

Стратегия инвестирования на рынке США 2026

Экономика Вайли Койота: Бег по инерции



Оглавление

Введение	3
Ключевые выводы	4
Экономика США: наш взгляд	4
Акции США: наш взгляд.....	4
Облигации: наш взгляд.....	5
Взгляд на экономику и рынки США	6
Экономика США: Прогнозы и риски в условиях неопределённости.....	6
Механизм «скачка сахара»	7
Феномен «безработного роста»	8
К-образный разрыв: богатые тратят, бедные экономят.....	9
Малый бизнес: заложники ставки	11
Акции США: Пузырь или новая парадигма?	12
Оценки больше не драйвер роста.....	12
Рынок сегодня – это прибыль.....	14
Конец эпохи «стилевого арбитража».....	15
Взгляд на облигации.....	16
Казначейские облигации США (US Treasuries).....	17
Кредитный риск	18
Секторальные тренды и драйверы.....	23
Финансовый сектор: Эффект «сжатой пружины».....	23
Технологический сектор: Ловушка «искусственного дефицита»	25
Сектор коммуникаций: Парадокс дешевого софта.....	27
Сектор материалов.....	28
Выбор секторов для инвестирования.....	33

Введение

Уважаемые клиенты,

На пороге 2026 года мировая экономика и финансовые рынки находятся в точке бифуркации. С одной стороны, мы наблюдаем беспрецедентный технологический импульс, сопоставимый по масштабу с промышленной революцией, который способен вывести производительность и корпоративную прибыльность на принципиально новый уровень. С другой — нарастают структурные диспропорции: разрыв между динамикой активов и реальными доходами населения, между капиталоемкими секторами ИИ и трудоёмкими традиционными отраслями, а также между геополитическими амбициями и фискальной реальностью.

В этом контексте мы описываем текущую фазу цикла как «эффект Вайли Койота». Экономика продолжает движение вперёд по инерции — поддерживаемая технологическим прогрессом, фискальными импульсами и лаговым эффектом ранее смягчённой политики, — однако вопрос о том, насколько устойчива эта опора в среднесрочной перспективе, остаётся открытым. В отличие от сценариев резкого обрыва, речь идёт не о неизбежном падении, а о моменте осознания: скорость сохраняется, но фундамент дальнейшего движения требует подтверждения.

Наш базовый сценарий предполагает, что глобальная экономика попытается сохранить «скорость отрыва» от гравитации высоких долгов, демографических ограничений и слабого роста реальных доходов. Однако траектория этого движения будет нелинейной. Мы ожидаем сохранения повышенной волатильности и режима, в котором рост становится всё более асимметричным: разрыв между лидерами и аутсайдерами — как на корпоративном, так и на страновом уровне — продолжит расширяться, а качество роста будет важнее его темпа.

В данном документе мы представляем комплексный анализ макроэкономического ландшафта, детальную декомпозицию ИИ-трендов и инвестиционную стратегию, ориентированную не на угадывание поворотных точек цикла, а на навигацию в условиях высокой неопределённости и структурных сдвигов.

С Уважением,
Команда Департамента Торговых Идей



Ключевые выводы

Экономика США: наш взгляд

Макроэкономический режим

- **Рост: Хрупкое равновесие.** Экономика США входит в 2026 год при поддержке фронт-нагруженного фискального импульса OVBBA и wealth effect в 1П2026, однако фундаментальные ограничения (импортный Сапех, тарифная инфляция, рост через productivity) накапливаются и повышают риск замедления во второй половине года.
- **Цикл: Неустойчивый.** Ускорение расходов не трансформируется в полноценный цикл: корпоративный Сапех растёт, но «утекает» в импорт и слабо поддерживает занятость, ограничивая вклад в ВВП. Ключевой риск для рынков — ошибочная интерпретация сильных данных 1П2026 как начала долгого расширения.
- **Рынок труда: Умеренно негативный.** Смещение роста к производительности снижает employment multiplier; во второй половине года повышается вероятность дискретного охлаждения рынка труда.

Инфляция

- **Тарифный фактор: Устойчиво повышающий.** Рост таможенных поступлений действует как квази-налог на потребителя и частично нейтрализует фискальный стимул.
- **Ширина инфляции: Расширяющаяся.** Внутренние производители используют удорожание импорта для расширения маржи, делая инфляцию более инерционной.
- **Core CPI: Выше цели ФРС.** Базовая инфляция удерживается на повышенных уровнях, ограничивая пространство для агрессивного смягчения политики.

Политика ФРС

- **Траектория ставок: Ограниченное смягчение.** Базовый сценарий — два снижения по 25 бп в 2026 году как страховка рынка труда, а не стимул роста.
- **Характер политики: Реактивная.** Инфляционные ограничения вынуждают ФРС действовать осторожно, без проактивного стимулирования.

Акции США: наш взгляд

Режим рынка

Рынок перешёл из фазы multiple expansion в earnings-driven динамику: текущие оценки уже отражают нормализованную risk premium, поэтому дальнейшая доходность определяется фактическим ростом прибыли, а не движением ставок. Ошибка прогноза смещается из макро в микро — ключевым становится execution компаний. Это повышает дисперсию: сильные бизнес-модели удерживают премию, тогда как «story-growth» хуже переносит разочарования в отчётности.

Фундаментальные драйверы

Инвестиционный цикл поддерживается расходами на инфраструктуру и ИИ, однако рынок требует подтверждения через маржу и свободный денежный поток. Pricing power, локализация цепочек поставок и способность конвертировать выручку в FCF становятся главным фактором оценки. Таким образом, рост выручки сам по себе уже недостаточен — важна окупаемость инвестиций и устойчивость прибыли.

Стиль и факторы

Приоритет смещается к качеству: компании с устойчивыми балансами и предсказуемым cash-flow получают премию. Growth оценивается избирательно — через ROI инвестиций, а не размер потенциального рынка, тогда как value выигрывает от нормализации ожиданий. Momentum остаётся волатильным, поскольку рынок быстрее наказывает за несоответствие прогнозам.

Секторальные акценты

Финансовый сектор выигрывает от нормализации кривой доходности и восстановления комиссионных доходов. В технологиях усиливается дифференциация: инфраструктурные и полупроводниковые компании сохраняют структурную поддержку, тогда как высокомультипликаторный software чувствителен к ожиданиям. Защитные отрасли стабилизируют портфель, сырьевые и энергетика получают поддержку.

Взгляд на дюрацию

- **Длинные: Нейтральный.** Мы определяем наш взгляд как нейтральный, балансируя между тактической осторожностью и стратегическим интересом. В моменте мы оцениваем сегмент негативно: недавнее ралли увело доходности ниже наших целевых уровней (4,30%–4,50%), что создает риск коррекции. Однако мы планируем возобновить покупки сразу после возвращения доходностей к целевым уровням, рассматривая этот сегмент как наиболее привлекательный для аллокации: в условиях прогнозируемой стабилизации ставок он предложит лучшую возможность для фиксации купонного дохода.
- **Средние: Негативный.** Мы понижаем взгляд до негативного, поскольку текущие котировки опустились ниже наших оценок и больше не компенсируют инфляционные риски. Рынок заложил в цены избыточный оптимизм касательно смягчения политики ФРС, что ограничивает потенциал снижения доходностей и создает риск их роста на 10–15 бп от текущих уровней.
- **Короткие: Негативный.** Мы имеем негативный взгляд на ближний сегмент. Рынок уже полностью «отыграл» будущее смягчение политики ФРС, что лишает 2-летние ноты потенциала роста цены. Основным фактором давления становится риск реинвестирования средств по более низким ставкам в будущем, что снижает привлекательность удержания коротких позиций.

Кредитный риск

- **USD IG: Нейтральный.** Мы понижаем взгляд до нейтрального, ожидая умеренного расширения спредов на 10–20 бп. Основным риском выступает беспрецедентный объем нового предложения долга для финансирования ИИ-инфраструктуры и сделок M&A, который потребует от рынка дополнительной премии за риск. При этом мы сохраняем фокус на защитных секторах (банки, здравоохранение).
- **USD HY: Нейтральный.** Мы повышаем взгляд до нейтрального, видя возможность в тактической покупке коротких бумаг (до 3 лет) качественных эмитентов (BB-) для фиксации купона. Однако общий потенциал роста ограничен ожидаемой нормализацией спредов (расширение на 40–60 бп) и признаками эрозии кредитного качества в нижних эшелонах рейтинга.
- **USD EM: Позитивный.** Мы повышаем взгляд до позитивного, выделяя этот сегмент как «топ пик» на 2026 год. Долларовые облигации EM демонстрируют устойчивость благодаря здоровым корпоративным балансам и консервативной долговой нагрузке. Мы отдаем предпочтение бумагам инвестиционного уровня (IG), которые предлагают привлекательную премию к американским аналогам на фоне стабилизации макроэкономического фона.

Экономика США: Прогнозы и риски в условиях неопределённости

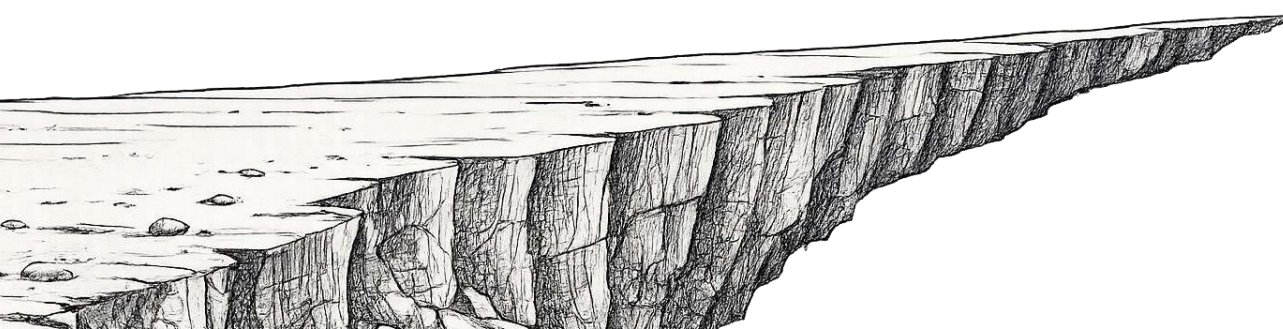
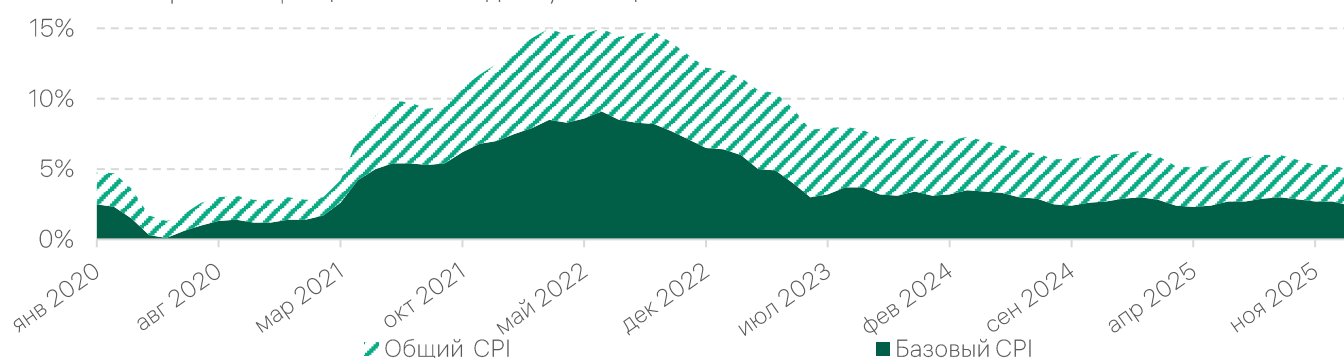
Наше мнение

В нашем базовом сценарии экономика США вступает в 2026 год в режиме хрупкого равновесия: фронт-нагруженный фискальный импульс OBBBA (One Big Beautiful Bill Act) и асимметричный эффект богатства поддерживают агрегированный спрос в первом полугодии 2026 года, тогда как фундаментальные ограничения – импортно-ориентированный Сапех, неравномерная инфляция от тарифов и смещение роста в пользу роста производительности – накапливаются. В результате, наблюдаемое ускорение расходов не обязательно превращается в устойчивый цикл: рост капитальных вложений виден в корпоративных отчетах, но «утечка» через импорт и низкий мультипликатор занятости ограничивают вклад в ВВП и рынок труда. Ключевой риск для рынков – не неминуемая рецессия, а неверная интерпретация макроданных: фронт-нагруженная динамика первого полугодия 2026 года может быть принята за начало длительного цикла, тогда как во второй половине 2026 года повышается вероятность дискретного замедления при ограниченном пространстве для проактивной политики Федеральной резервной системы.

Инфляционная картина остаётся сложной. Существенная часть ценового давления связана с тарифным шоком: рост таможенных поступлений в 2025 году фактически эквивалентен дополнительному налогу на потребителя и нивелирует часть фискального эффекта. При этом инфляция не ограничивается импортом – внутренние производители используют удорожание импортных товаров как окно для расширения маржи, делая рост цен более широким и инерционным. Это удерживает базовую инфляцию выше целевых уровней и сужает пространство для агрессивного монетарного смягчения.

В этих условиях ФРС будет вынуждена действовать в режиме жёсткого компромисса. Наш базовый сценарий предполагает ограниченное смягчение в виде двух снижений по 25 бп в течение 2026 года – не как стимул для ускорения роста, а как инструмент предотвращения дальнейшего ухудшения рынка труда. Однако инфляционные ограничения означают, что политика в целом останется реактивной и осторожной, а не проактивно стимулирующей. При этом нельзя исключать, что отдельные члены Комитета, как мы уже наблюдали ранее, будут демонстрировать повышенную лояльность к текущей политической рамке.

Рис. 1. Темпы роста инфляции неохотно движутся к цели ФРС.



Мы рассматриваем OBBBA как двухконтурный фискальный импульс. Краткосрочный «скачок сахара» в потреблении в начале 2026 года способен создать иллюзию устойчивого роста, тогда как инвестиционный канал через Сарех лишь смягчает, но не устраняет риск замедления экономической динамики во второй половине года.

«Акт об Одном Большом Прекрасном Законопроекте» (One Big Beautiful Bill Act — OBBBA), подписанный президентом Дональдом Трампом 4 июля 2025 года, является ключевым катализатором рыночной динамики начала 2026 года. Хотя положения закона имели ретроактивную силу для налогового 2025 года, технические особенности администрирования налогов привели к тому, что экономический эффект был отложен до сезона подачи деклараций в начале 2026 года.

В первом квартале 2026 года миллионы американских домохозяйств получают единовременные налоговые возвраты (refunds), существенно превышающие исторические средние значения. По оценкам, средний размер возврата может увеличиться до ~\$1 000 на домохозяйство, что в совокупности высвободит порядка \$50–100 млрд дополнительной ликвидности в период с февраля по апрель. Этот эффект совпадает по времени с сезонным пиком потребления, усиливая его макроэкономическое воздействие. Если же говорить о совокупном объеме потребительской поддержки, то согласно оценкам Morgan Stanley, в рамках OBBBA в 2025–2026 финансовых годах он достигнет \$170,4 млрд.

