы отдаем предпочтение процентному риску перед высоким кредитным. С учетом низких кредитных премий и перспектив снижения доходностей казначейских облигаций США в 2026 году в приоритете выпуск инвестиционного уровня с дюрацией в районе семи лет. Основной фокус на облигациях эмитентов США и развитых стран с фиксированными купонами. По нашим оценкам, именно эти бумаги могут обеспечить полную доходность близкую к сегменту облигаций с рейтингом BB, но с гораздо более низким уровнем риска дефолта. На 2026 год мы прогнозируем полную доходность в районе 5–7% и 6–8% по индексам бондов рейтинговой категории BB и BBB соответственно. В случае расширения кредитных спредов доходность портфеля можно повысить за счет своевременной ребалансировки от облигаций инвестиционного уровня в спекулятивные выпуски.



Инвестпортфель–2026

Возвращение к норме



Георгий Маса Тимошин,
младший стратег
Freedom Finance Global

Базовый портфель представляет собой диверсифицированный набор активов, который включает акции, торгуемые на биржах США, ETF на долевые бумаги зарубежных компаний, спекулятивные идеи.

Ключевые предпосылки, на основе которых сформирован портфель:

Экономика США входит в новый год, продолжая следовать так называемому сценарию Златовласки, предполагающему рост без перегрева и продолжение дезинфляционного тренда. В свою очередь, ослабевающий рынок труда — причина для ФРС придерживаться мягкой ДКП. По всей вероятности, 2026-й будет периодом нормализации. Мы не ждем ни обвала котировок, ни повторения сверхдоходного тренда 2023–2024 годов. Возможности рынка распределятся более широко. Выбор секторов и отдельных компаний вновь начинает играть ключевую роль. Корпоративный сегмент остается сильным. Результаты третьего квартала и собственные прогнозы превзошли средние ожидания инвестсообщества. Позитивную динамику доходов демонстрирует все большее число эмитентов. Это формирует более сбалансированную структуру прибыли на акцию (EPS) по индексу S&P 500 и обеспечивает фундамент для постепенного расширения ралли в 2026 году. Ноябрьская коррекция создает условия для более здорового роста котировок. Он будет происходить не за счет расширения мультипликаторов, а благодаря близкому к пропорциональному повышению форвардных показателей прибыли. С учетом этого наш прогноз для мультипликатора P/E на конец 2026 года предполагает его рост до 22,3х с текущих 22,2х.

Ключевые сектора инвестпортфеля

ИТ-индустрия (36,7%) сохраняет самую высокую долю в нашем инвестпортфеле. Она выше рынка на 1,7%. В целом мы сохраняем позитивный прогноз по отрасли на 2026 год. Основание для этого дает целый ряд факторов. Во-первых, импульс в сегменте ИИ продолжает набирать силу на фоне расширяющейся коммерциализации и геополитической значимости этой технологии. При этом компании, находящиеся в начале цепочки создания стоимости, такие как **NVIDIA (NVDA)**, **Broadcom (AVGO)**, **Micron (MU)**, **TSMC (TSM)**, остаются главными бенефициарами благодаря структурному дефициту компонентов и производственных мощностей. Во-вторых, инвестиционные стимулы США в рамках закона One Big Beautiful Bill предусматривают значительные налоговые льготы и государственные субсидии, которые высвободят существенные ресурсы и ускорят развитие ИИ-инфраструктуры. В-третьих, последний сезон отчетов вновь продемонстрировал сильную позитивную переоценку перспектив сектора. В 2026 году прогнозируется рост выручки на 16% при повышении EPS на 25%. При этом текущие уровни оценок по P/E NTM (~27х) на фоне широкой коррекции котировок ИТ-сектора в последние месяцы 2025 года выглядят вполне привлекательно с учетом закладываемых ожиданий в отношении сектора. Хотя высокая волатильность на рынке сохранится, а инвесторы все острее реагируют на любые негативные новости, перечисленные факторы обеспечивают прочный фундамент для роста направления.

Финансовый (15,1%) второй по значимости сектор в нашем инвестпортфеле, вес которого на 1,8% больше, чем доля в S&P 500. Ключевым фактором поддержки финансовой индустрии в 2026 году выступает переход экономики в фазу снижения процентных ставок. Ожидаемое увеличение наклона кривой доходности (расширение спреда между краткосрочными и долгосрочными казначейскими бумагами) создает благоприятные условия

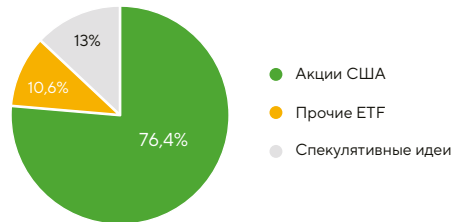
для увеличения чистой процентной маржи, поскольку банки, по сути, фондируются на коротком конце кривой, а размещают активы на более длинном. Дополнительно такой режим ставок способствует поддержанию активности на рынках капитала, восстановлению которой наблюдается в последние месяцы. Наш базовый «сценарий Златовласки» для экономики США благоприятен как для качества кредитных портфелей банков, так и для операционных и финансовых показателей платежных систем и компаний, ориентированных на потребительские услуги.

Телеком (12,2%) – третий сектор по объему аллокации, вес которого в нашем портфеле на 2,2% выше, чем в составе бенчмарка. Оптимистичные ориентиры в отношении динамики индустрии коммуникационных услуг на 2026 год обоснованы рядом факторов как в корпоративной среде, так и на макроуровне. Основным локомотивом роста останутся крупнейшие представители отрасли, такие как **Alphabet (GOOGL)**, **Meta Platforms* (META)** и **Netflix (NFLX)**. Усиление статуса Alphabet как технологического лидера эпохи ИИ может обеспечить ралли в акциях компании. Она является одной из немногих демонстрирующих позитивную динамику за счет развития в сегменте ИИ. Опросы рекламных агентств указывают на повышение спроса на услуги крупнейших платформ (Alphabet, Meta) и таких новичков в этой сфере, как Netflix. Развитию этого тренда способствует ускоренное проникновение ИИ-решений и алгоритмической рекламы, инфляция цен на которую позволяет бигтехам расширять рыночную долю. Дополнительными стимулами выступают фискальные меры в рамках упомянутого закона OBBV и «голубиная» риторика ФРС. Влияние этих факторов обеспечит более эффективный рост для инфраструктуры бигтехов и телекоммуникационных компаний. Важнейшим этапом развития отрасли телекоммуникаций станет начало полномасштабной монетизации спутниковой связи в 2026 году. Фактором неопределенности для индустрии медиа и развлечений остается сделка по покупке **Warner Bros Discovery (WBD)**, которая серьезно изменит ландшафт стримингового бизнеса. В индустриях классических медиа и линейного ТВ поводов для оптимизма не наблюдается. При всем этом совокупный рост выручки сектора коммуникационных услуг на 9% и EPS на 11% в 2026 году сопровождается лишь небольшой премией к S&P 500 по P/E NTM.

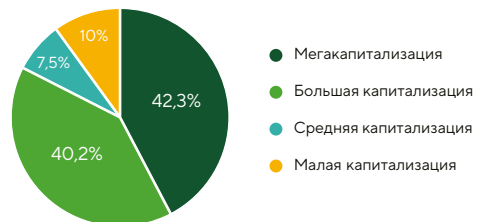
*Деятельность Meta Platforms Inc. по реализации продуктов Facebook и Instagram на территории Российской Федерации запрещена по основаниям осуществления экстремистской деятельности.



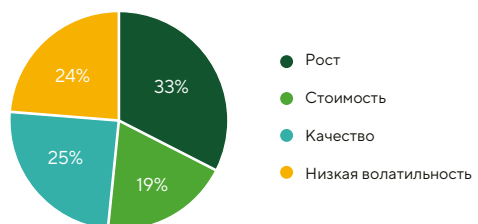
Относительная структура весов в базовом портфеле
Источник: FactSet, анализ Freedom Broker



Структура портфеля по активам
Источник: FactSet, анализ Freedom Broker



Структура портфеля акций США по капитализации
Источник: FactSet, анализ Freedom Broker



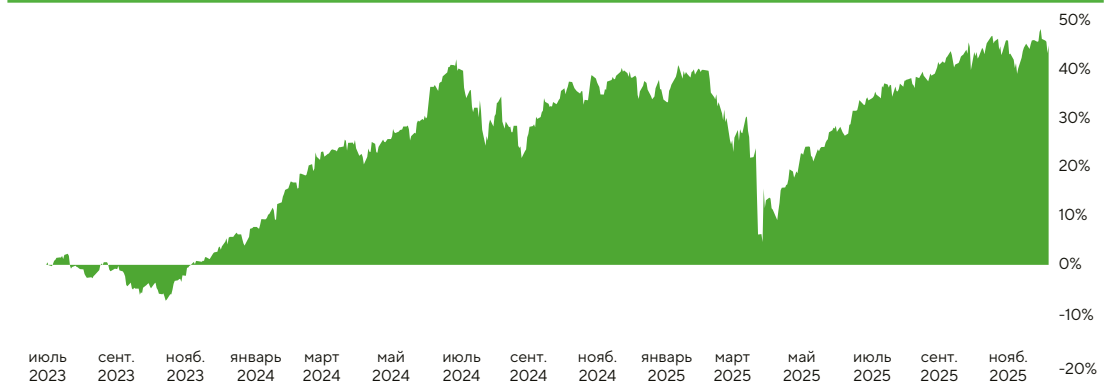
Структура портфеля акций США по факторам
Источник: FactSet, анализ Freedom Broker



Стратегическое вью по активам (на 2026)

	Тактический взгляд (I квартал 2026)	Стратегический взгляд (2026)
Рынок США	Нейтрально-позитивный	Позитивный
ИТ-сектор	Нейтрально-позитивный	Позитивный
Коммуникации	Нейтрально-позитивный	Позитивный
Здравоохранение	Нейтрально негативный	Нейтрально-позитивный
Финансовый сектор	Нейтрально-позитивный	Позитивный
Сектор промышленности	Нейтральный	Нейтрально-позитивный
Сектор недвижимости	Нейтрально-позитивный	Позитивный
Энергетический сектор	Негативный	Негативный
Коммунальные сервисы	Нейтральный	Позитивный
Товары первой необходимости	Нейтральный	Нейтральный
Товары вторичной необходимости	Нейтральный	Нейтральный
Сырьевая промышленность	Позитивный	Позитивный
Облигации		
Облигации (по дюрации)		
«Ультратринные»	Позитивный	Позитивный
«Длинные»	Позитивный	Позитивный
Средние	Нейтрально-позитивный	Нейтрально-позитивный
«Короткие»	Нейтральный	Нейтральный
«Ультракороткие»	Нейтральный	Нейтральный
Облигации (по классу)		
EM HY	Нейтрально негативный	Нейтральный
EM IG	Нейтральный	Нейтрально-позитивный
US HY	Нейтрально негативный	Нейтральный
US IG	Нейтральный	Нейтрально-позитивный

Доходность портфеля с даты основания



Источник: FactSet, анализ Freedom Broker

Состав портфеля и характеристики инвестиционных инструментов

Тикер	Компания	Сектор	Текущая цена (USD)**	Целевая цена (USD)	Ожидаемая див. доходность	Ожидаемая доходность	Бета (β)	Вес
COP-US	ConocoPhillips	Энергетика	92,2	113,8	3,6%	23,4%	0,8	1,19%
COF-US	Capital One Financial Corp	Финансовые услуги	242,8	267,0	1,3%	9,9%	1,5	5,27%
MA-US	Mastercard Incorporated Class A	Финансовые услуги	566,2	660,1	0,6%	16,6%	0,9	6,44%
WMT-US	Walmart Inc.	Товары первой необходимости	114,8	122,3	0,8%	6,5%	0,7	2,03%
AMZN-US	Amazon.com, Inc.	Товары длительного пользования	226,8	297,5	0,0%	31,2%	1,4	4,77%
RCL-US	Royal Caribbean Group	Товары длительного пользования	286,7	329,3	1,2%	14,9%	1,6	2,05%
GDV-US	VanEck Gold Miners ETF	Сырьевая промышленность	85,7	95,5	0,5%	11,5%	0,5	1,15%
TDG-US	TransDigm Group Incorporated	Промышленность	1262,8	1591,1	0,0%	26,0%	0,7	3,22%
WAB-US	Westinghouse Air Brake Technologies Corporation	Промышленность	213,6	234,1	0,5%	9,6%	1,1	2,14%
CBRE-US	CBRE Group, Inc. Class A	Недвижимость	160,6	187,6	0,0%	16,9%	1,0	1,25%
GOOGL-US	Alphabet Inc. Class A	Коммуникации	302,5	334,1	0,3%	10,5%	1,1	5,67%
META-US	Meta Platforms* Inc Class A	Коммуникации	664,5	837,2	0,3%	26,0%	1,4	3,78%
NRG-US	NRG Energy, Inc.	Коммунальные услуги	154,6	212,4	1,1%	37,3%	1,9	1,53%
ABBV-US	AbbVie, Inc.	Здравоохранение	222,8	250,5	3,1%	12,4%	0,3	2,05%
ELV-US	Elevance Health, Inc.	Здравоохранение	344,6	384,1	2,0%	11,4%	0,3	3,03%
AMGN-US	Amgen Inc.	Здравоохранение	324,4	332,6	3,1%	2,5%	0,3	3,46%
AVGO-US	Broadcom Inc.	ИТ	329,9	461,6	0,8%	39,9%	2,2	7,12%
NVDA-US	NVIDIA Corporation	ИТ	174,1	259,4	0,0%	49,0%	1,9	7,12%
TSM-US	Taiwan Semiconductor Manufacturing Co., Ltd. Sponsored ADR	ИТ	284,7	357,6	0,9%	25,6%	1,5	7,12%
MSFT-US	Microsoft Corporation	ИТ	484,0	630,3	0,8%	30,2%	1,0	7,12%
IJR-US	iShares Core S&P Small Cap ETF	ETF (малые компании)	122,1	142,9	1,4%	17,0%	1,0	6,50%
IJH-US	iShares Core S&P Mid-Cap ETF	ETF (средние компании)	66,3	77,0	1,3%	16,2%	0,9	3,00%
	Спекулятивные идеи					16,2%		13,00%

Спекулятивные идеи

Тикер	Компания	Сектор	Текущая цена (USD)**	Целевая цена (USD)	Стоп-лосс	Ожидаемая доходность	Горизонт	Вес
QBT-US	D-Wave Quantum Inc.	ИТ	24,9	33,4	20,3	34,0%	17.02.2026	3,50%
GLD-US	SPDR Gold Shares	ETF на золото	398,6	430,0	385,0	7,9%	18.02.2026	3,50%
PSCI-US	Invesco S&P SmallCap Industrials ETF	Промышленность	154,0	170,0	143,0	10,4%	18.02.2025	3,50%
DG-US	Dollar General Corporation	Товары первой необходимости	136,7	152,0	128,0	11,2%	18.02.2025	2,50%

*по состоянию на конец торговой сессии 18 декабря 2025 года. Источник: FactSet, анализ Freedom Broker

**Деятельность Meta Platforms Inc. по реализации продуктов Facebook и Instagram на территории Российской Федерации запрещена по основаниям осуществления экстремистской деятельности.



Лучшие акции Топ-14 самых перспективных идей на 2026 год



Михаил Денисламов,
заместитель директора аналитического
департамента Freedom Finance Global

ИТ-сектор (вью нейтрально-позитивное)



NVIDIA Corporation (NVDA), целевая цена — \$250

Ключевой бенефициар глобального ИИ-тренда, разрабатывающий критически важные компоненты аппаратного обеспечения и программной платформы для передовых дата-центров, робототехники, автономных систем и генеративного ИИ. Fabless-модель с высокой валовой маржей обеспечивает масштабируемость и позволяет стабильно инвестировать в НИОКР и стратегические направления, что обеспечивает эмитенту технологическое лидерство. Портфель заказов компании на годы вперед отражает устойчивый спрос со стороны гиперскейлеров и правительств, вкладывающих миллиарды в создание ИИ-инфраструктуры. Дополнительную поддержку будущему росту создают инвестиции NVIDIA в направления квантовых вычислений, робототехники и других передовых технологий. Мы считаем, что NVIDIA находится на раннем этапе многолетнего инвестиционного цикла в ИИ и остается лидером в области высокопроизводительных вычислений.

Коммуникационный сектор (вью нейтрально-позитивное)



Meta Platforms* Inc. (META) Class A, целевая цена — \$800

Одна из крупнейших технологических компаний мира, специализирующаяся на социальных сетях, цифровой рекламе, а также на ИИ-решениях. Владеет Facebook, Instagram, WhatsApp и Messenger — платформа-

ми с более чем 3,3 млрд ежедневных пользователей. Основной источник дохода корпорации — реклама. Кроме того, активно развиваются новые бизнес-направления, включая генеративный ИИ и дополненную реальность. Meta инвестирует значительные средства в ИИ, разрабатывая открытую модель Llama и внедряя соответствующий контент в свои соцсети и прочие продукты. Данные технологии позволяют существенно повысить вовлеченность пользователей и эффективность рекламы. Meta совместно с Broadcom ведет разработку собственных чипов для дата-центров, которые позволят повысить эффективность ее вычислительной инфраструктуры и снизить зависимость от NVIDIA и других поставщиков. В ближайшие годы компания способна продемонстрировать двузначные темпы роста выручки, а ее EPS будет увеличиваться в среднем на 21% в год.

Финансовый сектор (вью нейтрально-позитивное)

BlackRock

BlackRock, Inc. (BLK), целевая цена — \$1255

Крупнейшая в мире корпорация по управлению активами. Фонд лидирует в сегменте ETF благодаря использованию платформы iShares и преимуществ уникальной технологической инфраструктуры Aladdin. Бизнес-модель построена на масштабе и диверсификации: AUM компании достиг рекордных \$13,5 трлн (+17% г/г), а стратегические приобретения GIP и HPS существенно усиливают ее позиции в альтернативных инвестициях и частном кредитовании, открывая доступ к быстрорастущим сегментам рынка с более высокой маржинальностью. Сочетание масштабной платформы iShares, технологического лидерства (Aladdin, Preqin) и экспансии в альтернативных направлениях активов создает долгосрочный потенциал для опережающего роста выручки и прибыли.

*Деятельность Meta Platforms Inc. по реализации продуктов Facebook и Instagram на территории Российской Федерации запрещена по основаниям осуществления экстремистской деятельности.

Здравоохранение (вью нейтрально-негативное)

smartvest

Electromed, Inc. (ELMD), целевая цена — \$34

Разработчик физиотерапевтических систем SmartVest для очищения дыхательных путей. Компания демонстрирует устойчивый рост выручки за счет развития продаж через медицинские учреждения и дистрибуторов. Высокая операционная эффективность и контроль затрат позволяет последовательно наращивать операционную маржу. Продуктивность команды прямых продаж, внедрение новой CRM и системы электронных назначений открывает перед эмитентом возможности для дальнейшего увеличения доходов. Проникновение на нишевом целевом рынке также оставляет пространство для роста доли рынка Electromed на горизонте двух-трех лет.

Автомобильная промышленность (вью нейтральное)

STELLANTIS

Stellantis N.V. (STLA), целевая цена — \$12,3

Один из ведущих автопроизводителей в Северной Америке и Европе, владеющий широким портфелем брендов, включая Jeep, Fiat, Peugeot, Maserati, Dodge, Opel и Chrysler. Stellantis входит в мировой топ-5 по объему поставок легковых автомобилей. Около 45% ее выручки формируется в Северной Америке. В 2024 году компания столкнулась со снижением продаж, однако после перестановок в менеджменте, сокращения запасов и обновления модельной линейки появились признаки восстановления поставок. По итогам года на рынок может быть выведено до десяти новых моделей. Менеджмент автогиганта прогнозирует на второе полугодие рост выручки к результату за январь – июнь. Наш ориентир по выручке Stellantis — 75,1 млрд евро (+4,5% г/г), по чистой прибыли — 0,7 млрд евро против убытка годом ранее. Полагаем, что отчет за второе полугодие 2025 года будет позитивно воспринят рынком в случае подтверждения постепенного восстановления финансовых результатов. В этом случае акции эмитента способны подняться в район \$12,3.