Таб. 5. Фискальный импульс концентрирован в начале 2026 года и носит одноразовый характер в рамках OBBBA, \$ млрд

Мера	2025–2026 годы, \$ млрд
Ограничение вычета по налогам штатов и муниципалитетов (SALT)	39,2
Отмена налога на сверхурочные часы	32,8
Отмена налогового вычета на персональные льготы	32,3
Продление / расширение повышенного стандартного налогового вычета	26,5
Отмена налога на чаевые	10,1
Продление / расширение увеличенного налогового кредита на детей	10,0
Отмена налога на проценты по автокредитам	7,3
Счета Trump accounts и пилотная программа взносов	7,3
Продление / расширение сниженных ставок стандартного налогового вычета	4,9
Итого	170,4

Источник: Morgan Stanley

Помимо потребительского канала, OBBBA оказывает поддержку и инвестиционной активности. Налоговые стимулы, включая ускоренное списание затрат на оборудование и R&D, снижают, по оценкам Goldman Sachs, стоимость использования капитала примерно на ~2%, формируя дополнительный импульс для корпоративных инвестиций. Инвестиционный банк предполагает, что это поддержит рост Сарех на ~3 пп в 2026 году. Однако значительная часть этих расходов придётся на импортируемое оборудование. Это создаёт эффект «утечки» — фактические инвестиции увеличиваются, но вклад в измеряемый ВВП и в локальную занятость существенно ограничен. По оценкам Goldman Sachs, чистый вклад связанных с ИИ и импортным оборудованием инвестиций в рост ВВП может составить лишь ~0.1–0.2 пп в 2026 году — то есть реальный Сарех-бум будет замечен в данных о корпоративных расходах, но не полностью отразится в национальных счётах.

В результате фискальный импульс OBBBA повышает риск неверной интерпретации макросигналов: всплеск потребления в первой половине 2026 года может быть ошибочно принят за начало устойчивого цикла. Инвестиционный контур через Сарех способен сгладить динамику во второй половине года, однако по мере исчерпания фискального эффекта и с учётом структурных ограничений роста ВВП риск замедления остаётся повышенным.

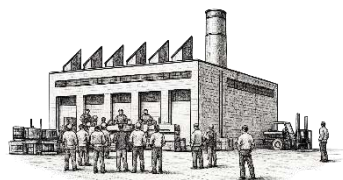
Феномен «безработного роста»

Экономический рост в США всё чаще формируется за счёт капиталоемких инвестиций и роста производительности, а не через расширение занятости. Инвестиционный импульс, подпитываемый автоматизацией и ИИ, повышает выпуск, но меняет характер роста: рост ВВП становится менее трудоёмким, а отдача труда – выше.

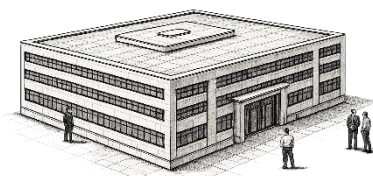
Рис. 2. Инвестиции одинакового масштаба – принципиально разный эффект для занятости.

Завод аккумуляторов AESC, Южная Каролина

Дата-центр Meta, Эль-Пасо



\$1,6 млрд
≈ 1 620 рабочих мест



\$1,5 млрд
≈ 100 рабочих мест

Экономика США вступает в фазу разрыва исторической корреляции между ростом ВВП и занятостью. Инвестиционный импульс, основанный на ИИ Capex, поддерживает агрегированные макропоказатели и корпоративные прибыли, но обладает нулевым либо отрицательным мультипликатором для рынка труда. По оценкам Bridgewater Associates, данный фактор способен добавить порядка +140 бп к росту ВВП в текущем году при минимальном эффекте для занятости. Дополнительно подчеркнем, что импортная структура этих инвестиций увеличивает Capex, но слабо масштабирует внутреннюю добавленную стоимость.

В основе процесса лежит фундаментальный корпоративный арбитраж Орех → Capex — замещение волатильных операционных расходов дефляционными капитальными затратами за счёт автоматизации и ИИ-агентов. Опережающие корпоративные данные подтверждают тренд: в отдельных секторах компании демонстрируют рост выручки на 15–20% при стагнирующей или сокращающейся численности персонала, что напрямую поддерживает операционную маржинальность.

Рис. 3. По оценке Bridgewater, инвестиционный цикл текущего года не подтверждён занятостью



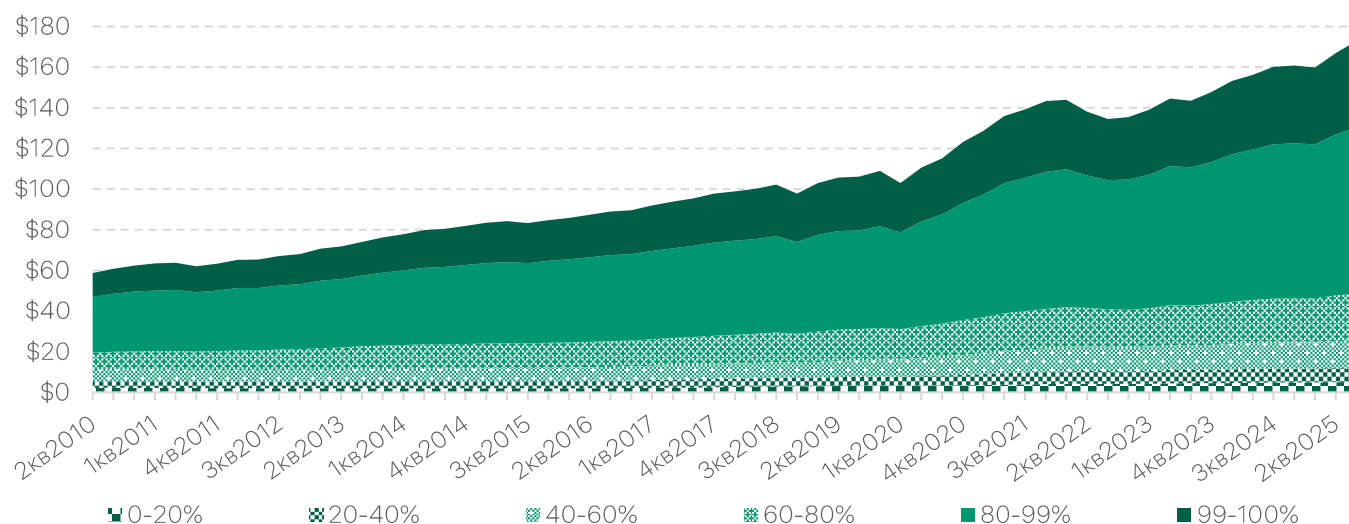
Источник: Bloomberg, Halyk Finance, Bridgewater

По оценкам JP Morgan, до 60% рабочих мест в развитых экономиках потенциально уязвимы к замещению ИИ. На текущем этапе рынок труда остаётся в режиме «no-hire, no-fire»: компании сдержанны в найме, но избегают масштабных увольнений. Такая конфигурация отражает структурный сдвиг в модели роста: инвестиции и технологическое обновление повышают выпуск прежде всего через рост производительности труда, а не через расширение занятости. При этом значительная часть капитальных затрат приходится на импортируемое оборудование, что дополнительно ограничивает трансляцию инвестиционного импульса в измеряемый ВВП и внутренний рынок труда.

К-образный разрыв: богатые тратят, бедные экономят

Агрегированное потребление в США в текущем цикле удерживается за счёт домохозяйств с высокими доходами и активами, тогда как массовый потребитель сталкивается с исчерпанием сбережений, ростом долговой нагрузки и ухудшением кредитного качества. При этом рост финансовых и жилищных активов формирует значимый эффект богатства, который временно поддерживает потребление даже на фоне роста долговой нагрузки. В агрегированных данных эта асимметрия сглаживается, однако на уровне медианного домохозяйства устойчивость потребления заметно ниже.

Рис. 4 Рост совокупного благосостояния после 2020 года практически полностью сосредоточен в верхних доходных группах, \$ млрд



Источник: Federal Reserve

Мы фиксируем структурную дивергенцию в профиле потребления в США. Вклад в совокупный спрос перестал отражать широкий рост доходов и всё в большей степени зависит от домохозяйств с высокими доходами и значительным объёмом чистых активов. По оценкам, верхний квинтиль формирует около 65% совокупного потребления, что указывает на разрыв связи между макроэкономической динамикой и медианной заработной платой. При этом инфляционное давление распределяется неравномерно: рост цен сильнее затрагивает базовые категории, составляющие основную долю расходов домохозяйств с низкими и средними доходами. В результате экономический рост всё больше определяется эффектом богатства, а не ростом реальных доходов большинства домохозяйств. Только в 2025 году рост стоимости акций и недвижимости обеспечил домохозяйствам порядка \$8 трлн дополнительного «бумажного» богатства, что стало ключевым источником эффекта богатства в экономике.

Инфляционное давление в текущем цикле во многом носит характер тарифного шока — разового ценового сдвига, а не классической инфляционной спирали. В 2025 году таможенные поступления США выросли примерно на \$200 млрд, что фактически эквивалентно дополнительному налогу, уплаченному американскими потребителями, и нивелирует значительную часть фискального эффекта OVBBA.

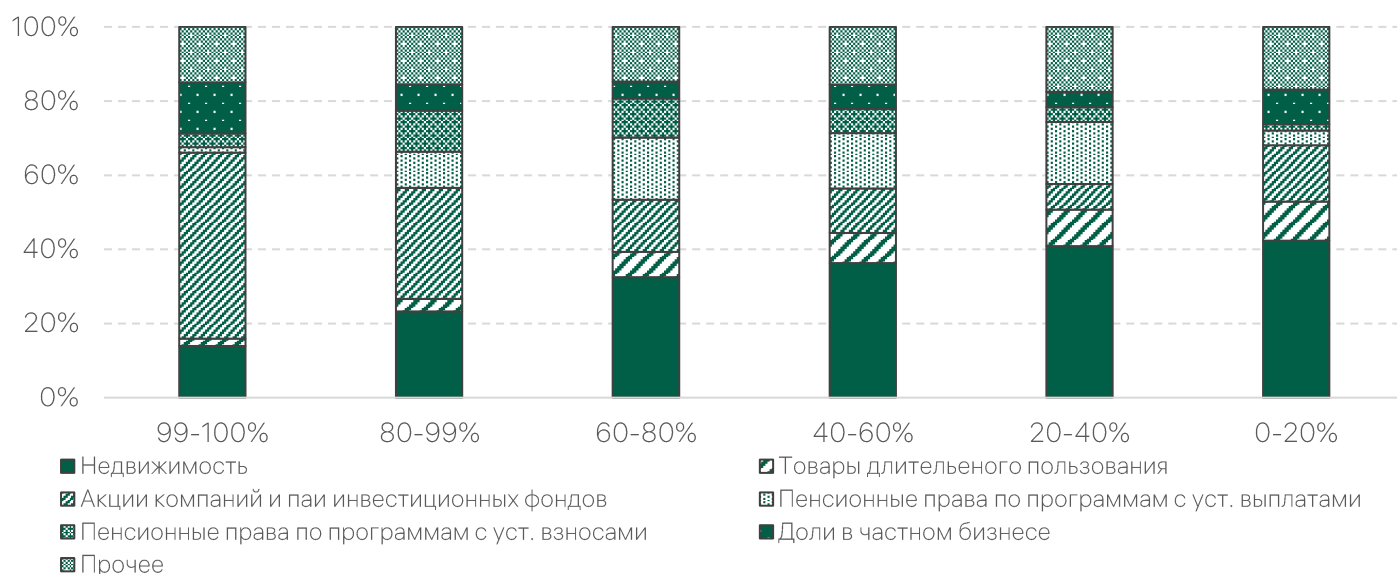
При этом эффект тарифов выходит за рамки импорта: цены на товары, произведённые внутри США, выросли примерно на 3.6% выше тренда, поскольку американские производители использовали удорожание импорта как возможность для расширения маржи (эффект стратегической комплементарности). Это делает инфляцию более широкой и структурной, чем предполагает нарратив о «разовом» шоке.

«Агрегированные данные по ВВП и розничным продажам маскируют эрозию массового спроса за счёт гиперактивности верхних доходных групп».

Рост рынков капитала в 2023–2026 годах стал ключевым трансмиссионным механизмом этой асимметрии. Кумулятивная доходность индекса S&P 500 приблизилась к ~90%, а с учётом экстремальной концентрации владения акциями в верхнем дециле это сформировало мощный импульс дискреционного потребления в наиболее обеспеченных сегментах. Дополнительным фактором устойчивости выступает рынок недвижимости:

несмотря на рыночные ипотечные ставки около 6,1%, эффективная ставка по существующему пулу долга остаётся существенно ниже благодаря массовому рефинансированию в 2020–2021 годах, формируя эффект «золотых наручников» и поддерживая потребление домовладельцев.

Рис. 5. Эффект богатства носит асимметричный характер: активы, поддерживающие потребление, сосредоточены у верхних 20% доходных групп.



Источник: Federal Reserve

Для нижних 60–80% распределения макроэкономический режим иной. По данным ФРБ Сан-Франциско, подушка избыточных сбережений пандемического периода была полностью исчерпана к началу 2025 года, после чего потребление данной группы перешло к долговому финансированию в условиях высоких ставок. Наблюдается ухудшение кредитного качества в уязвимых сегментах: просрочка по автокредитам в субпрайме (30+ дней) достигла 15,78%, максимума за 15 лет, а по кредитным картам растёт доля револьверной задолженности со ставками выше 20%. Это сжимает располагаемый доход и усиливает эффект trade-down. Существенным фактором выступает и тарифный шок: рост таможенных сборов в 2025 году (около \$200 млрд) фактически стал регрессивным налогом на потребление и непропорционально ударил по домохозяйствам с низкими доходами.

Таким образом, агрегированный спрос в США остаётся поддержан эффектом богатства и фискальными стимулами, однако тарифный шок и неравномерное распределение инфляции подтачивают устойчивость массового потребителя. Это делает экономику менее уязвимой к резкому коллапсу спроса, но более чувствительной к постепенной эрозии потребления в нижних доходных сегментах, усиливая К-образный характер цикла. В сочетании с фискальными стимулами это повышает риск того, что краткосрочная устойчивость спроса будет воспринята рынком как начало устойчивого цикла роста.



Малый бизнес: заложники ставки

В первой половине 2026 года сегмент малого бизнеса (SMB) и компании малой капитализации (Small Caps) становятся «канарейкой в шахте» для кредитного цикла. Обладая структурно более высокой долей плавающего долга и зависимостью от небанковского финансирования, этот сегмент принимает на себя основной удар от стратегии ФРС «Higher for Longer». Любая задержка в нормализации ставок создает асимметричный риск для их ликвидности и способности поддерживать занятость.

Рис. 6. Фундаментальная уязвимость компаний малой капитализации к стратегии «Higher for Longer»



Источник: JP Asset Management

В отличие от крупного корпоративного сектора, зафиксировавшего стоимость заимствований в период ультрамягкой политики, SMB и small caps характеризуются структурно более высокой долей плавающего долга, зависимостью от банковского и небанковского кредитования и ограниченным доступом к рынкам капитала. В результате именно этот сегмент принимает на себя основной удар от сохранения высоких ставок, а любая задержка в их нормализации формирует асимметричный риск для cash flow и способности поддерживать занятость.

Наш базовый сценарий выделяет SMB как наиболее уязвимое звено текущего цикла. По данным JP Morgan, около 15% заемщиков в сегменте private credit уже имеют коэффициент покрытия процентов (ICR) ниже 1.0x, то есть не генерируют достаточную EBITDA для обслуживания долга. По данным NFIB, средняя ставка по краткосрочным займам для малого бизнеса достигает 8,4%, что делает снижение стоимости капитала в 1 полугодии 2026 года не просто фактором ускорения роста, а условием выживания для «зомби-компаний» нижнего квартеля.

«Снижение ставок в H1'26 для малого бизнеса — не стимул роста, а вопрос выживания».

Обсуждаемые структурные реформы, включая инициативу Трампа по дерегулированию «10-к-1», безусловно, позитивны для долгосрочной маржинальности. Однако, как отмечают стратеги JP Morgan и Goldman Sachs, эффект дерегулирования носит отложенный характер и не способен компенсировать давление процентных расходов на P&L в краткосрочном горизонте. Снижение административной нагрузки не решает проблему кассового разрыва здесь и сейчас.

Ключевой макро-риск — это «H1 Cliff» (обрыв первого полугодия). Если инфляционный импульс от OBBVA и тарифной политики вынудит ФРС поставить цикл смягчения на паузу после января, малый бизнес окажется в ловушке. Учитывая, что на SMB приходится львиная доля создания новых рабочих мест, переход от режима «No-NiGe» к активным сокращениям может стать тем триггером, который трансформирует сценарий «мягкой посадки» в рецессию во втором полугодии 2026 года.

Акции США: Пузырь или новая парадигма?

Наше мнение

Американский рынок завершил фазу расширения мультипликаторов и переходит к динамике, определяемой ростом корпоративной прибыли. Текущие оценки – fwd P/E $\approx 21,4\times$ (около +25% к долгосрочному среднему) – предполагают близкий к оптимальному макросценарий и оставляют ограниченный запас прочности при ухудшении прибыли. При сжатой Equity Risk Premium динамика индекса определяется уже не ставками как самостоятельным драйвером, а устойчивостью корпоративного EPS: рынок перестаёт платить за ожидания и начинает платить за фактический денежный результат.

Ключевой сдвиг происходит в технологическом цикле: первая стадия ИИ-инвестиций опиралась на потенциал рынка и сопровождалась ростом мультипликаторов, текущая – стадия монетизации, где требуется подтверждение рентабельности инвестиций и конверсии капитальных расходов в свободный денежный поток. При положительной стоимости капитала компании с высоким Capex и отложенной денежной отдачей становятся чувствительны к пересмотрам ожиданий даже при росте выручки, что смещает фокус от разработчиков инфраструктуры к её пользователям.

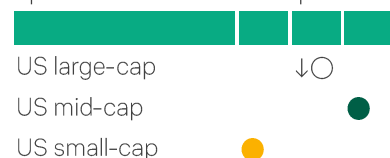
В этих условиях разделение Growth и Value теряет объясняющую силу: ключевым фактором становится качество прибыли. Преимущество получают бизнес-модели с устойчивым ростом EPS, высокой FCF-маржой и дисциплиной распределения капитала, тогда как компании с отрицательным денежным потоком остаются уязвимыми к переоценке.

Мы придерживаемся повышенной селективности и смещения фокуса с бета-экспозиции на качество прибыли: приоритет эмитентам с предсказуемым ростом прибыли, устойчивой маржой и подтверждённой конверсией инвестиций в денежный поток при одновременном поддержании защитных позиций против риска разочарований в корпоративной отчётности.

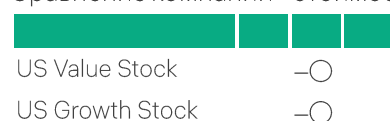
Таб. 6. Режим рынка США: смена механики доходности

Мера	Старая парадигма	Новая парадигма	Комментарий
Драйвер рынка	Расширение P/E	Рост EPS	Прибыль становится ключевым фактором оценки.
Фокус оценки	Будущий TAM (Total Addressable Market)	ROI на Capex (Return on Investment)	Рынок перестает платить за «истории» и теперь требует доказательств, что затраты на ИИ превращаются в маржу, а не просто в выручку.
Качество прибыли	Рост выручки (Top-line growth)	Свободный денежный поток (FCF Yield)	В приоритете «крепостные балансы» (Fortress Balance Sheets). Важен не просто рост, а способность финансировать его без долга.
Риск-метрика	Ставка ФРС напрямую	Чувствительность прибыли к ставке	Макро-риски уступают место микро-рискам. Ошибка в прогнозе маржи наказывается жестче, чем изменение ставки.

Сравнение компаний с различной капитализацией (● – уменьшение экспозиции, ○ – нейтральный взгляд, ● – увеличение экспозиции.)



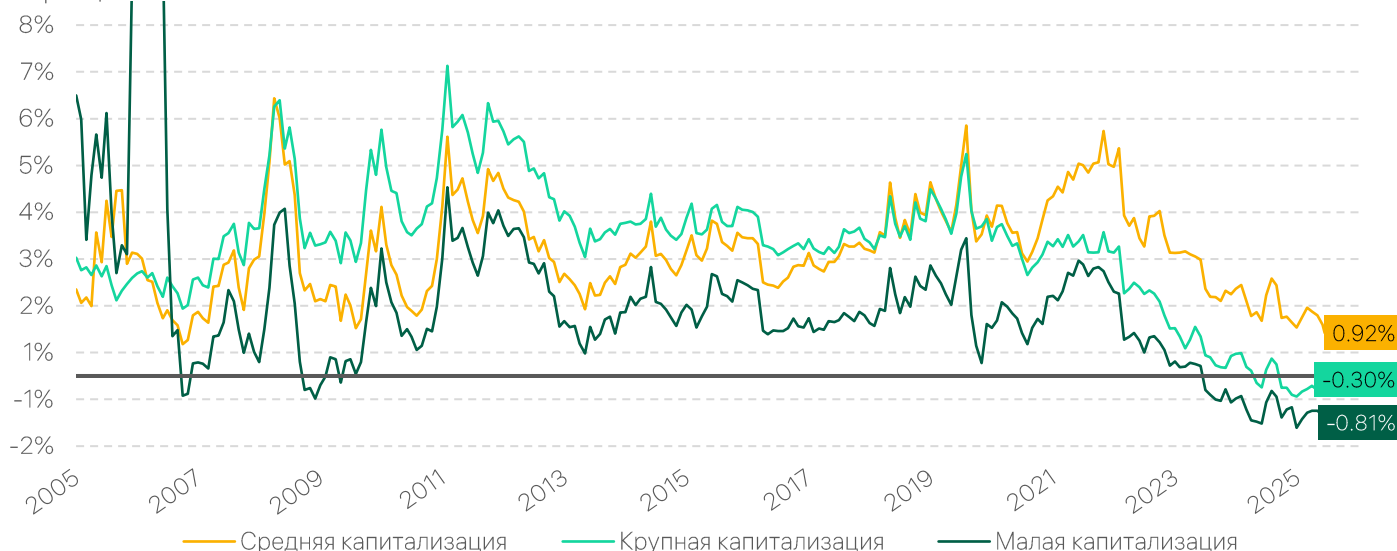
Сравнение компаний «стоимости» и «роста»



Оценки больше не драйвер роста

Американский рынок выходит из фазы расширения мультипликаторов: низкая премия за риск (Equity Risk Premium, ERP) и высокий уровень оценок означают, что дальнейший потенциал роста по акциям требует подтверждения через устойчивый «earnings-momentum». P/E (price-to-earnings) больше не выступает в качестве драйвера роста – текущие оценки уязвимы к разочарованию в прибыли.

Рис. 7. Отрицательная премия за риск (ERP) сужает запас прочности для дальнейшей переоценки



Источник: Bloomberg, Halyk Finance

Текущая оценка американского рынка (Fwd. P/E 21.8x) повышает вероятность коррекции в течение года – во многом это естественный и здоровый этап нормализации рынка. При ставке по 30-летним казначейским облигациям в районе 4,79% премия за риск по акциям сжалась до исторических минимумов. Фактически, инвесторы соглашаются на нулевую компенсацию за макроэкономические риски, полагая, что рост прибылей компенсирует любые колебания ставок. Стоит отметить, что компании средней капитализации все еще смотрятся привлекательно по данному параметру. Это означает, что дальнейшая доходность рынка всё меньше зависит от переоценки и всё больше — от фактического роста прибыли.

Valuations больше не драйвер — дальнейшая динамика требует подтверждения через earnings-momentum.

Глобальный дисбаланс и ротация капитала – ключевой структурный риск, однако расширение мультипликаторов носит скорее умеренно-глобальный характер: большинство рынков торгуется выше исторических медиан, но не на экстремальных уровнях. Так, Европа (STOXX 600 – 17,3x) и Япония (16,9x) находятся в верхнем квартиле своих диапазонов, тогда как именно США остаются ближе к историческим максимумам оценки.

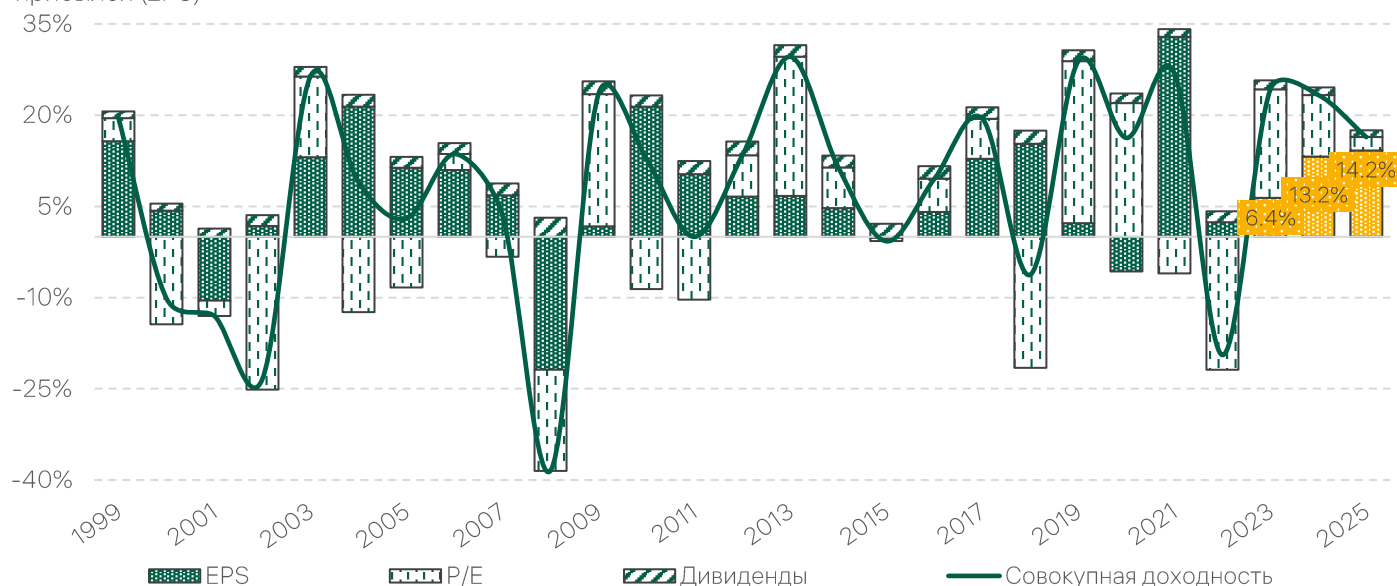
Ключевой риск – структурная переоценка США в межстрановом сравнении. S&P 500 торгуется выше 90-го перцентиля за последние 20 лет, тогда как Европа и Япония находятся ближе к своим историческим нормам. Этот разрыв уже стимулирует ротацию капитала: с начала 2025 года большинство крупных рынков (KOSPI, DAX, STOXX 600) опережают S&P 500 по доходности, и американский рынок временно утратил роль основного драйвера, оставаясь сдержанным собственной дороговизной.

Тем не менее, декомпозиция доходности S&P 500 посылает тревожный сигнал. Если ралли 2023 и 2024 годов было обеспечено преимущественно ростом оценок, то в 2025 году вклад P/E стал минимальным. Весь рост теперь держится исключительно на росте прибыли на акцию. Рынок перешел от фазы «надежд» к фазе «доказательств». Следовательно, США становятся рынком исполнения прогнозов, а не расширения ожиданий.

S&P 500 переходит в режим «earnings-driven» режим: дальнейшая динамика индекса будет определяться траекторией EPS (earnings per share), а не дальнейшим расширением P/E (price-to-earnings). Это означает, что рынок становится более чувствительным к макро-данным и к циклу прибыли, даже при смягчении политики.

Нам нравится: (i) быть более селективными – фокус на секторах и эмитентах с предсказуемым ростом прибыли и прочной маржой, (ii) сохранять тактические хеджи через quality / low-beta против риска разочарований в отчетности, (iii) уделять больше внимания динамике лидирующих индикаторов прибыли, чем ожиданиям по ставкам как самостоятельному драйверу рынка.

Рис. 8. Смена драйверов роста S&P500: переход от расширения оценок (P/E) к росту прибыли (EPS)



Источник: FRED, Halyk Finance

Исторические параллели с прошлыми фазами роста (EPS > расширение P/E) требуют осторожности. В отличие от конца 1990-х и начала 2000-х, текущее улучшение прибыльности опирается не на расширение ожиданий, а на фактический рост свободного денежного потока и маржинальности. Изменение структуры индекса — рост доли высокорентабельных компаний (Tech, Services) — формирует более высокий базовый уровень прибыли и снижает чувствительность к краткосрочным колебаниям оценки.

Высокие мультипликаторы скорее отражают накопленный оптимизм, чем пространство для дальнейшего расширения: в 2026–2027 годах ключевым драйвером динамики становится рост производительности и маржинальности. Консенсус закладывает рост EPS S&P 500 на уровне 12% в 2026 году и 10% в 2027 году. Если корпоративная Америка действительно сможет реализовать сценарий «безработного роста», то текущие оценки могут оказаться оправданными.

Оценки больше не растут на надеждах — теперь их нужно зарабатывать.