Возобновляемые источники энергии (вью позитивное)

First Solar, Inc. (FSLR), целевая цена — \$310

Лидер по производству солнечных модулей в Северной Америке. Продукция компании используется преимущественно при реализации крупных проектов коммунального масштаба. Выручка эмитента надежно обеспечена большим объемом невыполненных заказов, составляющих 54,5 ГВт при ежеквартальном производстве около 4 ГВт. Даже при переносе или отмене ряда контрактов First Solar способна сохранить высокий доход. Компания проводит стратегию наращивания производственных мощностей в США. Ее новое предприятие в Алабаме вышло на проектную мощность, хотя испытывает некоторые сложности с цепочками поставок. First Solar приступила к выпуску своей продукции на заводе в Луизиане. Мы по-прежнему рассчитываем, что в начале 2026 года производственные мощности эмитента на внутреннем рынке увеличатся с 10 ГВт до 14 ГВт.

Сектор промышленности (вью нейтральное)

Johnson Controls International plc (JCI), целевая цена — \$132

Занимается поставкой различных видов оборудования для зданий, передовых решений для энергетической отрасли, транспортных систем нового поколения. Компания завершила масштабную трансформацию путем продажи корпорации Bosch своего сегмента по производству бытовых кондиционеров. Теперь бизнес сосредоточен в сегменте умных зданий и дата-центров. Огромный приток наличных от сделки (\$6,7 млрд) и ставка на системы охлаждения для ИИ-серверов создают идеальные условия для переоценки мультипликаторов. Johnson Controls анонсировала масштабную программу обратного выкупа акций, что существенно ее увеличит EPS за счет сокращения количества бумаг в обращении.



Сектор недвижимости (вью нейтрально-позитивное)

MILLROSE PROPERTIES

Millrose Properties Inc. (MRP) Class A,
целевая цена — \$40

Фонд недвижимости (REIT), который работает в сфере земельного банкинга, предоставляя капитал застройщикам жилья. Бизнес компании построен на двухкомпонентной модели. Фонд приобретает участки, финансирует их подготовку, а затем получает выплаты и выкуп земли по заранее установленной цене по мере продажи домов. Это позволяет компании сочетать рентный доход с прибылью от девелоперских активов. В третьем квартале выручка Millrose достигла \$179,3 млн, скорректированный операционный денежный поток (AFFO) составил \$122,5 млн. Фонд успешно разместил облигации на сумму \$2 млрд и увеличил ликвидность до \$1,6 млрд, что позволило повысить прогноз новых сделок до \$2,2 млрд благодаря стабильному спросу со стороны застройщиков. Инвестиционный кейс основан на уникальной модели, устойчивом партнерстве с Lennar, расширении клиентской базы, реализации проектов по строительству с целью сдачи недвижимости в наем (Build-to-Rent) и высокой дивидендной доходности (9,2%). Кроме того, эмитент недооценен по мультипликаторам. Его EV/EBITDA NTM составляет 10,8х при среднем по сектору уровне 14,5х. Это означает дисконт 25,5% и формирует потенциал роста акции около 26,1%.

Энергетический сектор (вью негативное)



ONEOK, Inc. (OKE), целевая цена — \$82

Располагает мощной инфраструктурой для добычи, транспортировки, переработки и хранения газа, нефти и нефтепродуктов. Существенный рост спроса и цен на газ и газовый конденсат в зимний период из-за необходимости отопления помещений повышает привлекательность акций этой компании для инвестиций. Снижение ключевой ставки ФРС в 2025–2026 годах увеличивает спрос на бумаги с высокой дивидендной доходностью, а ONEOK это позволит сократить

процентные расходы. Дивиденд компании за III квартал был сохранен на уровне \$1,03 на акцию с впечатляющей доходностью к текущим котировкам на уровне 5,7%. На наш взгляд, менеджмент повысит дивиденд как минимум до \$1,05 по итогам четвертого квартала. Объем долговых обязательств компании по состоянию на 30 сентября составлял внушительные \$33,7 млрд.

Коммунальные сервисы (вью нейтральное)



Unitil Corporation (UTL), целевая цена — \$55

Специализируется на распределении электроэнергии и природного газа для более чем 198 тыс. клиентов в Нью-Гэмпшире, Массачусетсе и Мэне. Компания активно расширяет бизнес за счет стратегических приобретений. В 2025 году Unitil завершила интеграцию с Bangor Natural Gas и Maine Natural Gas и получила одобрение на покупку трех компаний Aquarion Water, увеличив клиентскую базу до 236 тыс. и добавив свыше \$220 млн к тарифной базе. Unitil поддерживает высокую финансовую дисциплину и проводит привлекательную для инвесторов дивидендную политику. Недавно квартальная выплата была повышена на 5,9% год к году, до \$0,45 на акцию, что продолжило многолетнюю историю стабильного увеличения объема распределяемой прибыли. Проводить эту политику Unitil позволяет устойчивая бизнес-модель и консервативный коэффициент выплат (около 60% прибыли). Это обеспечивает высокий уровень безопасности дивидендов и сохраняет пространство для их дальнейшего повышения.

Товары первой необходимости (вью нейтральное)



Target Corporation (TGT), целевая цена — \$145

Котировки Target Corporation упали до пятилетних минимумов на фоне продолжающегося ухудшения операционных показателей. В III квартале выручка ретейлера снизилась на 1,9% г/г. Умеренное сокращение

продаж зафиксировано в основных сегментах товаров вторичной необходимости. Рентабельность уменьшилась примерно на 1 п.п. Менеджмент пересмотрел вниз прогноз скорректированной EPS до \$7–8,8. При этом онлайн-продажи в отчетном периоде выросли на 2,4% г/г, а их доля в общем результате расширилась до 19,3%. Доставка в день заказа доступна 80% населения США, ее объемы выросли на 35%. Компания развивает партнерство с OpenAI, рассчитывая на усиление роли ИИ в онлайн-торговле. Акции TGT выглядят перепроданными: форвардный P/E составляет всего 11. При этом руководство розничной сети делает ставку на цифровизацию и планирует к 2030 году довести товарооборот (GMV) Target Plus до \$30 млрд.

Товары вторичной необходимости (вью нейтральное)



lululemon athletica inc. (LULU), целевая цена — \$280

Акции Lululemon снижаются на протяжении почти двух лет, за которые капитализация эмитента сократилась примерно на 65%. Основным негативным сигналом стало замедление роста продаж в Северной Америке почти до нуля. Менеджмент пересмотрел ориентиры и ожидает дальнейшего снижения показателей в этом регионе. При этом объемы реализации в Китае за II квартал увеличились на 25% г/г, совокупный результат за пределами домашнего рынка вырос на 19% г/г. Доля международных продаж достигла 15%. Рентабельность изменилась незначительно: валовая, операционная и чистая маржа компании составили 58,5%, 20,7% и 14,7% соответственно. Это обеспечивает Lululemon лидерство в секторе по данным показателям. Рентабельность собственного капитала (ROE) составляет 42%. По форвардному мультипликатору P/E эмитент оценивается всего в 14,4 при 25–29 по аналогам.



Сырьевая промышленность (вью позитивное)



MP Materials Corp Class A (MP), целевая цена — \$75

Американский производитель редкоземельных металлов работает над восстановлением внутренней цепочки поставок. Компания владеет единственным крупным интегрированным объектом по добыче и переработке РЗЭ в Северной Америке — рудником Mountain Pass в Калифорнии. Здесь добывается неодим-празеодин (NdPr) — ключевой компонент для постоянных магнитов в электромобилях, оборонных системах, турбинах и электронике. Компания расширяет возможности по переработке и выпуску магнитов, усиливая контроль над цепочкой стоимости. Бизнес выигрывает от устойчивого спроса США на поставки вне Китая. Трудности, с которым столкнулся конкурент MP Materials Lynas Rare Earths (снижение объемов производства из-за перебоев с электроэнергией и сокращение выпуска смешанного карбоната РЗЭ примерно на 30%) потенциально выгодны MP с учетом глобальной диверсификации поставок.

Китайские акции (вью позитивное)



Tencent Holdings Ltd Un-sponsored ADR (TCEHY), целевая цена — \$95

Смягчение пошлин США и ожидаемое стимулирование внутреннего потребления со стороны государства благоприятны для направления финтех-услуг Tencent. Усиление спроса китайского бизнеса на ИИ-вычисления повысит востребованность облачных сервисов технологического гиганта. При этом умеренные инвестиции в ИИ с целью повышения эффективности существующих направлений бизнеса без развития новых сегментов с учетом рисков высокой конкуренции и неопределенных перспектив позволяют Tencent не только поддерживать активный рост выручки, но и сохранять высокий уровень маржинальности. Дополнительным фактором долгосрочного улучшения результатов компании является продолжающаяся экспансия на международный игровой рынок и успешное развитие в секторе маркетинговых услуг KHP.



Итоги рынка IPO 2025 года

Горизонт проясняется

Благоприятная конъюнктура и эффект отложенного спроса создают возможности для роста количества и объема первичных размещений акций



Ерлан Абдикаримов,
директор департамента
финансового анализа
Freedom Broker

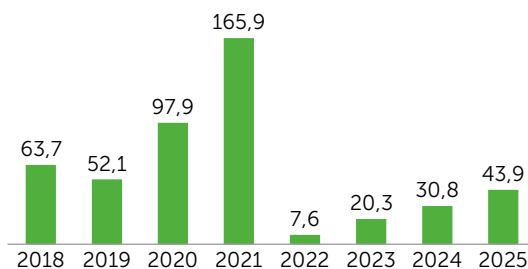
В 2025 году рынок IPO в США продолжил восстанавливаться после спада в 2022-м. С начала января по 19 декабря общий привлеченных в результате размещения акций средств составил \$43,9 млрд против \$30,78 млрд за сопоставимый период 2024-го. Число биржевых дебютов также превзошло прошлогодние показатели. Этой динамике не помешал рекордный по продолжительности шатдаун, из-за которого, в частности, был приостановлен процесс одобрения новых размещений, перенесенных вследствие этого на 2026 год. В целом интерес инвесторов к IPO продолжает усиливаться на фоне позитивной динамики основных фондовых индексов и уменьшения макроэкономических рисков, в том числе связанных с неопределенностью политики ФРС.

Значительно выросло число крупных размещений: в 2024-м IPO объемом свыше \$1 млрд провели пять эмитентов, а в 2025-м — девять. Средняя сумма привлеченных средств увеличилась с \$173 млн до \$196 млн соответственно. В декабре 2025 года Medline провела размещение, по итогам которого привлекла \$6,265 млрд. В первый день торгов ее капитализация взлетела на 41,37%, сигнализируя об активном восстановлении рынка.