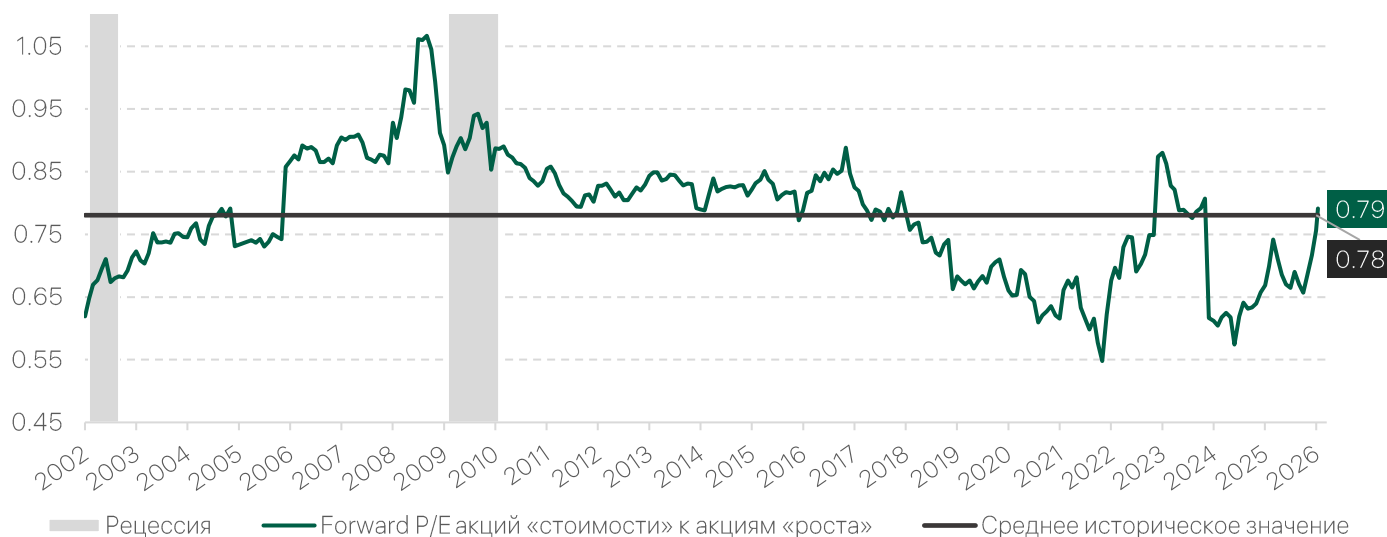
Однако, как мы отмечали в макроэкономической части, этот процесс нелинеен. Рост Capex на ИИ (который уже составляет сотни миллиардов долларов) пока не привел к сопоставимому росту выручки для всех компаний, кроме производителей чипов. Если в 2026 году инвесторы не увидят материализации доходов от внедрения ИИ, рынок может столкнуться с «кризисом веры».

Мы не считаем текущую ситуацию классической спекулятивной манией. Скорее это «рациональный оптимизм», основанный на структурном сдвиге в производительности. Отсутствие широкой кредитной экспансии снижает риск системного перегрева, однако усиливает зависимость рынка от фактической динамики прибыли. Таким образом, рынок США переходит в фазу исполнения ожиданий: ключевым риском становится не уровень ставок, а способность компаний реализовать заложенный рост EPS.

Конец эпохи «стилевого арбитража»

В 2026 году классическое противопоставление Value и Growth перестаёт быть определяющим. После сжатия премии за риск рынок больше не может расти за счёт переоценки — доходность становится функцией фактической прибыли. В таких условиях преимущество получают компании с устойчивым денежным потоком и контролем над капиталом, а не с максимально длинной историей будущего роста. Это переход к режиму качества прибыли.

Рис. 9. Forward P/E акций стоимости к акциям «роста»



Источник: Bloomberg, Halyk Finance

Forward P/E акций стоимости к акциям роста находится вблизи долгосрочной нормы, что говорит о нормализации режима и завершении этапа стилевой ротации. Дальнейшая динамика рынка определяется уже не перераспределением мультипликаторов между стилями, а способностью компаний подтвердить ожидаемый рост EPS.

На фоне сжатой премии за риск исчезает пространство для расширения мультипликаторов: рынок входит в фазу, где каждая ошибка в ожиданиях по прибыли напрямую отражается в цене. Таким образом, ключевое отличие между стилями — не темпы роста выручки, а надёжность её конверсии в денежный поток. Стоит отметить, что всё это позитивно отразилось и на акциях гиперскейлеров, которые — как бы парадоксально это ни звучало ещё 5 лет назад — стали защитным активом. С другой стороны, традиционно дешёвые сектора, наоборот, подвержены риску терминальной ценности из-за технологического сдвига, что может сделать их «ловушками стоимости».

Компании, основанные на дальних ожиданиях, остаются чувствительны к ставкам и пересмотрам прогнозов. Бизнесы с ближним денежным потоком и высокой маржой — менее зависимы от дисконтирования и становятся относительным якорем внутри акций. Возникающая «ротация в Value» фактически является переоценкой риска прибыли. На этом фоне формируется промежуточная категория — компании, сочетающие рост и финансовую устойчивость: они способны одновременно инвестировать и возвращать капитал акционерам даже при высокой стоимости финансирования.

Риск рынка — не переоценка Value, а недооценка капиталоемкости Growth.

Следовательно, текущая ротация — это не переход к циклическому бычьему рынку стоимости, а смена механики оценки: рынок начинает дисконтировать реализованную прибыль, а не обещанную. Основной риск 2026 года — не уровень ставок, а вероятность разочарования в прибыли. Реализовавшаяся «ротация в Value» — это на самом деле бегство в качество и маржу безопасности.

Взгляд на облигации

Данил Бондарец
Главный Аналитик Департамента Торговых Идей

Наше мнение

US Treasuries

Мы меняем наш взгляд на длинный сегмент кривой UST на тактически негативный. Недавнее ралли увело доходности существенно ниже наших целевых уровней, что создает высокий риск коррекции. Мы будем готовы вернуться к покупкам при возвращении доходностей в наши прогнозные диапазоны (4,30%–4,50% по 10-летним нотам и 4,80%–5,00% по 30-летним облигациям), рассматривая этот сегмент преимущественно как источник фиксированного купонного дохода, а не инструмент для игры на повышение цены. Взгляд на средний сегмент мы также понижаем – до негативного. Текущие котировки выглядят перегретыми и торгуются значительно ниже наших ожиданий на конец года. Наше мнение о коротких бумагах остается негативным, поскольку рынок уже полностью отыграл будущее смягчение монетарной политики, что лишает сегмент потенциала роста и создает риски реинвестирования по более низким ставкам.

Кредитный риск

Мы понижаем взгляд на US IG до нейтрального, ожидая расширения спредов под давлением рекордного предложения нового долга для финансирования ИИ-инфраструктуры и сделок M&A. В сегменте US HY мы повышаем оценку до нейтральной, однако предпочитаем консервативную стратегию: фокус на коротких бумагах качественных эмитентов (BB-) для фиксации купона на фоне ожидаемой нормализации спредов. Главным фаворитом на 2026 год становятся USD EM, где мы отдаем предпочтение бумагам инвестиционного уровня благодаря их устойчивым балансам и привлекательной премии к американским аналогам.



Казначейские облигации США (US Treasuries)

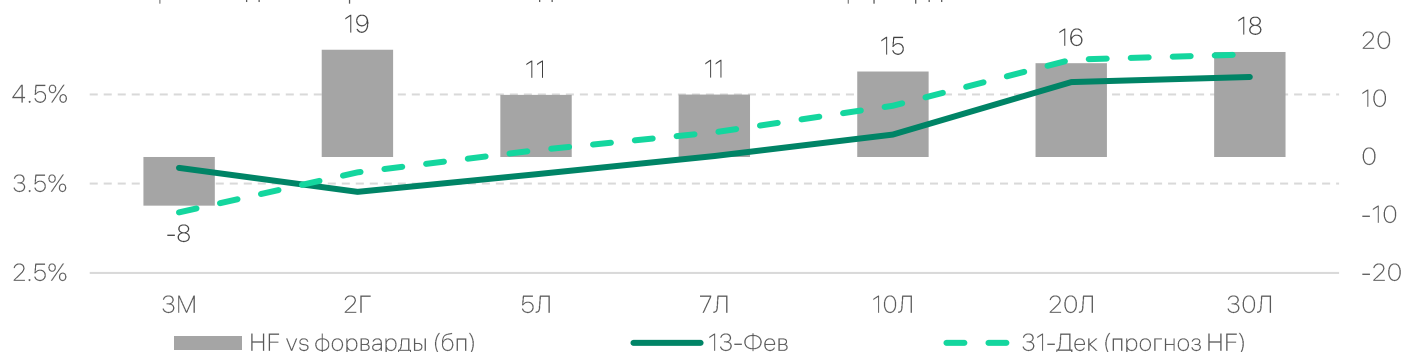
Взглянув назад, можно констатировать, что 2025 год оказался периодом высокой волатильности для казначейских облигаций США (UST), где доходности торговались в широком диапазоне, реагируя на смену противоречивых нарративов. Год начался с роста доходностей к циклическим максимумам на фоне опасений фискальной экспансии, однако уже к концу зимы настроения сменились страхами перед рецессией, что заставило рынки закладывать агрессивное смягчение политики ФРС. Весной фокус вновь сместился в сторону стагфляции после анонса тарифов Дональдом Трампом вкупе с фискальными стимулами в рамках ОВВВА, что вызвало bear steepening кривой, поддержанный ростом премии за срок из-за давления президента США на независимость центробанка с призывами агрессивно снизить ставку.

Впрочем, в начале августа рынок всколыхнул слабый отчёт по занятости за июль, и мы увидели резкое снижение доходностей по всей кривой в ожидании возобновления цикла снижения ставок. Выступление Пауэлла в Джексон-Хоуле подтвердило эти ожидания: он признал, что риски для рынка труда теперь перевешивают инфляционные риски. В итоге мы увидели 3 последовательных снижения ставки по 25 бп на заседаниях с сентября по декабрь. Тем не менее, декабрьское решение было воспринято как «ястребиное», после которого регулятор взял паузу, а доходности 10-летних нот закрыли год на уровне 4,19%, значительно выше апрельских и октябрьских минимумов. Важным техническим событием конца года стало завершение программы сокращения баланса (QT) и переход к операциям по управлению резервами (Reserve Management Purchases). Однако стоит подчеркнуть, что этот шаг не является возвратом к политике количественного смягчения (QE): покупки сфокусированы исключительно на ультракоротком сегменте кривой (T-bills) для поддержания ликвидности в банковской системе. Как следствие, эти операции не оказывают понижающего давления на доходности среднесрочных и дальних облигаций, оставляя их под влиянием фундаментальных и политических факторов.

Начало 2026 года прошло под знаком высокой неопределенности относительно преемника Джерома Пауэлла. Как мы отмечали в еженедельных обзорах в течение января, ожидание смены руководства ФРС выступало самостоятельным фактором давления на премию за срок: рынок опасался назначения радикально «голубинового» кандидата, полностью подконтрольного администрации. Однако номинация Кевина Уорша в конце января, по нашему мнению, скорее снизила риски для независимости ФРС. При этом влияние его политики на доходности остается неоднозначным. С одной стороны, готовность Уорша к решительному снижению ставок на ближнем конце может поддержать ближний и средний сегменты кривой, но с другой – его взгляды на более активное изъятие ликвидности (сокращение баланса) способны ограничить снижение доходностей в дальнем сегменте. При этом, как мы уже отмечали, председатель является лишь одним из членов FOMC. Для реализации его взглядов Уоршу потребуется выстроить внутренний консенсус, что делает резкие развороты политики ФРС в этом году маловероятными. Тем не менее, середина февраля принесла резкое снижение доходностей на фоне агрессивной переоценки рисков. Триггером стала смешанная макростатистика (противоречия в данных по труду, устойчивая базовая инфляция при снизившемся общем показателе и слабые розничные продажи), усиленная масштабными распродажами на рынке акций, что в совокупности спровоцировало классическое «бегство в качество».

В этом контексте, хотя наши фундаментальные прогнозы остаются неизменными, текущее рыночное позиционирование требует корректировки тактического взгляда. Поскольку недавнее ралли увело доходности существенно ниже наших целевых уровней, в краткосрочной перспективе мы ожидаем технической коррекции и возврата ставок к более обоснованным, высоким значениям. В дальнейшем наш базовый сценарий по-прежнему предполагает тренд на увеличение наклона кривой: мы ожидаем устойчивого снижения доходностей на ближнем сегменте на фоне двух прогнозируемых снижений ставки ФРС во второй половине года, при последующей стабилизации среднего и дальнего сегментов благодаря ослаблению давления на премию за срок после выдвижения кандидатуры Кевина Уорша на пост председателя ФРС.

Рис. 10. На фоне недавнего ралли наши ожидания значительно выше форвардов



Источник: Bloomberg, Halyk Finance

Таб. 7. Взгляд на дюрацию¹

Дюрация	Комментарий
<p>Длинные (8 лет и больше)</p> <p>-○</p>	<p>Как мы отмечали выше, совокупный эффект номинации Кевина Уорша на пост председателя ФРС для дальнего конца кривой остается неоднозначным. С одной стороны, рынок рассматривает его как институционального кандидата, что способствовало снижению премии за срок по сравнению с рисками назначения более радикальных фигур. С другой стороны, потенциальный переход к активному сокращению баланса ФРС под его руководством может оказать повышательное давление на доходности. Вне зависимости от кадровых перестановок, «якорем» для длинных облигаций остаются сильный экономический рост, инфляция выше 2% и расширение госдолга, что удерживает доходности выше психологической отметки в 4%.</p> <p>В то же время, недавнее ралли увело текущие котировки существенно ниже наших целевых диапазонов: 4,30%–4,50% по 10-летним нотам и 4,80%–5,00% по 30-летним облигациям. Эти уровни предполагают сценарий роста доходностей, что создает заметное расхождение с рынком: наши ожидания на конец года превышают закладываемые в текущие цены форвардные значения на 15–18 бп в дальнем сегменте. В связи с этим мы меняем наш тактический взгляд на негативный, ожидая коррекции перекупленности. Тем не менее, стратегически мы готовы пересмотреть взгляд на позитивный при возвращении доходностей в наши целевые диапазоны. Такой позитив будет основываться на привлекательности бумаг как источника фиксированного купонного дохода для портфеля при прогнозе стабилизации доходностей, а не на ожиданиях дальнейшей переоценки.</p>
<p>Средние (от 3-х до 7 лет)</p> <p>↓●</p>	<p>В результате агрессивного ралли доходности на среднем участке кривой опустились существенно ниже уровней, которые мы считаем справедливыми. Текущие котировки 5-летних бумаг (3,61%) и 7-летних нот (3,81%) торгуются с заметным дисконтом к нашим прогнозным значениям на конец года, которые составляют 3,88% и 4,08% соответственно.</p> <p>Наши прогнозные уровни доходности превышают закладываемые рынком форвардные значения на 11 бп на горизонте 5 и 7 лет. Мы считаем, что текущие цены не предлагают достаточной премии, в связи с чем мы меняем наш тактический взгляд на негативный, ожидая коррекционного роста доходностей к нашим целевым ориентирам.</p>
<p>Короткие (2 года и меньше)</p> <p>●</p>	<p>Мы ожидаем снижения ставок на денежном рынке во второй половине года вслед за снижением ставки ФРС на 50 бп. С этой точки зрения наши ожидания не отличаются от консенсус-прогноза рынка, что отражается в доходностях по 1- и 2-летним нотам, находящимся на уровне в 3,40%–3,50%. Мы ожидаем, что 2-летние ноты продолжат торговаться в диапазоне 3,45%–3,65% в течение всего года, что означает отсутствие перспектив для ценового роста бумаг на данном участке, так как рынок уже «отыграл» будущее смягчение политики ФРС. В свою очередь, инвестиции на денежном рынке продолжают быть сопряжены с негативным эффектом от реинвестирования по более низким ставкам в будущем. В совокупности, такой расклад оправдывает наш негативный взгляд на инвестиции на данном сегменте кривой.</p>

Корпоративные облигации входили в 2025 год с кредитными спредами, уже находившимися у многолетних минимумов по всем сегментам. В тех условиях, учитывая высокую экономическую, торговую и геополитическую неопределенность, наша стратегия предполагала защитное позиционирование с перевесом в пользу облигаций инвестиционного уровня (US IG), где риск расширения спредов виделся нам ограниченным.