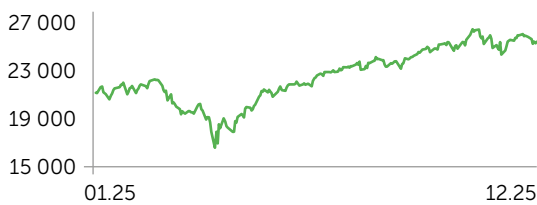
На текущий момент можно ожидать продолжения его роста в 2026 году, так как макроэкономическая ситуация становится более благоприятной. Инфляция продолжает замедляться, ФРС планирует продолжение смягчения монетарной политики, что повышает интерес инвестсообщества к риску.

В период спада на рынке первичных размещений сформировался значительный отложенный спрос. Его реализация в 2026 году с большой вероятностью вернет активность IPO на уровни 2021-го. По прогнозу экспертов PWC, на текущий момент к размещению готовы некоторые из более 800 компаний с оценкой более \$1 млрд. Реализация планов по получению публичного статуса SpaceX, OpenAI или Antropic способна придать рынку IPO мощный импульс для дальнейшего восстановления.

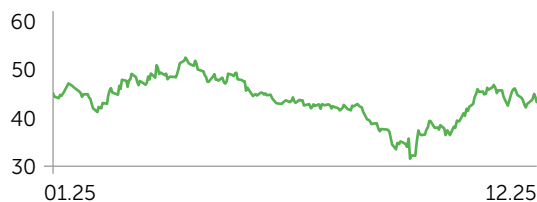
Самыми популярными в 2026 году будут компании, связанные с инфраструктурой для ИИ и центров обработки данных, а также представители высокотехнологического сектора. Тем не менее отметим, что инвесторы по-прежнему весьма тщательно подходят к выбору акций для вложений и к их оценке. Приоритет будет отдаться эмитентам, демонстрирующим стабильный рост выручки и убедительные перспективы выхода на прибыльность.



Привлеченный капитал, \$ млрд



Изменения индекса NDX за год



Изменения индекса ETF IPO за год

Прогнозы на 2026 год

В ожидании звездных дебютов

Топ-3 самых интересных из планируемых
в 2026 году размещений

**Дата основания:**

2015 год

Последняя оценка:

\$500 млрд

Выручка за 2025 год:

\$13 млрд

OpenAI была основана в 2015 году, она занимается исследованиями и разработками в области искусственного интеллекта. Ее ключевые продукты — это семейство языковых моделей GPT, мультимодальные системы, а также сервис ChatGPT, используемый миллионами людей по всему миру для обучения, работы, творчества и решения повседневных задач. Технологии OpenAI применяются в бизнесе, образовании, программировании, науке и креативных индустриях. Менеджмент компании уделяет особое внимание вопросам этики, безопасности и ответственности при разработке ИИ, активно исследуя способы контроля и выравнивания интеллектуальных систем с человеческими ценностями.

**Дата основания:**

2002 год

Последняя оценка:

\$800 млрд

Выручка в 2025 году:

\$15 млрд

SpaceX — частная аэрокосмическая компания, основанная в 2002 году Илоном Маском. Ключевые разработки SpaceX — это ракеты Falcon 9 и Falcon Heavy, а также пилотируемый космический корабль Crew Dragon, используемый для доставки астронавтов и грузов на Международную космическую станцию. Одним из важнейших проектов компании является система Starship — многоразовый космический корабль, предназначенный для межпланетных миссий и полетов на орбиту. Кроме того, SpaceX развивает глобальную спутниковую сеть Starlink, обеспечивающую высокоскоростной доступ к интернету даже в самых труднодоступных регионах мира.

ANTHROPIC

Дата основания:

2021 год

Последняя оценка:

\$183 млрд

Выручка в 2025 году:

\$9 млрд

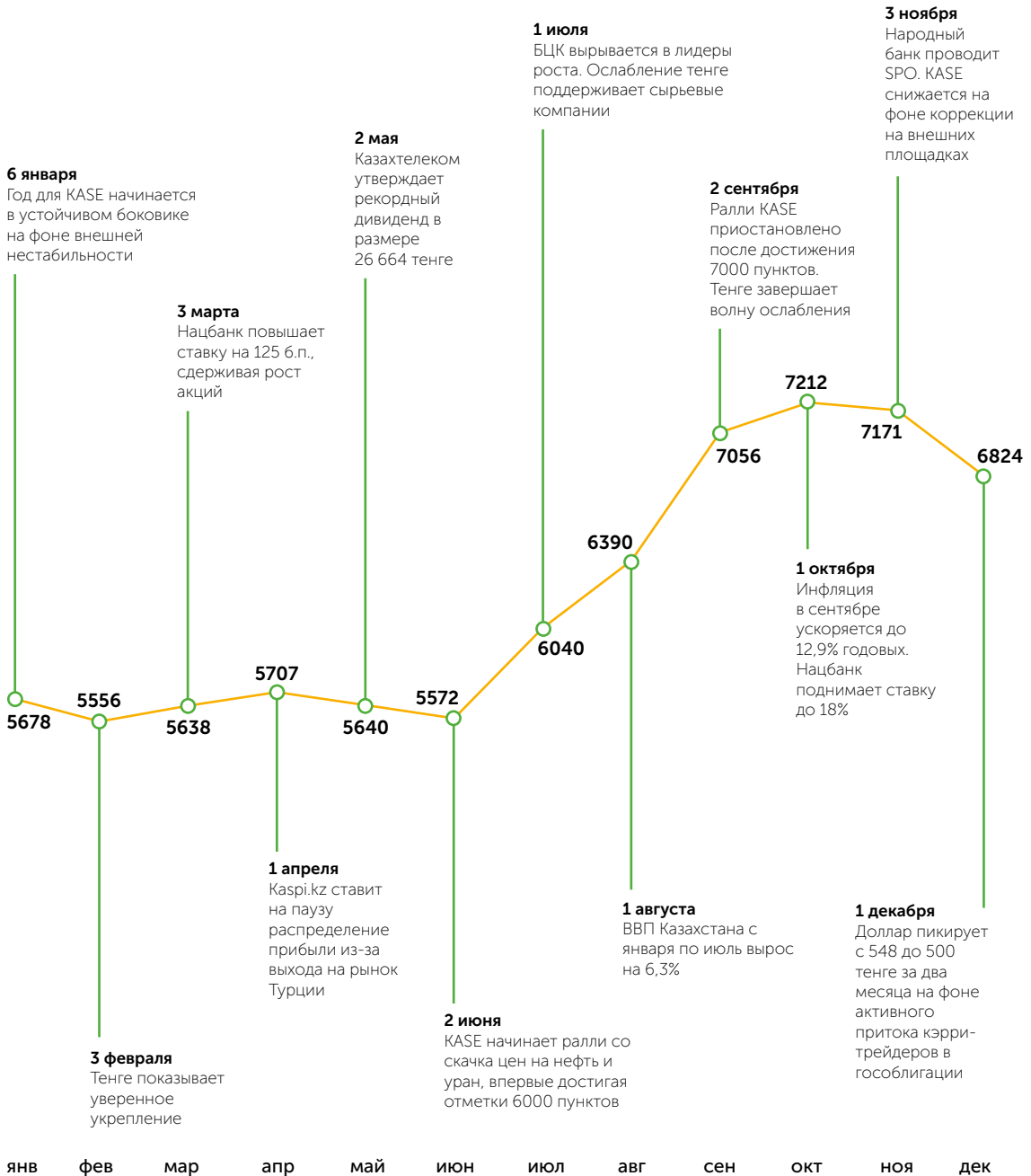
Anthropic — основанный в 2021 году выходцами из OpenAI разработчик решений в области искусственного интеллекта, в первую очередь семейства языковых моделей Claude. Эти модели предназначены для анализа информации, ведения диалогов, работы с документами и поддержки бизнес-процессов. Линейка Claude отличается выверенностью, прозрачностью и ориентированностью на полезное взаимодействие с пользователем. Anthropic активно сотрудничает с крупными технологическими и научными организациями и разрабатывает подход Constitutional AI — метод обучения ИИ на основе набора принципов, направленных на снижение рисков и повышение ответственности моделей.

*данные взяты из открытых источников



Рынок Казахстана в 2025 году

Индекс KASE



Рынок Казахстана. Итоги 2025 года Гонка за лидером



Ансар Абуев,
аналитик департамента
финансового анализа
Freedom Broker

Динамика рынка в цифрах

KASE смог обогнать S&P 500

С начала 2025 года по середину декабря ключевой индекс казахстанского фондового рынка поднялся уже на 26,1%. Напомним, что годом ранее он прибавил 32,5%. Однако в 2024-м тенге, в котором торгуются все входящие в KASE акции, ослаб на 14,8%. В результате в пересчете на доллар доходность бенчмарка составила лишь 15,5%, оказавшись меньше результата S&P 500. В текущем году тенге укрепился на 1,7%, обеспечив долларовую доходность индекса около 28,2% при 15,9% по S&P 500 и 27,7% по индексу развивающихся рынков от MSCI. Таким образом, в 2025-м казахстанские биржевые инструменты были на одной волне с сопоставимыми фондовыми площадками, испытывая позитивное влияние снижения ставок в США. Другим положительным триггером для биржевых котировок была внутренняя экономическая составляющая. За январь – октябрь ВВП Казахстана поднялся на 6,4%, производство товаров увеличилось на 8,2%, сектор услуг вырос 5,3%, несмотря на падение цен на нефть на 19% с начала года. Интересным моментом стал рост денежной массы в стране, что, вероятно, является последствием освоения бюджета, который активно пополнялся деньгами за счет продаж долларов из Нацфонда. Мы полагаем, что оседавшие в экономике средства также способствовали повышению инвестиционной активности граждан, но одновременно разгоняли инфляцию.