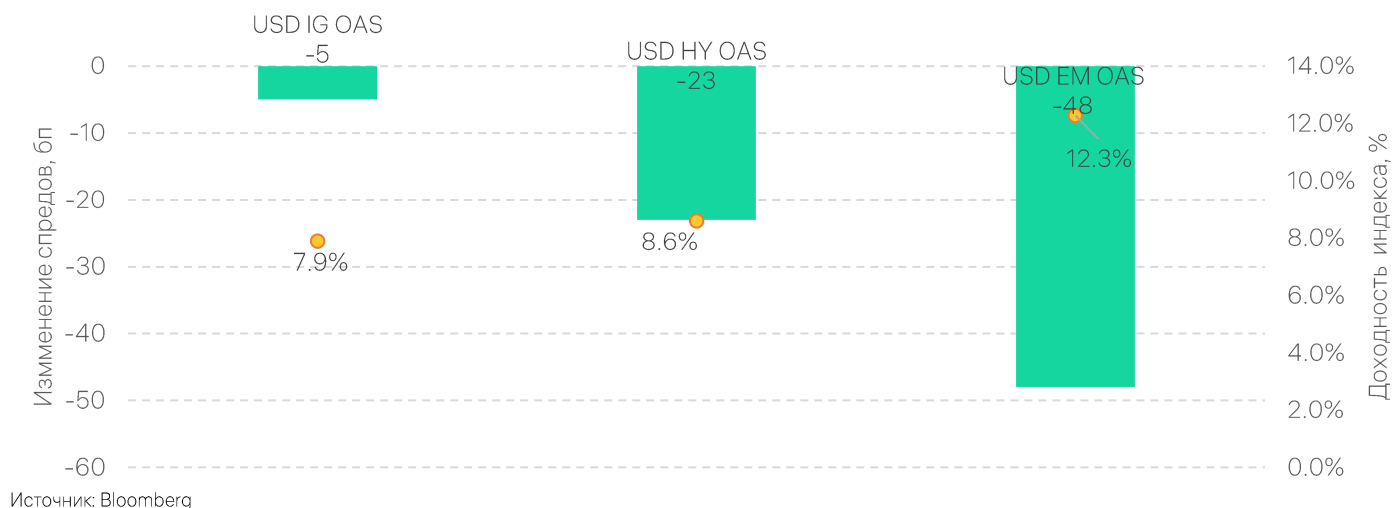
Вопреки нашему консервативному прогнозу, спреды в сегменте высокодоходных облигаций (US HY) продолжили агрессивное сужение на 23 бп (против лишь 5 бп у IG бумаг), завершив год в районе 3-го процентиля исторических значений с 2000 года. Этот феномен объясняется высокой корреляцией HY-сегмента с рынком

¹ Мы хотим отметить риски для нашего прогноза, носящие двусторонний характер. С одной стороны, потенциальная отмена Верховным судом тарифов, введенных в рамках IEEPA, создает риск роста доходностей на фоне усиления фискальных опасений, поскольку данные поступления служат источником финансирования для налоговых стимулов OBVBBA (хотя, как мы уже неоднократно отмечали, у администрации сохраняется широкий арсенал альтернативных инструментов для введения пошлин). С другой стороны, доходности могут резко снизиться в случае реализации альтернативного сценария – при значительном ухудшении ситуации на рынке труда или росте опасений рецессии, восстановив спрос на казначейские облигации в качестве защитного актива.

акций: облигации с рейтингом ниже инвестиционного выступили в роли прокси на общее ралли риск-активов, проигнорировав макроэкономические страхи. Однако с точки зрения совокупной доходности отставание качественных бумаг было не столь значительным: индекс US IG показал доходность 7,90%, уступив индексу US HY всего 0,70%.

Безусловным лидером года стали облигации развивающихся рынков (EM), прибавившие 12,3%. Данный класс активов выиграл от сочетания высокого купонного дохода и сужения спредов на фоне поиска инвесторами доходности за пределами дорогих рынков США. Дополнительную поддержку оказало ослабление доллара США, что снизило долговую нагрузку на эмитентов и улучшило их кредитные профили.

Рис. 11. По итогам 2025 года в лидерах оказались облигации EM эмитентов

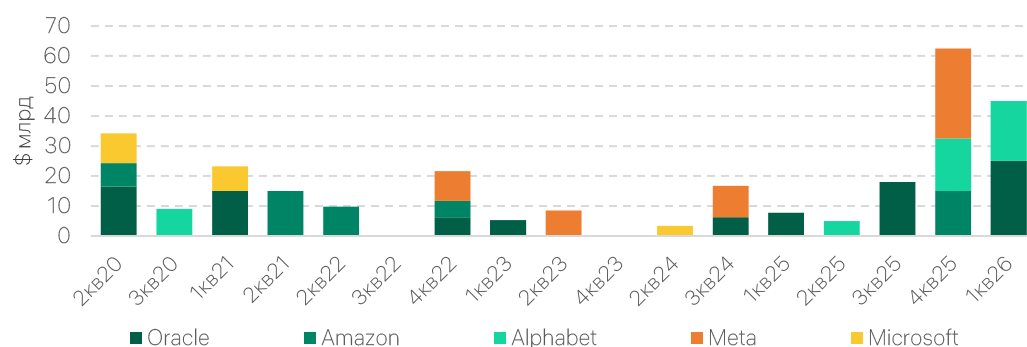


Таб. 8. Взгляд на корпоративные облигации

Класс	Комментарий
-------	-------------

Наш базовый сценарий на 2026 год предполагает умеренное расширение спредов на 10–20 бп под давлением беспрецедентного объема нового предложения. Ключевым фактором роста первичного рынка является расширение выпуска долга, связанного с инвестициями в инфраструктуру ИИ, во многом подпитываемое выходом гиперскейлеров на долговые рынки во второй половине 2025 года. Дополнительным драйвером выступает ожидаемая активизация долгового финансирования сделок M&A. Значимость данного тренда подтверждается внешними оценками: по прогнозам аналитиков JP Morgan, объем выпуска долга под цели развития ИИ может достичь \$300 млрд, а под сделки слияний и поглощений – около \$230 млрд. И хотя высокий спрос со стороны институциональных инвесторов, стремящихся зафиксировать доходности, способен абсорбировать часть этого объема, столь значительный рост предложения неизбежно приведет к переоценке рыночного равновесия и требованию дополнительной премии за риск.

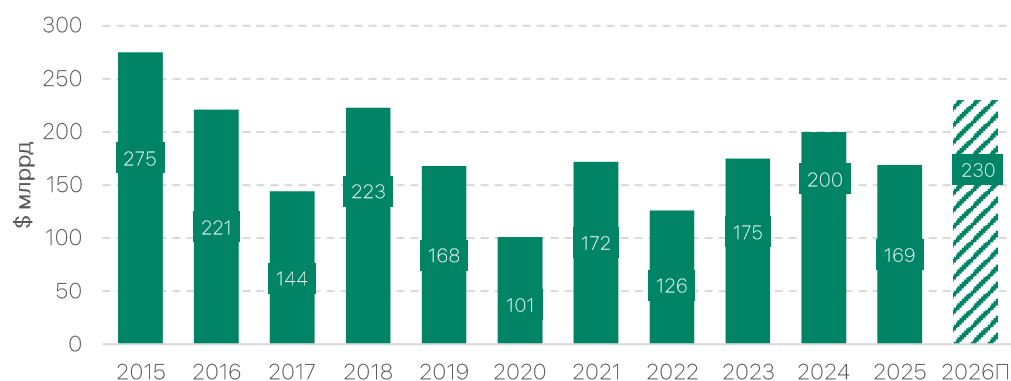
Рис. 12. Гиперскейлеры начали активно выпускать облигации во 2П2025



US IG



Рис. 13. Рынок долга под M&A обновит 10-летний максимум



Источник: Bloomberg, JP Morgan

В этих условиях мы понижаем наш взгляд на данный класс кредитного риска до «нейтрального». В настоящий момент наша модель предполагает совокупную доходность US IG индекса в 0,9%, однако мы отмечаем, что это связано с нашим тактически-негативным взглядом на UST. Сегмент US IG особенно чувствителен к ставкам по Treasuries из-за своей высокой дюрации. Несмотря на сдержанный прогноз в настоящий момент, сегмент сохранит привлекательность после ожидаемой нами коррекции доходностей UST благодаря своим защитным свойствам в условиях узких спредов. В этом свете, мы предпочитаем увеличивать экспозицию на сектора с сильными балансами, способные абсорбировать волатильность. В частности, мы выделяем банки (выигрывают от макросреды и регуляторного запаса прочности) и здравоохранение (низкая цикличность, стабильный денежный поток), которые выглядят привлекательно на фоне растущей долговой нагрузки в технологическом секторе.

US
HY

↑○

Фундаментальный профиль US HY эмитентов в целом остается устойчивым на фоне низких ожиданий по дефолтам и благоприятной макросреды, включая наш прогноз снижения ставки ФРС на 50 бп. Вместе с тем появляются признаки постепенной эрозии кредитного качества: растет число «падших ангелов», а баланс между понижениями и повышениями рейтингов сужается. В этих условиях потенциал дальнейшего сжатия спредов выглядит исчерпанным, и наш базовый сценарий предполагает их умеренное расширение на 40–60 бп, что мы рассматриваем как техническую нормализацию от исторически низких уровней, а не признак стресса.

Наша модель прогнозирует совокупную доходность на уровне 4,1% - самую высокую среди рассматриваемых классов кредитного риска. Но тут важно подчеркнуть: текущее лидерство HY обусловлено не фундаментальной привлекательностью, а защитными свойствами низкой дюрации (около 2,8 лет) в условиях ожидаемого нами роста ставок UST. Если исключить эффект переоценки базовых ставок, то относительная привлекательность класса снижается: в сценарии стабилизации рынка доходность US HY окажется под давлением прогнозируемого нами расширения кредитных спредов, уступая более качественным сегментам.

В связи с этим мы не рассматриваем данный класс активов как драйвер роста стоимости портфеля. При этом мы повышаем наш взгляд до «нейтрального» благодаря привлекательной текущей доходности индекса, составляющей 6,4%. Мы видим ценность в тактической покупке и удержании коротких выпусков (до 3 лет). Такой подход позволяет зафиксировать высокую купонную премию при ограниченной волатильности и снизить риски рефинансирования, связанные с масштабной «стеной погашений» 2028–2029 гг. С точки зрения качества мы придерживаемся консервативного позиционирования, отдавая предпочтение эмитентам с рейтингом BB- и выше, что дополнительно поддерживается тем, что именно в этом сегменте число повышений рейтингов все еще превышает число понижений.

USD
EM

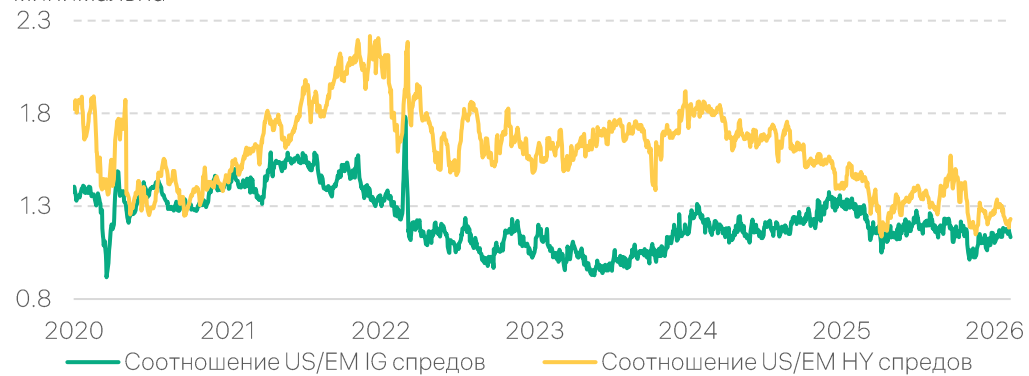
↑●

В 2026 году мы ожидаем, что сегмент долларовых облигаций развивающихся рынков (USD EM) продемонстрирует устойчивость, несмотря на временное давление со стороны базовых ставок. Текущий макроэкономический фон выглядит значительно спокойнее предыдущего года: большинство «хвостовых» рисков 2025 года, включая угрозы масштабных торговых войн и неопределенность по ставкам мировых центробанков, постепенно отходят на второй план. Это создает благоприятную среду для стабильного экономического роста в регионах EM и снижения рыночной волатильности.

Мы классифицируем USD EM как «топ пик» в спектре кредитного риска на 2026 год. Наша уверенность подкрепляется здоровым состоянием корпоративного сектора: долговая нагрузка компаний остается на консервативных уровнях, а прогнозы по дефолтам в HY сегменте находятся ниже исторических уровней. Стоит отметить, что наш текущий прогноз совокупной доходности (0,6%) выглядит скромно и является отражением высокой дюрации индекса (5,7 лет) в условиях ожидаемого нами роста ставок UST. Однако это технический момент: при стабилизации доходностей Treasuries данный класс активов продемонстрирует стремительное преимущество над аналогами (US IG и US HY) за счет более высокой купонной доходности и стабильных спредов. При этом внутри самого класса мы отдаём явное предпочтение IG бумагам. Их премия к американским аналогам находится на среднем уровне предыдущих лет, что делает их привлекательной альтернативой на фоне ожидаемого нами расширения в США. В то же время мы проявляем осторожность в отношении HY сегмента. Премия за риск в этом секторе сейчас находится вблизи минимумов последних лет относительно US HY, что, на наш взгляд, не в полной мере компенсирует возможные кредитные риски в случае локальных шоков. Тем не менее, мы сохраняем интерес к точечным покупкам коротких и средних бумаг EM HY для фиксации высокой текущей доходности в рамках стратегии удержания до погашения.

Рис. 14. IG спреды на исторических уровнях, премия в НУ

минимальна



Источник: Bloomberg

Секторальные тренды и драйверы

Финансовый сектор: Эффект «сжатой пружины»

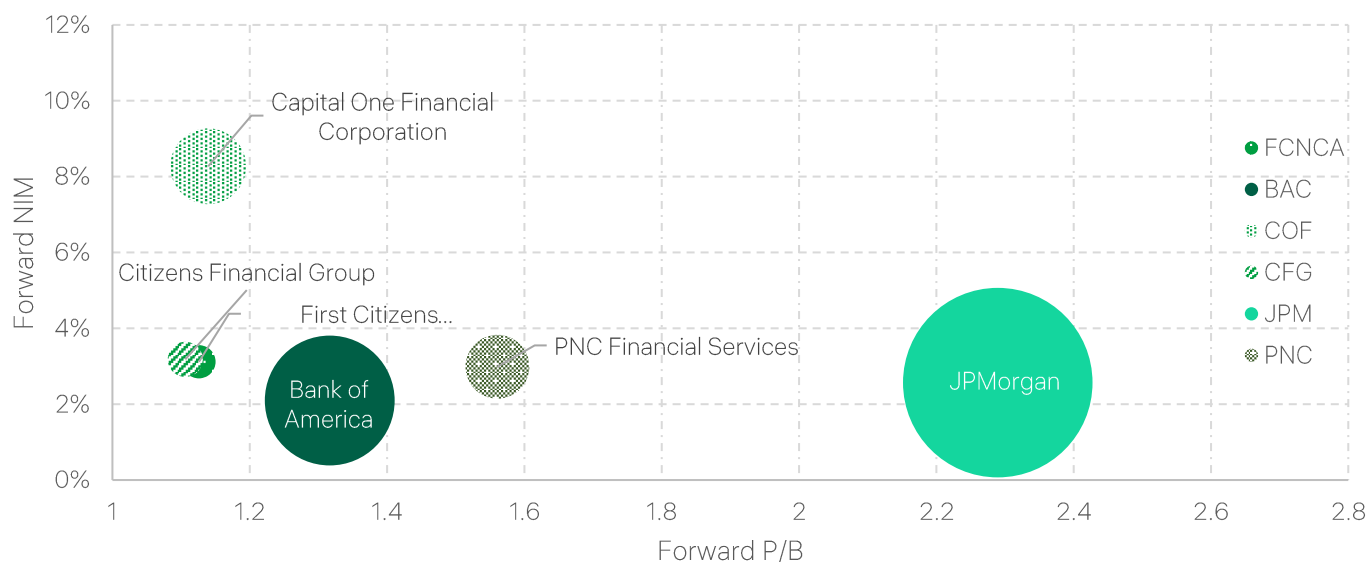
Таир Егембердиев
Старший Аналитик Департамента Торговых Идей

Финансовый сектор в 2026 году становится ключевым направлением для аллокации капитала благодаря уникальному сочетанию макроэкономических факторов. Главным драйвером выступает нормализация кривой доходности, позволяющая банкам расширить чистую процентную маржу и выйти из периода стагнации, что делает их безусловными фаворитами рынка с учетом текущей недооцененности (KRE P/E 13,0х против SPW P/E 19,4, когда историческая норма находится на уровне 75%~P/E 14.5). Этот фундаментальный позитив усиливается оживлением инвестиционного банкинга: ожидается бум M&A с ростом комиссий на 20%, возвращение IPO и масштабные проекты по финансированию ИИ-инфраструктуры.

Дополнительную поддержку оказывает сегмент финтеха, выигрывающий от опережающего роста зарплат и крупных спортивных событий (Олимпиада, ЧМ), которые стимулируют транзакции. На этом фоне аутсайдером выглядит сектор недвижимости (REITs): рост долгосрочных ставок давит на оценку активов и удорожает рефинансирование, делая его рискованным вложением по сравнению с классическими финансовыми институтами.

Финансовый сектор в 2026 году представляется одним из наиболее перспективных направлений для стратегической аллокации капитала, находясь в уникальной точке пересечения благоприятных макроэкономических факторов. Ключевым фундаментальным драйвером выступает нормализация кривой доходности, получившая импульс после назначения Кевина Уорша на пост главы ФРС. Этот шаг спровоцировал процесс, при котором доходности долгосрочных облигаций растут быстрее коротких ставок, позволяя банковской системе окончательно выйти из изнурительного периода. Банки смогут расширить чистую процентную маржу (NIM), поскольку стоимость привлечения фондирования остается относительно стабильной, в то время как кредиты в долгосрочной перспективе выдаются по существенно более высоким ставкам.

Рис. 15. Дисконт в оценке региональных банков США к широкому рынку



Источник: Bloomberg

Параллельно с монетарными факторами сектор инвестиционного банкинга входит в фазу "больших" сделок. После затишья в 2025 году рынок начинает активно реализовывать накопленный бэклог. Прогноз роста комиссионных от M&A-активности составляет около 20%, а 2026 год ожидается как период активизации IPO на фоне стабилизации макроэкономики. Важнейшую роль здесь играют знаковые сделки, такие как анонсированное слияние с участием Electronic Arts на \$55 млрд и эксклюзивные переговоры Netflix по покупке бизнеса Warner Bros. Discovery, что подтверждает возвращение аппетита к стратегическому расширению. Дополнительным мощным рычагом выступает финансирование ИИ-инфраструктуры — сегмент с потенциалом в триллионы

долларов, где инвестбанки вроде Morgan Stanley и Goldman Sachs становятся главными бенефициарами, организуя капитал для строительства дата-центров и энергетических проектов.

В сегменте финтеха и потребительских финансов также сохраняется устойчивый позитив, подкрепленный тем, что рост заработных плат продолжает опережать инфляцию, обеспечивая здоровую транзакционную активность. Последние отчеты платежных гигантов Visa и Mastercard подтвердили этот тезис, продемонстрировав опережающий рост выручки за счет трансграничных операций и маржинальных дополнительных сервисов. В 2026 году дополнительным катализатором для платежных систем выступают Олимпийские игры и чемпионат мира по футболу, которые традиционно вызывают всплеск международных трат. При этом сектор платежей активно интегрирует цифровые активы в свою инфраструктуру, что на фоне регуляторной определенности начнет вносить все более ощутимый вклад в доходы.

Выстраивая иерархию приоритетов, стоит признать фаворитом именно банковский сектор, особенно региональные банки, которые являются наиболее прямыми бенефициарами нормализации кривой доходности и при этом торгуются с заметным дисконтом к широкому рынку (KRE P/E 13,0x против SPW P/E 19,4, когда историческая норма находится на уровне 75%~P/E 14.5). Финтех остается привлекательным инструментом роста с высокой маржинальностью, хотя инвесторам следует учитывать более высокие оценочные мультипликаторы. В то же время сектор недвижимости (REITs) выглядит наиболее спорным: несмотря на общее оживление, рост доходностей десятилетних облигаций создает давление на оценку активов и удорожает рефинансирование долговой нагрузки, что может привести к отставанию этого сегмента от классических финансовых институтов в 2026 году. В текущих условиях стоит рассмотреть игроков с долгим профилем погашения долга к 2030 году и возможностью повышать стоимость аренды.

Рис. 16. Рекордный разрыв в оценке: Банки (13.0x) против Широкого рынка (19.4x)



Источник: Bloomberg

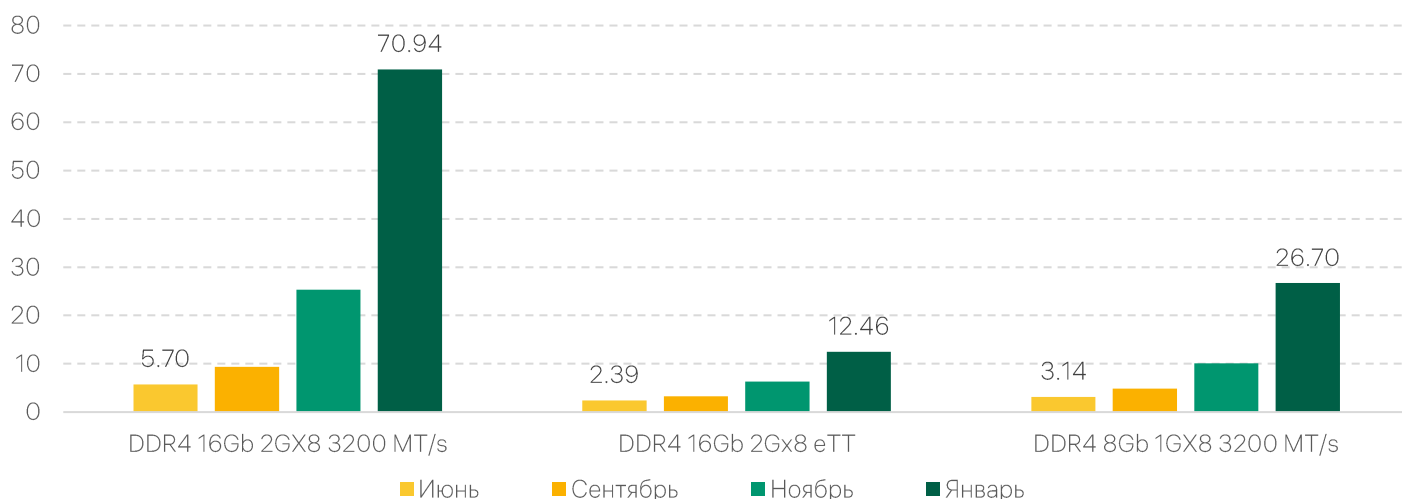
Ключевой сегмент полупроводниковой отрасли — производство чипов для ИИ — переживает заметную трансформацию драйверов роста. Ранее построенные дата-центры и закупленное «с запасом» оборудование оказались недостаточными для удовлетворения потребностей крупнейших заказчиков — гиперскейлеров. Ограниченные производственные мощности усиливают концентрацию вычислительных ресурсов в руках крупнейших игроков рынка.

В 2026 году основными факторами, ограничивающими доступ к вычислительным мощностям, становятся дефицит электроэнергии и нехватка чипов памяти. Первый фактор целесообразно рассматривать в контексте анализа сектора коммунальных услуг, поэтому на данном этапе мы сосредоточимся на причинах и последствиях дефицита полупроводниковой памяти.

Ключевая особенность рынка памяти — высокая концентрация производства: около 95% мирового выпуска DRAM приходится на три компании. Исторически это формировало выраженную цикличность отрасли: производители синхронно сокращали выпуск, стимулируя рост цен, а затем наращивали мощности вплоть до перенасыщения рынка. Подобные практики неоднократно становились предметом антимонопольных расследований в США, ЕС и Китае.

Последний цикл изначально развивался по привычной модели. Пандемия вызвала резкий рост спроса на ПК и ноутбуки, за которым в 2022 году последовали охлаждение рынка, накопление запасов и падение цен. Ответом стали масштабные сокращения производства и капитальных затрат. Однако в структуру спроса вмешался новый фактор — стремительное развитие ИИ-дата-центров, существенно изменившее баланс рынка. В последствии период снижения цен оказался кратковременным, а ранее предпринятые меры по сокращению мощностей усилили дефицит, особенно после заключения в ноябре 2025 года крупного контракта OpenAI на поставку около 30% объёма памяти, планируемого к выпуску в 2026 году. Результатом данной ситуации стал астрономический рост цен на DRAM чипы в течение второй половины 2025 года, который к текущему моменту замедлился, но не взял обратный курс.

Рис. 17. Изменение спотовых цен на самые распространенные типы DRAM памяти с июня 2025 г. по январь 2026 г. \$ за модуль



Источник: Trendforce, DRAmExchange

В отличие от потребительской электроники, ИИ-инфраструктура критически зависит от объёма и пропускной способности памяти. Современные модели и серверные решения требуют существенно больших объёмов DRAM и высокопропускной памяти (HBM), производство которой более капиталоемкое и технологически сложное. Рост выпуска HBM ограничивает доступность стандартной DRAM для потребительских сегментов даже без увеличения совокупных мощностей.

Дополнительным фактором стало распространение долгосрочных контрактов между производителями памяти и крупнейшими ИИ-заказчиками. Это снижает ценовую эластичность и усиливает давление на сегменты, не

защищённые контрактами, прежде всего на потребительскую электронику. Рост цен и дефицит памяти постепенно транслируются по всей цепочке — от ПК и смартфонов до телевизоров и автомобильной электроники.

Для инвесторов ключевой вывод состоит в том, что память всё больше превращается в стратегический ресурс для ИИ, а не в массовый циклический товар. Для потребителей это означает более высокие цены, упрощение конфигураций и ограниченную доступность устройств с большим объёмом памяти. Даже при замедлении инвестиций в ИИ возврат к прежним ценовым уровням в среднесрочной перспективе выглядит маловероятным.

В этих условиях инвесторам стоит пересмотреть экспозицию на производителей электроники и продукции с высокой долей полупроводниковых компонентов, которые могут оказаться под давлением. Наиболее уязвимы производители компьютерной техники и иной высокотехнологичной электроники. Инвестиционная история производителей памяти, на наш взгляд, в значительной степени реализована, и к концу первого квартала их акции могут перейти к коррекции с последующим длительным боковым движением. Основными бенефициарами ситуации останутся крупнейшие покупатели памяти — гиперскейлеры (Microsoft, Google, Amazon), а также компании с долгосрочными контрактами на поставку чипов, самый видный пример которых — Apple.

Компании из группы отраслей программного обеспечения и IT услуг претерпевают историческую коррекцию по причине очередной переоценки рисков массового внедрения искусственного интеллекта в существующие рабочие процессы. Данные компании, чьи котировки высоко оцениваются из-за предположений о будущем росте прибылей за счёт интеграции ИИ, крайне чувствительны к настроению инвесторов по отношению к ИИ, а январский новостной фон вокруг данной технологии мог вызывать опасения даже у самых оптимистичных из них.

Текущая конъюнктура в секторе программного обеспечения (Software) формирует одну из наиболее привлекательных точек входа за последние три десятилетия. Сектор пережил беспрецедентную для периода вне рецессий коррекцию (drawdown) на 34%, что привело к сокращению ~\$2 трлн рыночной капитализации и снижению веса индустрии в индексе S&P 500 с 12,0% до 8,4%. Данная динамика обусловлена паническими настроениями относительно «революционности» больших языковых моделей (LLM), однако мы расцениваем текущую оценку рынка как результат чрезмерно эмоциональной реакции и переоценки скорой замены продуктов программного обеспечения и IT услуг. Рынок ошибочно закладывал в цены катастрофический сценарий полного обесценения технологий искусственного интеллекта в горизонте ближайших 3–6 месяцев, отреагировав на заявления глав ключевых компаний в области ИИ о переоцененности текущих котировок в сегменте, а также слухах о возможном проведении IPO второго крупнейшего разработчика ИИ моделей – Anthropic.

Наш фундаментальный анализ показывает, что интеграция искусственного интеллекта в прикладное ПО (Application Software) носит аддитивный характер: технологии будут дополнять рабочие процессы, усиливать платформы и создавать возможности для дополнительных наценок, а не замещать их. Корпоративный софт глубоко интегрирован в бизнес-процессы и защищен высокими издержками на замену систем и долгосрочными контрактами, что создает мощный защитный ров для существующих лидеров, по причине чего ИИ будет развиваться через интеграцию с существующими экосистемами, а не за счёт их полной замены на новые продукты. Техническая картина также подтверждает вероятность резкого разворота на фоне исторической диспропорции в позиционировании: чистая экспозиция инвесторов в Software упала до 1-го перцентиля (минимум с 2018 года), тогда как позиционирование в полупроводниках достигло 100-го перцентиля.

При этом фундаментальный профиль сектора остается устойчивым: консенсус-прогнозы на 2026 год предполагают двузначный рост выручки (+16,5%) и прибыли (+16,8%) с расширением маржинальности, а мультипликаторы форвардного P/E сжались до 23,6х, что соответствует минимумам пост-ковидных распродаж. В рамках данной стратегии мы рекомендуем аллокацию в корзину «ИИ-устойчивых» компаний с упором на устоявшихся лидеров со стабильными финансовыми показателями. Главным фаворитом выступает кибербезопасность (Palo Alto Networks, CrowdStrike Holdings и SentinelOne), где баланс рисков смещен в сторону отскока ввиду критической важности защиты IT инфраструктуры во всех секторах экономики. Ближайшими катализаторами переоценки станут отчеты о прибылях и предстоящая серия дней инвестора, которые позволят менеджменту деконструировать «медвежий» нарратив.