Вызовы 2025 года

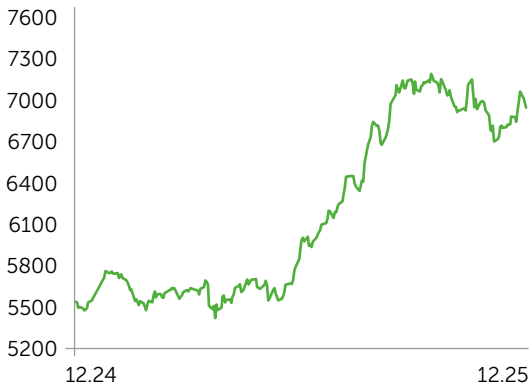
Сложности для участников рынка были связаны с такими факторами, как пара ставка/инфляция, а также усиление корреляции с внешними фондовыми площадками. Инфляция стабильно росла практически с самого начала января, достигнув пика в 12,9% в сентябре. Базовая ставка при этом поднималась лишь дважды, зато весьма заметно — на 125 базисных пунктов в марте и на 150 в октябре. После второго повышения «ключа» ралли KASE сразу же прекратилось, тенге начал укрепляться, а рынок гособлигаций заполнили иностранные инвесторы, жаждавшие получить прибыль за счет большой разницы ставок (операций кэрри-трейд). В этом плане ситуация была похожа на старт 2023 года, когда после прохождения пикового значения инфляции на торгах номинированными в тенге госбондами появилось большое количество нерезидентов, банков и остальных участников рынка, рассчитывавших на повышение стоимости этих бумаг из-за падения доходностей.

Динамика акций и ГДР

Акция	Значение		Изменение
	31.12.24	15.12.25	
Индекс KASE	5 578,10	7 031,64	26,1%
БЦК (CCBN)	2 186,99	4 718,98	115,8%
Казмунайгаз (KMGZ)	14 621,00	21 634,79	48,0%
Казатомпром (KZAP)	20 217,80	29 750,00	47,1%
Народный банк (HSBK)	256,41	358,00	39,6%
Казтрансойл (KZTO)	820,00	923,00	12,6%
Air Astana (AIRA)	819,99	885,00	7,9%
Kcell (KCEL)	3 397,15	3 406,00	0,3%
KEGOC (KEGC)	1 527,00	1 456,98	-4,6%
Казахтелеком (KZTK)	43 778,32	41 390,00	-5,5%
Kaspi.kz (KSPI)	54 540,00	40 192,17	-26,3%
Депозитарные расписки			
Казатомпром (GDR)	37,75	56,00	48,3%
Народный банк (GDR)	19,44	28,50	46,6%
Air Astana (GDR)	6,11	6,88	12,6%
Kaspi.kz (ADS)	94,71	76,44	-19,3%



Динамика индекса KASE, 1 год



Динамика USD/KZT, 1 год



Что касается увеличения корреляции с внешними рынками, то, на наш взгляд, KASE «укрепил связи» с индексами США и Европы. Местные инвесторы отыгрывали позитив ИИ-тренда, а также распродавали акции при любом всплеске опасений по поводу появления пузыря в данном секторе. Кроме того, ситуация на западных биржах отражалась на KASE через бумаги, торгуемые в Лондоне и Нью-Йорке, то есть через ГДР Казатомпрома и Народного банка, а также ADS Kaspi.kz.

Лидеры роста и снижения. Банк Центркредит четвертый год подряд становится наиболее доходной идеей на локальном рынке. Его акции подорожали на 108%, притом что рост котировок ближайшего конкурента по доходности оказался вдвое ниже. Финансовые показатели банка с I по III квартал оставались сильными. Его процентные доходы обновляли максимумы, маржа чистой прибыли держалась в пределах 30–40%, кредитный портфель рос, особенно в III квартале. Мультипликаторы компании оставались привлекательными, отражая сильную рентабельность бизнеса. Однако, как это бывало и в предыдущих периодах, цена частенько заметно обгоняла фундаментальные показатели и не всегда это происходило по очевидным причинам.

Второй результат в составе KASE показал **Казатомпром**, чьи акции поднялись на 54%. Тройку лидеров замкнул **Казмунайгаз** с ростом на 49%. Что примечательно, в обоих случаях цены на производимое эмитентами сырье не смогли обеспечить котировки позитивными драйверами. Нефть к середине декабря скорректировалась на 14,6%, а уран подорожал лишь на 4,7%. Более значимым для Казатомпрома стало то, что он неожиданно оказался бенефициаром бума в сфере ИИ. Соответствующие технологии характеризуются высоким энергопотреблением, и на этом фоне атомная энергетика получила мощный импульс для развития. Что касается Казмунайгаза, то с марта по конец июля его котировки поднимались за счет ослабления тенге. Однако, когда в четвертом квартале тенге начал расти, бумаги нефтяной компании отреагировали на это лишь незначительным снижением. Аутсайдером на локальном рынке стали акции **Kaspi.kz**. В целом мы не можем сказать, что финансовые показатели компании в Казахстане ухудшились. Однако взятая финтехом на себя ответственность за развитие бизнеса в Турции после покупки местных маркетплейса и банка были скептически оценены биржевыми игроками. Долгосрочные перспективы этих проектов связаны с рисками и неопределенностью, обусловленными непростой ситуацией в экономике страны. Дополнительное давление на Kaspi.kz оказали и регуляторные действия правительства в виде создания единого QR для оплаты, а также планы ужесточения регулирования в сфере потребительского кредитования.

Динамика тенге

В 2025 году тенге продемонстрировал две крупные волны укрепления. Первая продолжалась с конца января до начала марта, будучи банально обусловленной налоговым периодом и укреплением рубля. Вторая длилась с октября по ноябрь и имела под собой три основных драйвера:

1. Продажи иностранной валюты Нацбанком. За ноябрь регулятор продал \$600 млн из Нацфонда, провел зеркальные операции на \$926 млн и получил еще \$390 млн от продажи бумаг квазигоссектора. С учетом налогового периода совокупное давление таких сделок общим объемом около \$1,9 млрд было крайне высоким.

2. Активность нерезидентов на рынке кэрри-трейд. По различным источникам, в ноябре нерезиденты вложили в казахстанские гособлигации порядка \$0,8–1,5 млрд, стремясь заработать на разнице ставок США и Казахстана. Повышение Нацбанком базовой ставки до 18% усилило приток средств.

3. Жесткие монетарные условия и высокая инфляция. Текущий уровень ставки ЦБ одновременно привлекает нерезидентов в доходные облигации, номинированные в тенге, и сдерживает инфляцию. Вероятно, власти целенаправленно стимулировали уменьшение инфляционных ожиданий, для чего содействовали укреплению нацвалюты, а также заморозили тарифы ЖКХ и цены на ГСМ. Инфляция действительно замедлилась с 12,9% в сентябре до 12,4% в ноябре.

Примечательно, что летом пара USD/KZT пережила сезонное ослабление, которое усугубилось негативным прогнозом самого правительства на 2026 год на уровне 540 тенге за доллар. На этом фоне гринбек почти дошел до 550 в паре с казахстанской валютой, что соответствовало нашему ориентиру на текущий год.

Рынок Казахстана в 2026 году.

Равнение на ДКП

Макроэкономические ориентиры

Конъюнктура рынка

Предполагаем, что в 2025 году основными темами для финансового рынка страны стали борьба с инфляцией, фискальная политика и сокращение дефицита бюджета. На данный момент снижение индекса потребительских цен (ИПЦ) можно назвать условным, поскольку, как мы уже упомянули выше, оно было достигнуто путем заморозки тарифов ЖКХ и цен на ГСМ. Причем достигнутый этим способом результат мы пока не можем назвать удовлетворительным. Когда рынки будут уверены в том, что инфляция последовательно замедляется и регулятор намерен снижать ставки, покупатели вернуться в акции, а индекс KASE продолжит обновлять исторические максимумы. Учитывая жесткую риторику Нацбанка после последних решений, вероятнее всего, к снижению ставки он вернется в апреле. Подобным образом регулятор вел себя в 2023 году, хотя тогда действовал менее масштабно. С учетом сказанного рост индекса из-за смягчения ДКП может как раз прийтись на предшествующий выплатам дивидендов период. В этом случае цены на бумаги вырастут, а дивидендная доходность снизится вместе с рыночными ставками. Мы ожидаем, что инфляция по итогам 2026 года замедлится до 10,5–11%, а базовая ставка может быть пересмотрена до 16%.

Вероятные риски

Уже сейчас становится понятно, что рост экономики в будущем году замедлится. Если в ноябре 2025 года ВВП увеличился на 6,4%, то на 2026-й мы прогнозируем его повышение на 5%. Продолжению набранных в текущем году темпов будет мешать эффект высокой базы двух предыдущих лет, а также ослабление фискальных стимулов. Сырьевой сектор останется главным локомотивом роста, однако для него будет по-прежнему характерна неустойчивость цен и зависимость экспорта от российской инфраструктуры.

Негативным внешним фактором способна стать повышенная волатильность на мировых рынках, которая провоцируется политическими решениями и влиянием ситуации в сфере ИИ-технологий. Учитывая усиление корреляции между KASE и S&P 500 в конце 2025 года, мы полагаем, что рост или падение ведущих мировых индексов могут затронуть казахстанский бенчмарк, в первую очередь через ГДР и ADS локальных эмитентов.

Валютным риском для рынка акций, как ни странно, выступает укрепление тенге. Его продолжение может быть обеспечено ростом экономики, пусть и менее интенсивным, а также снижением дефицита бюджета и высокой базовой ставкой. Ослаблению нацвалюты будут способствовать возможный выход нерезидентов из гособлигаций во второй половине года, а также потенциальная девальвация рубля.

Потенциал роста

На текущий момент фундаментальный потенциал роста для KASE составляет около 11%. Однако учитывая, что после удачных отчетов целевые значения акций могут быть пересмотрены в сторону повышения, мы полагаем, что в наступившем году бенчмарк поднимется на 15–25%.



Эмитент	Значение на 18.12.2024	Текущая фундаментальная цель	Доля в индексе	Потенциал роста
KASE	7032	6 157		11,0%
Air Astana	885	960,0	5,8%	8%
БЦК (CCBN)	4719	4800,0	14,3%	2%
Народный банк (HSBK)	358	460	15,9%	28%
Kcell (KCEL)	3406	1490,0	11,2%	-56%
KEGOC (KEGC)	1457	1930	3,0%	32%
Казмунайгаз (KMGZ)	21635	23200,0	14,8%	7%
Kaspi.kz (KSPI)	40192	49400	15,2%	23%
Казатомпром (KZAP)	29750	27900,0	13,8%	-6%
Казакхтелеком (KZTK)	41390	37900	4,2%	-8%
Казтрансойл (KZTO)	923	1190,0	1,8%	29%

Топ-3 наиболее интересных для покупки акций

1. Народный банк (HSBK) остается лучшим выбором для портфеля инвестора на рынке Казахстана. Уверенные темпы генерации средств относительно размера капитализации эмитента, постоянно улучшающиеся финансовые и операционные показатели, сохраняющийся долгосрочный растущий тренд и самые высокие по индексу KASE дивиденды являются отличительными качествами акций банка. Потенциал их роста на горизонте 12 месяцев составляет 28%.