Рис. 18. Сжатие мультипликаторов на фоне роста прогнозов прибыли в секторе ПО



Источник: Bloomberg, Halyk Finance

Драгоценные и промышленные металлы в ударе

Минувший год стал удачным для рынка металлов и запомнился обновлением многих рекордов. Золото, серебро, платина, медь, палладий и другие драгоценные и промышленные металлы продемонстрировали высокие темпы роста. Невзирая на короткие временные отрезки коррекционного движения, золото в течение года неуклонно следовало вверх и выросло в стоимости на 65%, завершив год на отметке в \$4 319.4. Начало года выдалось достаточно сильным и драгоценный металл вновь заставил говорить о себе.

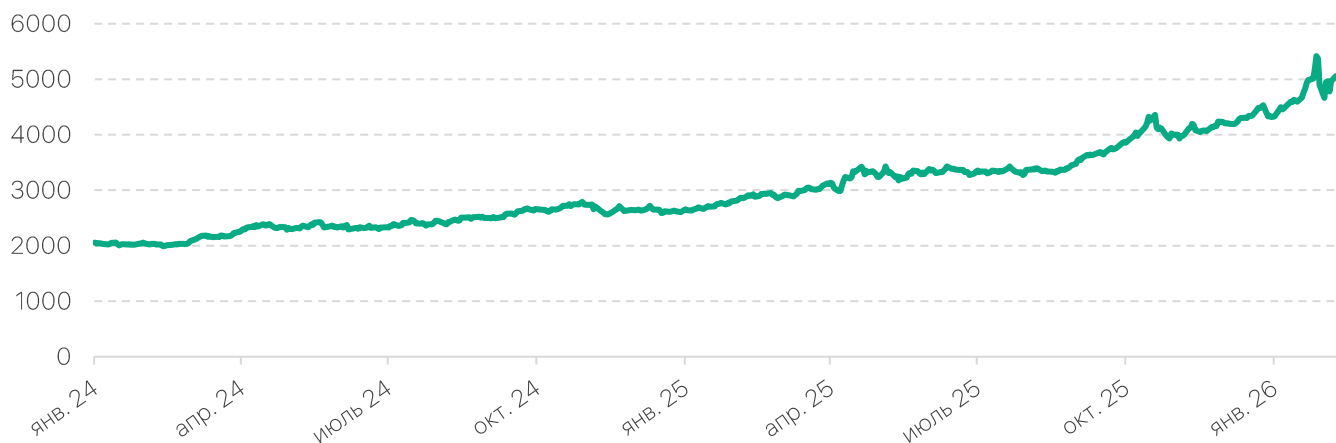
Золото — главный бенефициар перемен в инвестиционных трендах

После роста на 27% в 2024 году, золото в следующем году ускорило восходящую динамику, обновив ряд значимых рекордов. В 2025 году драгоценный металл вырос в стоимости на 65% и в моменте торговался выше \$4 500 за тройскую унцию. Более впечатляющую динамику роста зафиксировали котировки золотодобывающих корпораций, особенно популярные канадские и американские производители металла, которые существенно опередили рост самого базового актива. Некоторые из них подорожали в стоимости несколько раз.

2026 год драгоценный металл начал ударно, продолжив ралли последних двух лет. Котировки золота в третьей декаде января впервые в истории прорвали психологический уровень в \$5 000 за тройскую унцию и обновили рекордные вершины, завершив торги у границ \$5 420 за тройскую унцию. На фоне значительного удорожания базового актива, бенефициарами роста стоимости металла выступили золотодобывающие корпорации, которые продолжили обновлять максимумы и выросли более чем на 20–30%, существенно опередив подъём всего рынка.

Достижение амбициозной отметки в \$5 000 за тройскую унцию произошло намного раньше, чем того ожидали эксперты популярных инвестиционных банков, которые заблаговременно предугадали и рассмотрели зарождающийся тренд по будущему росту спроса инвестиционного интереса к металлу. Так, например JP Morgan ещё в декабре прогнозировал, что ориентир золота в \$5 000 за тройскую унцию может быть достигнут лишь к 4кв2026 г. При этом по их оценкам в долгосрочной перспективе возможен рост котировок до \$6 000 за унцию.

Рис. 19. Изменение стоимости золота. \$/тройская унция



Источник: Bloomberg

Геополитика и ослабление доллара США двигают золото вверх

Исторически ослабление курса доллара США и низкие процентные ставки в США усиливают привлекательность металла. В текущем году рынок прогнозирует, что Федерезерв продолжит цикл смягчения курса денежно-кредитной политики и дважды понизит ставку в общей сложности на 0.5% до 3.25% годовых. В дополнение к вышесказанному экономическая неопределённость и рост геополитических рисков поддерживают интерес к золоту (задержание президента Венесуэлы — Николаса Мадуро, риски захвата Тайваня и Гренландии).

Значимость Тайваня в отрасли производства микросхем, потеря острова угрожает США попасть в полупроводниковую зависимость от Китая, что конечно же не входит в планы Вашингтона.

В конце 2025 года Китай приступил к масштабным военным учениям у берегов Тайваня и накануне представитель МИД КНР Мао Нин после комментариев Трампа относительно того, что Китай не решится на силовое решение

Высокий спрос на золото со стороны мировых ЦБ

Драйвером роста спроса на золото в последние годы выступали главным образом мировые центробанки. Особенно в покупках преуспели регуляторы развивающихся стран. В Европе «пальму первенства» занимает Польша. В Азии активные покупки металла отметились центробанки крупнейших экономик региона Китая и Индии. Не отстают от них в 2025 году Турция и Казахстан, которые в январе–ноябре 2025 года на двоих приобрели более 109 тонн золота, что по текущим ценам (\$5 000 за тройскую унцию) равноценно \$17.5 млрд.

Таб. 1. Покупки золота со стороны мировых ЦБ

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	LTM
Спрос со стороны мировых ЦБ	605.4	254.9	450.1	1 080.0	1 050.8	1 089.4	998.6
Средняя стоимость золота	1 392.6	1 769.6	1 798.6	1 800.1	1 940.5	2 386.2	3 198.8
Глобальный спрос	4 887.9	4 739.2	4 709.7	4 774.9	4 944.1	4 957.3	5 001.9
Доля ЦБ в мировом спросе	12.4%	5.4%	9.6%	22.6%	21.3%	22.0%	20.0%

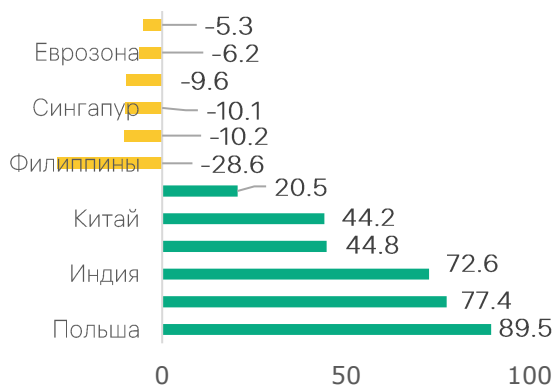
Источник: World Gold Council (WGC)

Центробанки являются нетто-покупателями золота на протяжении шестнадцати лет подряд

В 2022 году, в самый пик геополитических потрясений, спрос на золото со стороны мировых регуляторов впервые в истории превысил 1000 тонн и на протяжении трёх лет подряд сохраняется выше данного уровня. В январе–сентябре 2025 года, по данным отраслевой организации World Gold Council (здесь и далее WGC) центробанки приобрели 633.6 тонн золота и почти 1 000 тонн за последние 12 месяцев.

Несмотря на ожидаемое снижение потребления металла со стороны ЦБ ввиду рекордных цен на золото, текущий уровень покупок актива кратно выше уровней прошлых лет. К примеру, в период с 2010–2021 гг. средний годовой объём покупок золота составлял 473 тонны, что более чем в два раза меньше объёмов покупок на сегодняшний день.

Рис. 20. Крупнейшие покупатели (продавцы) золота за 2024 г., тонн



Источник: World Gold Council

Рис. 21. Крупнейшие покупатели (продавцы) золота за 11M25 г., тонн



Кто станет основными покупателями золота в 2026 году?

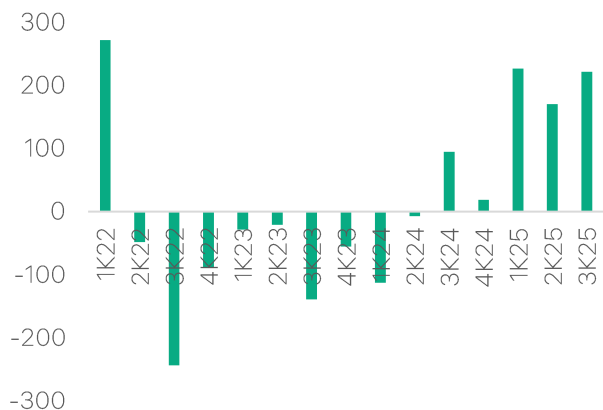
После четырёх лет снижения в прошлом году отмечались активные притоки в золото со стороны биржевых инвестиционных фондов (ETF) и инвесторов (фьючерсы, монеты, слитки), что поддержало спрос на металл. По данным WGC притоки в мировые ETF, в ноябре 2025 года, составили \$5.2 млрд и в годовом исчислении растут на протяжении шести месяцев подряд.

Золотодобывающие ETF за первые девять месяцев 2025 года приобрели 712.6 тонн золота и в абсолютном выражении фонды привлекли внушительные \$77.3 млрд. Хотя и объёмы покупок ноября меньше рекордного уровня октября, всё же объёмы приобретений сегодняшних дней ощутимо выше уровней прошлого.

Активные притоки в азиатские ETF

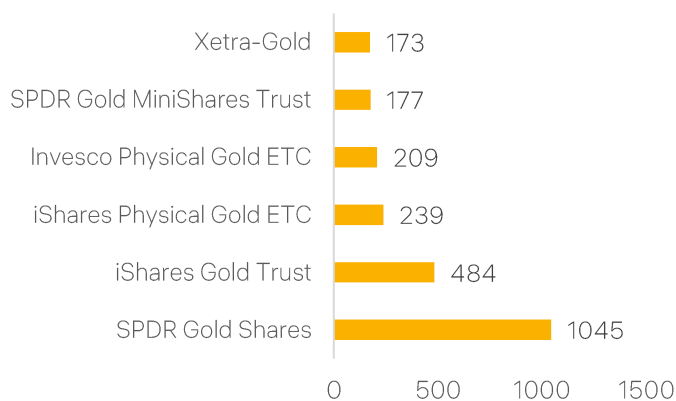
Активные покупки металла возглавили фонды из Азии, в то время как прежде лидером по приобретению золота со стороны ETF были американские фонды. В результате общий объём активов под управлением (AUM) золотых ETF достиг очередного рекордного максимума и превысил \$530 млрд. При этом исторические максимумы также были установлены по объёмам владения физического золота.

Рис. 22. Крупнейшие покупатели (продавцы) золота за 2024 г., тонн



Источник: World Gold Council

Рис. 23. Крупнейшие покупатели (продавцы) золота за 11M25 г., тонн



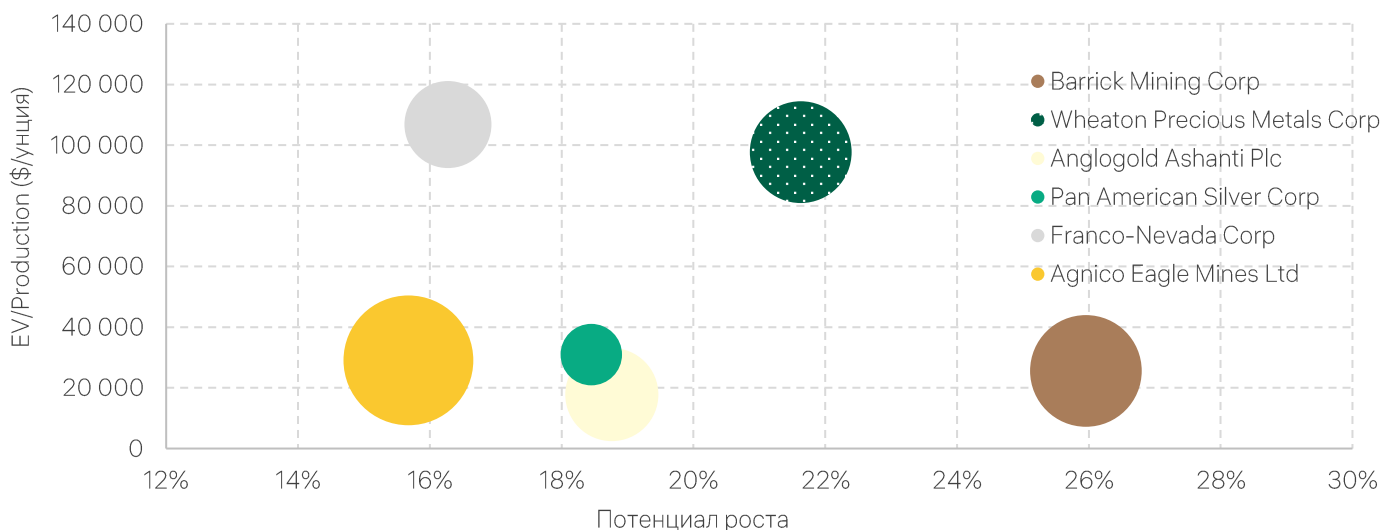
В ноябре азиатские ETF приобрели 23.6 тонн золота на сумму \$3.2 млрд. Лидерами по покупкам металла являются в основном китайские фонды, а именно Huaan Yifu Gold ETF (+7.3 тонн), Guotai Gold ETF (+2.5), E Fund Gold Tradable Open-end Securities Investment Fund (+1.7 тонн), а также Bosera Gold Exchange Trade Open-End Fund ETF (+1.5 тонн). В заслуженном списке также оказался фонд из Японии Japan Physical Gold ETF, который в ноябре приобрёл 3.7 тонн металла.

Притоки в североамериканские фонды продолжают расти на протяжении шести месяцев подряд и в ноябре превысили \$1.0 млрд (7.3 тонн). Наибольшие покупки взяли на себя крупнейшие по объёму владения физического золота и популярные американские фонды как SPDR Gold Shares (+6.3 тонн) и iShares Gold Trust (+1.0 тонн).

Наше мнение и как эти тренды инвестор может обратить в пользу

Как уже отмечалось ранее, после роста на 27% в 2024 году золото в прошлом году ускорило восходящую динамику и прибавило 65%. Фонды, отслеживающие динамику изменения цен золота, зафиксировали аналогичную с базовым активом доходность. Однако, более впечатляющую динамику роста продемонстрировали акции золотодобывающих корпораций, особенно популярные канадские производители, которые существенно опередили рост самого золота.

Рис. 24. Наиболее интересные игроки золотодобывающей отрасли



Разворот нефтяных котировок

Цены на нефть после кратковременного ухода ниже психологического уровня в \$60 за баррель в начале года сумели найти в себе силы оттолкнуться от минимумов и продемонстрировать заметное восстановление, приблизившись к \$70 за баррель вопреки достаточно пессимистичным настроениям в отношении «чёрного золота» на Уолл-стрит. Восстановление нефтяных котировок наряду с наблюдаемой ротацией инвесторов в пострадавшие и отставшие сектора экономики помогли сектору энергетики зафиксировать в начале года одни из самых высоких темпов роста.