3. Казтрансойл (KZTO) завершает период высоких капитальных затрат, так как строительство водовода Астрахань—Мангышлак близко к окончанию. Квартальная выручка компании обновляет рекорды. Продолжается рост чистой прибыли, которая в годовом выражении достигла максимума с 2021 года. Повышаются тарифы на переработку нефти, что позитивно сказывается на свободном денежном потоке, способствуя улучшению денежной позиции компании. Все это увеличивает вероятность возвращения Казтрансойла в топ-3 дивидендных компаний в следующем году. Прогнозируем выплаты в пределах 100–110 тенге на акцию. Потенциал роста котировок эмитента на 12-месячном горизонте оцениваем в 29%.

3. Solidcore Resources (CORE) владеет двумя основными золоторудными проектами Казахстана, стабильно работающими на протяжении нескольких лет. Главный актив — рудник Кызыл с доказанными и вероятными запасами золота около 10 млн унций и относительно низкой себестоимостью добычи. Также компании принадлежит Варваринский хаб, включающий несколько месторождений с совокупными запасами свыше 2 млн унций золота и около 47 тыс. тонн меди. Кроме того, в собственности Solidcore есть доля в проекте Сырымбет, где в будущем планируется производство олова. На наш взгляд, золото сохранит инвестиционную привлекательность в 2026 году, поскольку инвесторы начали видеть все больше рисков коррекции в секторе искусственного интеллекта, в том числе из-за крупных капитальных затрат, которые компании несут на развитие этой сферы. Потенциал роста акции Solidcore на перспективу ближайших 12 месяцев — 24%.



Рынок Узбекистана. Итоги 2025 года Точка сборки



Борис Бондарь,
инвестиционный аналитик
Freedom Broker Uzbekistan

2025 год стал для рынка акций Узбекистана периодом стабилизации. После глубокой коррекции в 2024-м, когда индекс **Tashkent Stock Market Index (TSMI)** опустился на **32,4%**, ему удалось восстановиться на 7,9% и достигнуть 15,75 трлн сумов (\$1,3 млрд). Движение бенчмарка было неоднородным: снижение в начале года сменилось ростом во втором полугодии на фоне ротации компонентов, концентрации ликвидности и выборочного интереса инвесторов к отдельным эмитентам.

Из девяти ключевых компаний в составе индекса положительную динамику по итогам года продемонстрировали пять эмитентов. Совокупный объем торгов акциями, входящими в TSMI, составил 135,03 млрд сумов. Значительная часть оборота (~34% на каждого эмитента) была сосредоточена в бумагах **Хамкорбанка (НМКВ)** и **Алокабанка (АЛКВ)**.

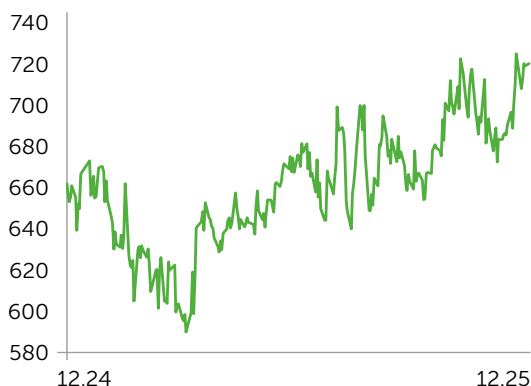
В первой половине года рост индекса был обеспечен преимущественно компаниями, находившимися в стадии переоценки после слабых результатов. Характерным примером стали акции **Торгового комплекса Чиланзар (СВСК)**, которые после снижения на 23,4% годом ранее затем прибавили в цене 134,7%. До конца мая позитивным драйвером для них выступали ожидания пересмотра корпоративной стратегии. 28 мая компания провела капитализацию в соотношении 1:1, после чего произошла техническая коррекция до 1,79 сума, сменившаяся периодом консолидации.

С июня позитивную динамику начали демонстрировать более устойчивые и ликвидные бумаги локального рынка. Значимую роль в поддержании «бычьих» настроений сыграли акции **Товарно-сырьевой биржи (URTS)**, которые после роста лишь на 4,3% за 2024 год прибавили 61,6%. Котировки стабильно двигались вверх от района 3,5 тыс. сумов в начале года до диапазона 5,8–6 тыс. к его завершению.

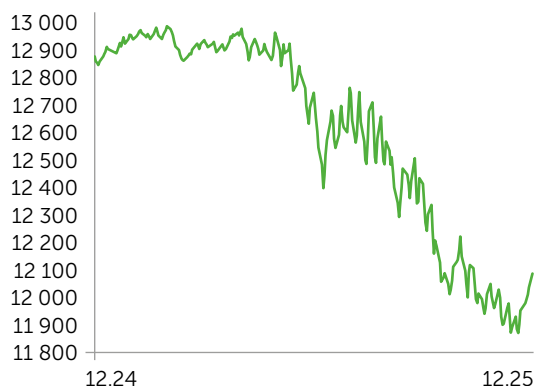
Статистика по бумагам в покрытии

Акция	Значение		Изменение
	27.12.24	15.12.25	
TSMI Index	668,19	721,00	7,90%
URTS	3 650,00	5 900,00	61,64%
UZTL	4 050,00	5 894,90	45,55%
НМКВ	24,39	40,60	66,46%
UZMK	4 300,00	2 998,00	-30,28%
QZSM	1 500,00	770,00	-48,67%
SQBN	12,00	10,65	-11,25%
АЛКВ	0,40	0,42	5,00%
СВСК	0,98	2,30	134,69%
UNVB	8 900,00	6 893,00	-22,55%

Tashkent Stock Market Index, 1 год



Динамика USD/UZS, 1 год





Определяющий позитивный вклад в динамику узбекистанского фондового рынка внесли наиболее ликвидные акции **Хамкорбанка (НМКВ)**. Совокупный оборот операций с этими бумагами составил 46,5 млрд сумов. По итогам 2024 года они потеряли в цене 27,2%, в с начала 2025-го подорожали на 66,5%.

Аутсайдером стал **Кизилкумцемент (QZSM)**, акции которого за год упали на 48,7%, практически повторив масштаб падения предыдущего периода. В течение года бумаги находились под устойчивым давлением. На торгах 5 ноября был установлен исторический минимум на отметке 708 сумов за акцию. Однако влияние движений в акциях QZSM на динамику TSMI оставалось ограниченным ввиду сравнительно невысокого веса бумаги в структуре индекса. В конце года котировки перешли в фазу стабилизации и торговались преимущественно в диапазоне 750–800 сумов, отражая попытку формирования ценового дна.

Дополнительным фактором давления на индекс в течение года выступали акции **Узметкомбината (UZMK)** с долей в TSMI 15,3%. К середине декабря 2025-го эти бумаги снизились в цене на 30,3% после падения на 36,8% годом ранее. Существенное влияние на динамику оказало ухудшение кредитного профиля эмитента: в феврале 2025 года Fitch Ratings понизило долгосрочный рейтинг компании с BB- до B+ на фоне задержки запуска листопрокатного комплекса, запланированного на второе полугодие. Первая линия этого предприятия заработала в декабре. На этом фоне котировки компании несколько стабилизировались, однако по-прежнему сдерживали общий рост индекса в связи с высокой долей в нем.

Итоги 2025 года

- **Регуляторная среда.** В правительстве Узбекистана сделали акцент на структурное развитие рынка капитала и снижение институциональных барьеров. Центральным элементом реформ стало **создание регуляторной песочницы для инвестиционных платформ**, которая будет работать до октября 2026-го. В рамках этого правового режима резидентам предоставляется возможность в упрощенном порядке размещать и приобретать ценные бумаги, привлекать венчурное и паевое финансирование, а также структурировать инвестиции через командитные товарищества. Параллельно был обозначен более широкий вектор реформирования рынка капитала, направленный на расширение линейки финансовых инструментов и повышение его открытости. В частности, **обсуждаются вопросы внедрения двойного листинга, валютных облигаций и депозитарных расписок допуска иностранных ценных бумаг на внутренний рынок**, а также пересмотра требований к выпуску облигаций без обеспечения. Реализация этих инициатив будет способствовать повышению ликвидности рынка, снижению его зависимости от узкого круга активов и **привлечению инвестиций, плановый объем которых на среднесрочную перспективу оценен примерно в \$1 млрд.**
- **Эмиссии узбекских эмитентов на локальном и внешнем рынках.** В феврале Министерство экономики и финансов Узбекистана разместило суверенные еврооблигации общим объемом \$1,5 млрд, структурировав выпуск в трех валютах:

	UZS	EUR	USD
Купонная доходность	15,5% годовых	5,1% годовых	6,95% годовых
Срок обращения	3 года	4 года	7 лет
Объем выпуска	6 трлн сумов	500 млн евро	\$500 млн USD
Спрос	7,3 трлн сумов	1,6 млрд евро	\$2 млрд USD

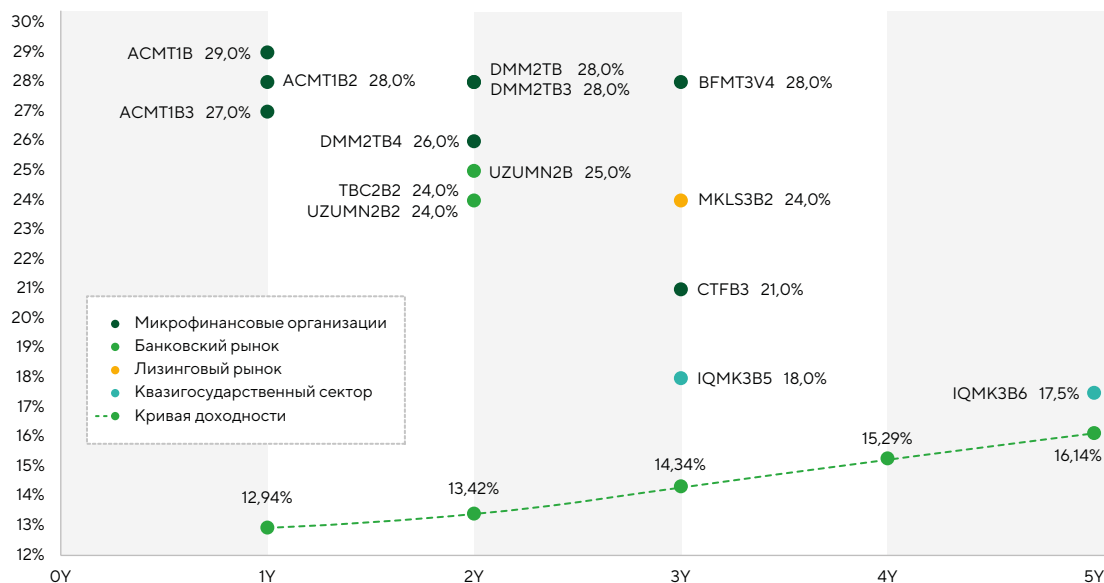
Далее активность на международном рынке капитала проявили и крупнейшие эмитенты из госсектора и финансовой индустрии. Параллельно с активностью на внешних площадках в 2025 году заметно усилилась динамика размещений и на внутреннем рынке капитала. Корпоративные облигации продемонстрировали один из лучших результатов за последние годы.

По состоянию на середину декабря **размещено 15 выпусков совокупным объемом 1,66 трлн сумов, что на 144,3% превышает показатель 2024-го**. Купонные ставки по этим бондам находятся в диапазоне **от 17,5% до 29% годовых**, обеспечивая привлекательную доходность и способствуя расширению внутреннего долгового рынка как альтернативного источника финансирования для компаний из различных сегментов экономики.

- Рост экономики.** С января по сентябрь 2025-го **ВВП Узбекистана увеличился на 7,6% после 6,6% годом ранее**. Ключевым драйвером остался сектор услуг (+14%), вклад которого в общий показатель составил 4 п.п. благодаря увеличению оборотов торговли, объема грузовых и пассажирских перевозок, а также повышению потребительской активности. **Строительный сектор вырос на 14,2%** за счет реализации жилищных и инфраструктурных проектов. Объемы промпроизводства увеличились на 6,8% в основном за счет обрабатывающих секторов. **Агропромышленный комплекс показал рост на 4,1%** на фоне повышения урожайности и производительности.

Эмитент	Объем выпуска	Срок обращения	Купонная доходность
АО «Узнацбанк»	\$300 млн	5 лет	7,20%
	1,5 трлн сумов	3 года	17,95%
ГП «Навоийуран»	\$300 млн	5 лет	6,70%
АО «НГМК»	\$500 млн	5 лет	6,75%
АО «Узбекнефтегаз»	\$850 млн	5 лет	8,75%
АКБ «Узпромстройбанк»	\$300 млн	Бессрочные	9,45%
АКИБ «Ипотека-Банк»	\$300 млн	5 лет	6,45%
	1,2 трлн сумов	3 года	17,50%

Эмиссия облигаций





- **Инфляционные тренды и монетарная политика.** В марте ЦБ повысил основную ставку с 13,5% до 14% годовых, на этом уровне она оставалась до конца года. Данное решение было направлено на усиление дезинфляционного эффекта в условиях сохраняющегося внутреннего спроса и необходимости закрепления инфляционных ожиданий. На этом фоне потребительская инфляция с 10,3% годовых в марте замедлилась до 7,5% в ноябре, причем рост базового индекса составил только 6,3%. С января по ноябрь показатель повышался в среднем на 0,6% месяц к месяцу против 0,8% годом ранее. Снижение инфляционных ожиданий населения и бизнеса, а также укрепление национальной валюты и стабилизация импортных цен усилили дезинфляционный эффект во втором полугодии. По оценке Центрального банка, **инфляция по итогам 2025 года составит 7–7,5%.**
- **Повышение кредитного рейтинга.** S&P Global Ratings, Fitch Ratings и Moody's улучшили оценку кредитоспособности Узбекистана, подтвердив устойчивость макроэкономической политики и прогресс структурных реформ. S&P и Fitch повысили суверенный рейтинг до BB со стабильным прогнозом, Moody's сохранило рейтинг на уровне Ba3, пересмотрев прогноз до позитивного.
- **Валютный рынок.** Сум в паре с долларом к середине декабря укрепился на 6,4%, до 12 тыс., что соответствует минимальным уровням с 2023 года. Ревальвация носила фундаментальный характер и отражала превышение предложения иностранной валюты над спросом. Ключевыми драйверами стали высокие цены на золото, увеличение экспортной выручки, объема денежных переводов и приток внешнего финансирования. Спрос на валюту сдерживался охлаждением импорта и сокращением неформальных каналов валютного потребления, включая электронную и челночную торговлю. Укрепление сума способствовало замедлению инфляции, снижению инфляционных ожиданий, ускорению дедолларизации и сокращению расходов бюджета на обслуживание внешнего долга. В то же время эффект оказался неравномерным: в секторах с ограниченной конкуренцией курсовая динамика слабо трансформировалась в снижение цен.

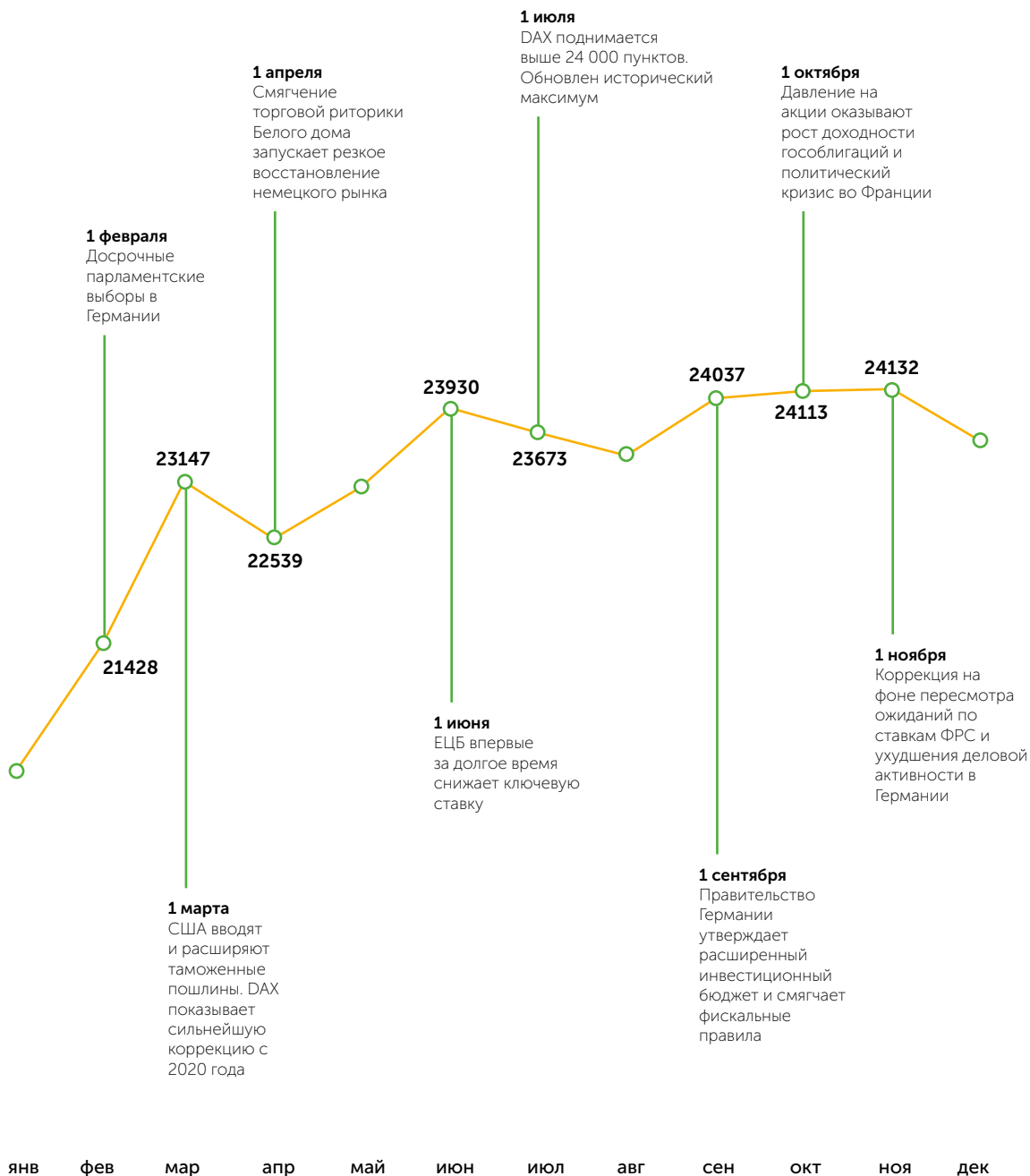
Рынок Узбекистана.

Ожидания на 2026 год

- **IPO UzNIF и приватизация.** На фоне фактической паузы в приватизации крупных государственных компаний Узбекистана **Национальный инвестиционный фонд (UzNIF)**, находящийся под управлением Franklin Templeton, **планирует в первом квартале 2026 года провести IPO с листингом на биржах Лондона и Ташкента.** В рамках подготовки к размещению утверждена реструктуризация портфеля фонда и определены банки-организаторы сделки, что повышает вероятность выхода UzNIF на публичный рынок в заявленные сроки. Ожидается, что IPO UzNIF станет отправной точкой для перезапуска приватизационной повестки, задав ориентир рынку и восстановив активность вокруг вывода государственных активов на публичные площадки.
- **Перспективы долгового рынка.** Повышенный спрос на облигации будет формироваться за счет изменения относительной привлекательности инвестиционных альтернатив. По мере замедления инфляции и сохранения жесткой, но стабильной денежно-кредитной политики доходность банковских вкладов в 2025 году начала снижаться, что повышает интерес к корпоративным долговым обязательствам.
- **Стратегия Центрального банка.** В 2026 году денежно-кредитная политика, по всей видимости, перейдет в фазу осторожного смягчения по мере дальнейшего замедления инфляции и закрепления дезинфляционного тренда и достижения целевого ориентира по инфляции на уровне 5%. При отсутствии новых проинфляционных шоков пространство для смягчения ДКП будет расширяться. **По прогнозу ЕАБР, к концу 2026 года ставка будет снижена с текущих 14% до 13%,** что станет важным фактором поддержки кредитной активности и рынка капитала при сохранении макроэкономической стабильности.

Рынок Германии в 2025 году

Индекс DAX





Рынок Германии. Итоги 2025 года

Эффект неожиданности



Данияр Оразбаев,
аналитик департамента
финансового анализа Freedom Broker

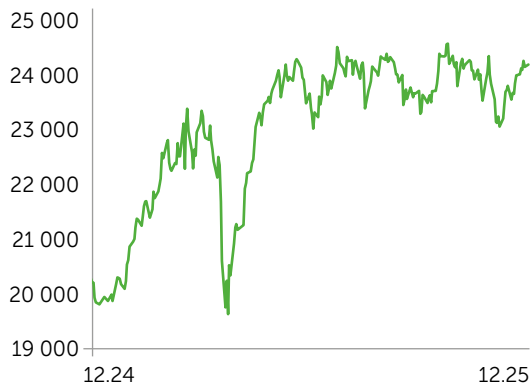
DAX начал год с умеренно оптимистичных настроений, но постепенное усиление неопределенности привело к повышению волатильности. Спрос на акции в первые месяцы 2025-го поддерживали замедление инфляции в еврозоне и ожидания смягчения монетарной политики ЕЦБ. Однако к концу первого квартала внимание сместилось на внешние риски. Ключевым источником давления стала торговая политика США: противоречивые заявления Дональда Трампа, а затем фактическое введение таможенных пошлин на импорт автомобилей и угрозы расширения тарифов усилили опасения за экспортоориентированную экономику Германии. Под наибольшим давлением оказались автопром и другие сегменты производства. Дополнительным негативом стали слабые макроэкономические сигналы внутри страны, в том числе ускорение роста безработицы, сокращение числа вакансий и вялое восстановление деловой активности. Тем не менее рынок избежал глубокой коррекции благодаря сильным отчетам отдельных компаний и ожиданиям поддержки со стороны центральных банков, что позволило DAX завершить квартал относительно устойчиво.

С апреля по сентябрь одним из главных драйверов для DAX стали развитие торговых конфликтов и прогнозы динамики глобальной экономики. Обмен ввозными пошлинами с США весной вызвал одну из наиболее активных недельных распродаж DAX за последние годы со всплесками волатильности, сопоставимыми с кризисными периодами. Однако после смягчения внешнеторговых ограничений, анонсированных переговоров по этой проблематике, а также смены риторики США и Китая немецкий рынок продемонстрировал стремительное V-образное восстановление. Значимую поддержку ему оказали сильные отчеты отдельных «тяжеловесов», включая SAP, Siemens Energy и представителей банковского сектора, а также стабильная ситуация в индустрии здравоохранения. Летом DAX несколько раз обновил исторические максимумы, однако рост сопровождался выраженным перетоком капиталов. Инвесторы активно перераспределяли средства между циклическими и защитными отраслями, реагируя на новости о торговых пошлинах США, на внешнеполитическую повестку и публикации макроданных. Опасения по поводу замедления экономики США и ЕС, а также риски технической рецессии в еврозоне сдерживали активность «быков». В третьем квартале волатильность оставалась повышенной. Благоприятный новостной фон в полупроводниковом секторе и индустрии здравоохранения сопровождался коррекциями в автомобильной и финансовой отраслях. Тем не менее ключевой индекс немецкого фондового рынка оставался в восходящем тренде, держась вблизи исторических максимумов.

Лидеры роста в индексе DAX

Акция	Значение		Изменение
	30.12.24	16.12.25	
DAX Index	19 909,14	24 083,68	21,0%
RHM GR Equity	614,60	1 499,00	143,9%
ENR GR Equity	50,38	119,80	137,8%
CBK GR Equity	15,73	34,49	119,3%
DBK GR Equity	16,64	31,89	91,6%
HEI GR Equity	119,30	223,70	87,5%
BAYN GR Equity	19,31	34,87	80,5%
RWE GR Equity	28,83	43,84	52,1%
FRE GR Equity	33,54	47,22	40,8%
DHL GR Equity	33,98	46,75	37,6%
EOAN GR Equity	11,25	15,40	36,9%
CON GR Equity	48,49	66,30	36,7%
ALV GR Equity	295,90	383,30	29,5%
SIE GR Equity	188,56	238,30	26,4%

Динамика индекса DAX, 1 год



Динамика EUR/USD, 1 год



В оставшиеся месяцы 2025-го DAX продолжил проявлять повышенную чувствительность к изменениям монетарной политики и ужесточению финансовых условий. В четвертом квартале в фокусе внимания были ожидания решений ФРС и ЕЦБ в отношении ключевых ставок. Ужесточение риторики руководства американского регулятора и рост доходности облигаций привели к коррекции в технологическом и банковском секторах, в то время как энергетика, здравоохранение и отдельные защитные активы сохраняли стабильность. Корпоративная отчетность оставалась смешанной: слабые результаты автопрома и производителей потребительских товаров контрастировали с уверенными отчетами энергетических и фармацевтических компаний, а также представителей некоторых отраслей промышленности. Обсуждение урегулирования вооруженного конфликта в Восточной Европе и внешнеполитический фон в целом усиливали краткосрочные колебания и приводили к резким движениям в оборонном секторе. В конце года настроения частично улучшились на фоне смягчения ожиданий по ставкам и восстановления аппетита к риску, что позволило DAX стабилизироваться на достигнутых уровнях. Тем не менее многие инвесторы сохраняют повышенную осторожность, закладывая в оценки акций риски замедления глобальной экономики, нестабильность внешнеторговой политики и неопределенность действий центральных банков в 2026 году.





Рынок Германии в 2026 году: Стабилизация на макроуровне

Топ-5 трендов следующего года:

Инфляция продолжит замедляться, монетарная политика останется умеренно мягкой или нейтральной.

Рост потребительских цен в Германии и еврозоне будет стремиться к ориентиру ЕЦБ на уровне 2% после ослабления ценового давления в 2025 году. Еврокомиссия прогнозирует инфляцию по странам альянса в диапазоне 1,7–1,9%. Бундесбанк и исследовательский институт Ifo ориентируются на показатель в Германии на уровне 2,2%. Дальнейшее снижение ставки ЕЦБ менее вероятно, чем в предыдущие годы: в консенсус Reuters закладывается сохранение текущих параметров денежно-кредитной политики. При этом стагнация экономики и слабый спрос позволяют рассчитывать, что регулятор воздержится от ужесточения монетарных условий. Любой новый неожиданный всплеск инфляции способен вызывать краткосрочную коррекцию на фондовых рынках.

Рост экономики Германии ускорится, но останется умеренным. После нескольких лет слабой динамики и отклонений от позитивных прогнозов Еврокомиссия рассчитывает, что ВВП Германии в 2026 году увеличится в пределах 1,2%. Другие ориентиры укладываются в диапазон 0,8–1,5% в зависимости от различных сценариев. Поддержку немецкой экономике окажут внутренний спрос, повышение государственных расходов на инфраструктуру и оборону и постепенное восстановление инвестиций. Сдерживающими рост ВВП факторами станут сохраняющаяся неопределенность в отношении экспорта и глобальная торговая политика.

Монетарная и фискальная политика продолжают влиять на рынок. ЕЦБ, согласно большинству ожиданий, не будет корректировать процентные ставки в течение значительной части 2026 года, так как инфляция остается близкой целевому уровню. Экономическая активность, вероятно, будет умеренной. Это означает, что влияние обсуждений денежно-кредитной политики на котировки акций будет снижаться, хотя любая смена ориентиров способна вызывать повышенную волатильность. Фискальная политика Германии, как ожидается, станет более стимулирующей благодаря бюджетным реформам, активности инвестиционных фондов и повышенным расходам на инфраструктуру. Это поддержит рост экономики при одновременном увеличении дефицита бюджета и долговой нагрузки.

Геополитика и торговые отношения останутся ключевыми рисками. Торговые войны, изменения в тарифной политике США и внешнеполитическая повестка продолжают определять динамику экономики Германии. Несмотря на умеренный рост, экспортоориентированные отрасли могут испытывать давление из-за протекционистских мер или нестабильности торговых потоков, что увеличивает рыночную неопределенность.

Оптимизм бизнеса и инвесторов может начать восстанавливаться, но останется умеренным. Позитив от стабилизации инфляции, мягкой денежно-кредитной и фискальной политики, умеренного роста экономики будет способствовать повышению деловой активности и потребительского доверия. Однако структурные вызовы, включая давление на экспортные показатели и замедленный рост капитальных инвестиций, вероятно, будут сдерживать оптимизм и позитивную переоценку перспектив.



Публичная Компания Freedom Finance Global PLC

Республика Казахстан, г. Астана, район Есиль,
улица Достык, здание 16, вnp. 2 (Talan Towers Offices)

Аналитика и обучение

Игорь Ключнев, capitalmarkets@ffin.kz

Вадим Меркулов, vadim.merkulov@ffin.ae

Ерлан Абдикаримов, yerlan.abdikarimov@ffin.kz

Связи с общественностью

Наталья Харлашина, prglobal@ffin.kz

ПН-ПТ 09:00-21:00

(по времени г. Астана)

+7 7172 727 555

info@ffin.global

Поддержка клиентов

7555 (бесплатно с номеров мобильных
операторов Казахстана)

7555@ffin.global, ffin.global

Публичная компания «Freedom Finance Global PLC» (Компания) (ffin.global) оказывает брокерские (агентские) услуги на рынке ценных бумаг на территории Международного финансового центра «Астана» (МФЦА) в Республике Казахстан на основании Лицензии № AFSA-A-LA-2020-0019, выданной Комитетом по регулированию финансовых услуг МФЦА.

Размещенные в данном разделе материалы носят справочно-информационный характер, адресованы клиентам Компании, не являются ни индивидуальной инвестиционной рекомендацией, ни предложением инвестировать в финансовые инструменты различных компаний. Владение ценными бумагами и иными финансовыми инструментами всегда сопряжено с рисками: стоимость ценных бумаг и иных финансовых инструментов может расти или падать. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. В соответствии с законодательством Компания не гарантирует и не обещает в будущем доходности вложений, не дает гарантии надежности возможных инвестиций и стабильности размеров возможных доходов.

© 2025 Freedom Finance Global PLC