Рост цен на нефть и возвращение инвесторов в сектор энергетики

В начале года цены на сырьё резко ушли вверх в ответ на дерзкую операцию США по задержанию президента Венесуэлы — Николаса Мадуро. Хотя и Венесуэла уже долгое время не является значимым игроком на мировом рынке нефти, но всё же контролирует менее 1% от мирового предложения нефти и в перспективе, при достаточных вложениях и развитии нефтяной отрасли страны, производство «чёрного золота» в Венесуэле может вернуться к прошлым историческим максимумам на уровне 3.5 млн барр/с, которые были достигнуты в конце 1990-х.

По самым разным оценкам, Венесуэла на сегодняшний день добывает порядка 800–900 тыс. барр/с и может похвастаться одними из самых крупных запасов нефти в мире. Установление США контроля за нефтяной индустрией страны усилило инвестиционный интерес в отношении американских «мейджоров» и игроков из сферы переработки энергоносителей, которые по мнению инвесторов могут стать основными бенефициарами этих самых перемен.

Так, например такие крупные американские нефтяные компании, как Chevron и Exxon Mobil выросли с начала года на 22% и 29% соответственно, существенно опередив подъём рынка за данный отрезок времени. Узнаваемые компании из отрасли «переработки и маркетинга» Phillips 66, Marathon Petroleum и Valero Energy также отметились высокими темпами роста и прибавили 25%, 28% и 25% соответственно. Меньшие темпы роста в секторе энергетики показали лишь игроки из отрасли транспортировки нефти (Midstream). К примеру, Energy Transfer и Enterprise Products Partners выросли с начала года на 10%.

Вашингтон преследуют собственные интересы

В том, что Вашингтон преследует собственные, в том числе и коммерческие интересы в регионе сомневаться не приходится. После осуществления операции по задержанию Мадуро и его жены, президент США — Дональд Трамп в своей социальной сети Truth Social сообщил, что Венесуэла поставит США от 30 до 50 млн баррелей высококачественной нефти. Сообщается, что сырьё перевезут в США, где оно будет реализовано по рыночным ценам.

Полученные средства, по заявлениям Трампа, будут направлены на благо народов Венесуэлы и США, при этом глава Белого дома пообещал взять этот вопрос под личный контроль. Таким образом, заметный рост котировок американских нефтяных компаний произошёл, как за счёт восстановления цен на нефть, так и на ожиданиях, что установление США контроля за энергетической отрасли Венесуэлы положительно скажется на их деятельности.

Таблица 1. Мировой спрос на нефть, млн барр/с

	2026				2027				2025	2026	2027
	1К	2К	3К	4К	1К	2К	3К	4К			
ОЭСР	45.58	45.56	46.33	46.05	45.57	45.76	46.35	46.08	45.8	45.88	45.94
США	20.3	20.6	20.78	20.66	20.32	20.82	20.8	20.68	20.57	20.59	20.66
Канада	2.40	2.37	2.48	2.42	2.39	2.36	2.50	2.44	2.39	2.42	2.42
Европа	13.11	13.46	13.87	13.43	13.1	13.48	13.89	13.45	13.45	13.47	13.48
Япония	3.39	2.78	2.83	3.13	3.33	2.73	2.78	3.08	3.08	3.03	2.98
Прочие страны ОЭСР	6.26	6.23	6.24	6.29	6.31	6.24	6.24	6.31	6.17	6.26	6.28
Страны не ОЭСР	57.87	59.17	59.3	59.28	59.04	60.45	60.45	60.56	57.79	58.91	60.13
Евразия	4.83	4.99	5.31	5.19	4.84	5.00	5.32	5.21	5.09	5.08	5.09
Европа	0.77	0.8	0.82	0.82	0.77	0.80	0.82	0.82	0.8	0.8	0.8
Китай	16.73	16.9	16.65	16.96	16.84	17.12	16.87	17.19	16.6	16.81	17.01
Прочие страны Азии	15.33	15.47	15.04	15.49	15.95	16.09	15.64	16.09	14.85	15.33	15.94
Другие страны не ОЭСР	20.21	21.02	21.49	20.82	20.63	21.44	21.8	21.25	20.46	20.89	21.28
Глобальный спрос	103.45	104.74	105.63	105.34	104.61	106.21	106.79	106.64	103.59	104.79	106.07
Профицит (дефицит)									2.7	3.06	2.68

Источник: Energy Information Administration (EIA)

Таблица 2. Динамика баланса спроса и предложения нефти на рынке, млн барр/с

	2026				2026				2025	2026	2027
	1K	2K	3K	4K	1K	2K	3K	4K			
Производство	106.77	107.76	108.31	108.52	108.17	108.57	108.92	109.33	106.29	107.85	108.75
Потребление	103.45	104.74	105.63	105.34	104.61	106.21	106.79	106.64	103.59	104.79	106.07
Профицит (Дефицит)	3.32	3.02	2.68	3.18	3.56	2.36	2.13	2.69	2.7	3.06	2.68

Источник: Energy Information Administration (EIA)

Геополитика выходит на передний план

Энергетический сектор вырос на ожиданиях получения доступа к дешёвой венесуэльской нефти, а также восстановления цен на энергоносители, которые усилили положительную динамику на фоне обострения градуса накала политических протестов в Иране. Непокойная обстановка могла привести к перебоям с поставками нефти из страны. Кроме того, сохраняются риски авиаударов США по Ирану, что может парализовать добычу нефти в стране. На сегодняшний день страна добывает порядка 3 млн барр/с, что делает его одним из крупнейших игроков нефтяного рынка в регионе.

Риски с перебоями поставок поддержали цены на сырьё, при этом Вашингтон может воздействовать на Тегеран не только потенциальными авиаударами по стране, которые мы могли наблюдать уже в июне прошлого года, но и другими аргументами силового решения вопроса. Накануне стало известно, что США рассматривают возможность захвата иранских нефтяных танкеров ради оказания воздействия на Иран в вопросе его ядерной программы.

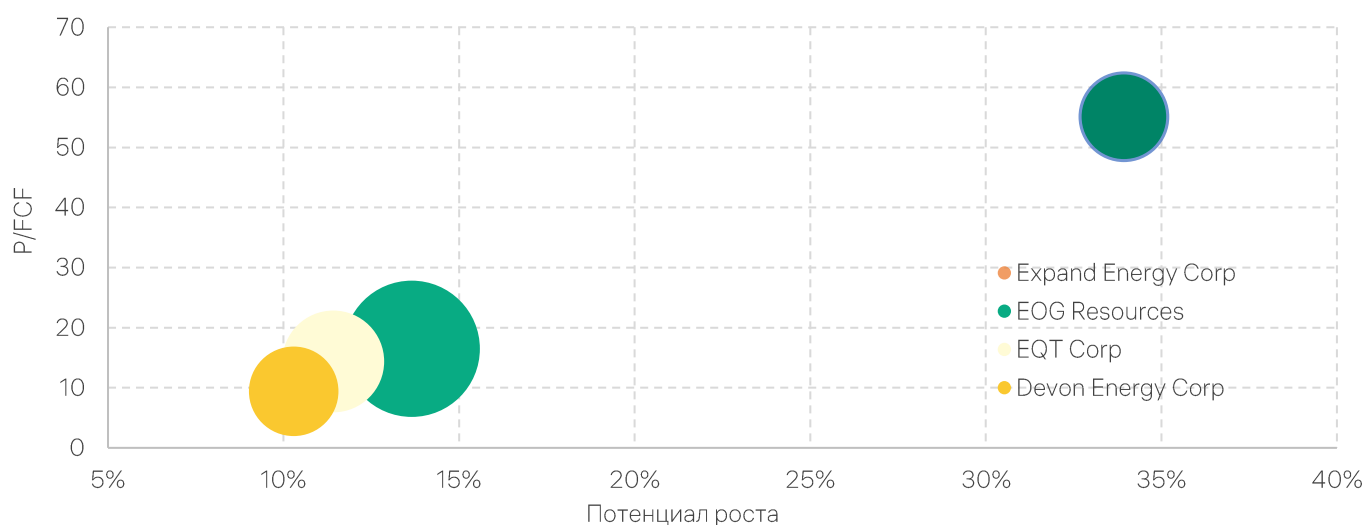
Расширение профицита нефти

По данным Управления энергетической информации (EIA), профицит на рынке нефти расширится в 2026 году до 3.06 млн барр/с в сравнении с 2.7 млн барр/с годом ранее. В 2027 году профицит на рынке нефти уменьшится до 2.68 млн барр/с. Избыток предложения нефти на рынке во многом обеспечили страны, входящие в ОПЕК, которые в прошлом году приступили к увеличению объёмов добываемой нефти. Так, нефтедобыча картеля по данным EIA увеличилась в 2025 году сразу на 1.81 млн барр/с до 33.79 млн барр/с и в текущем году эксперты прогнозируют расширение добычи до 34.29 млн барр/с и до 34.63 млн барр/с в 2027 году.

Наше мнение и куда инвестировать инвесторам в 2026 году

Как уже отмечалось ранее сектор энергетики показал высокие темпы роста с начала года. Многие популярные энергетические компании зафиксировали двузначную положительную динамику, отдельные из них выросли на 25% и более процентов. В этой связи, текущий потенциал многих качественных игроков энергетической отрасли остаётся ограниченным, однако на Уолл-Стрит ещё остались представители энергетического сектора, которые могут предложить инвесторам достаточный апсайд (исходя из средней рыночной 12МЦЦ). Они приведены ниже.

Рис. 25. Наиболее интересные игроки энергетической отрасли



Выбор секторов для инвестирования

Амир Актанов
Главный аналитик Департамента Торговых Идей

Сектор экономики	Комментарий
Энергетический ○	<p>Цены на нефть после кратковременного ухода ниже психологического уровня в \$60 за баррель в начале года сумели найти в себе силы оттолкнуться от минимумов и продемонстрировать заметное восстановление, приблизившись к \$69-70 за баррель вопреки достаточно пессимистичным настроениям в отношении «чёрного золота» на Уолл-стрит. Восстановление нефтяных котировок наряду с наблюдаемой ротацией инвесторов в пострадавшие и отставшие сектора экономики помогли сектору энергетики зафиксировать в начале года одни из самых высоких темпов роста.</p> <p>Фаворитами среди инвесторов оказались представители отрасли Upstream и Downstream, в то время как транспортировщики сырья (Midstream) зафиксировали меньшие темпы роста. Вопреки «мрачным прогнозам» аналитиков на текущий год нефтяные котировки торгуются заметно выше своих прогнозных значений на 2026 год. Между тем, Управление энергетической информации (EIA) прогнозирует расширение профицита нефти в 2026 году и его увеличение до 3.06 млн барр/с в сравнении с 2.7 млн барр/с в 2025 году. Излишек нефти на рынке в теории будет оказывать давление на цены на нефть.</p> <p>По оценкам организации (EIA) средняя стоимость нефти марки Brent в текущем году уменьшится до \$58 за баррель и до \$53 за баррель в 2027 году. Международные эксперты из числа Goldman Sachs и JPMorgan Chase прогнозируют нефть на уровне \$56 и \$58 за баррель в 2026 году. Консенсус-прогноз по рынку по нефти на 2026 год составляет \$61.4 за баррель, и мы ожидаем, что на горизонте до конца года нефтяные котировки перейдут к снижению и будут торговаться ниже \$65 за баррель. Таким образом, принимая во внимание впечатляющий рост капитализации энергетических компаний с начала года и перспективы коррекционного движения вниз нефтяных котировок, мы выносим нейтральную рекомендацию сектору. Заложенный нами рост сектора произошёл уже в начале года.</p>
Материалов ○	<p>Сектор материалов в индексе S&P 500 в большей степени представлен химической отраслью (производители удобрений, пластика, упаковки и тд), при этом оставшаяся половина представлена горнодобывающими компаниями, представляющие отрасли золота, меди и стали. Золотодобывающие, медные и сталелитейные компаний с начала года зафиксировали положительную динамику выше роста самого рынка, при этом в лидерах вновь оказались золотодобывающие предприятия.</p> <p>Популярные золотодобывающие корпорации с начала года отметились впечатляющими темпами роста, которые оказались выше роста самого базового актива и рынка в целом. Золото за данный период повысилось в стоимости на 16.7%, а биржевой инвестиционный фонд VanEck Gold Miners ETF — GDX, который включает в себя популярных игроков отрасли, вырос за аналогичный период на 21.2%. В его составе крупнейшие составляющие фонда Newmont Corp (+26%), Agnico Eagle Mines (+28%), AngloGold Ashanti (+29%), Wheaton Precious Metals (+24%) и другие зафиксировали высокие темпы роста.</p> <p>Цены на золото в январе торговались выше \$5 400 за тройскую унцию и на сегодняшний день откатились к \$5 000 за тройскую унцию. Для</p>

долгосрочных инвесторов мы рекомендуем откупать акции золотодобывающих производителей на коррекциях. Хотя и сегодняшние медианные и средние оценки по золоту на 2026 год говорят в пользу его снижения с текущих уровней, однако история недавнего прошлого, позволяет утверждать, что в среднем рынок недооценивает драгоценный металл.

Наиболее оптимистичные оценки по золоту на рынке вновь были выданы JPMorgan Chase, который лучше всех предугадал ралли по металлу. Прогноз инвестиционного банка по золоту на 2026 год составляет \$5 708 за тройскую унцию с перспективой его дальнейшего подорожания до \$6 550 за тройскую унцию. Столько амбициозные отметки по золоту на рынке видит лишь JPMorgan. Средний прогноз на 2026 год составляет \$4 514 за тройскую унцию.

Сектор товаров вторичного спроса просел с начала года во многом за счёт коррекции крупнейших его представителей, а именно Amazon (-14%) и Tesla Motors (-7%). Некоторое лидерство в составе сектора продолжают удерживать операторы круизных лайнеров, самые популярные из которых обновили многомесячные максимумы и накануне зафиксировали заметные темпы роста на фоне публикации положительных квартальных отчётов. Среди них стоит выделить такие истории как Viking Holdings, Carnival и Royal Caribbean.

На сегодняшний день мы наблюдаем коррекцию по акциям сервисов бронирований и размещений. Наиболее узнаваемые игроки отрасли, такие истории как Booking Holdings, Airbnb, Expedia снизились с начала года на 10–30%, и принимая во внимание двузначные темпы снижения, произошедшие в большей степени на фоне усиления геополитических рисков, связанных с политикой Дональда Трампа (приостановка обработки иммиграционных виз для граждан 75 стран) мы ожидаем, что инвесторы переоценили данные риски и рекомендуем присмотреться к ним.

Отрасль туризма ещё в 2024 году полностью восстановилась после пандемии COVID-19 и на сегодняшний день продолжает расти устойчивыми темпами. Расширение маршрутной сети со стороны авиакомпаний, изменения в потребительских предпочтениях, в рамках которых клиенты уделяют больше внимания путешествиям по сравнению с прошлым поколением, рост доли среднего класса, а также всплеск туристической активности, главным образом в развивающихся странах мира подпитывают отрасль туризма.

По данным Международной ассоциации воздушного транспорта (IATA), численность перевезённых пассажиров авиатранспортом в 2025 году достигла почти 5.0 млрд (+4.3%), и по оценкам экспертов расширится до 5.2 млрд (+4.4%) в 2026 году. Прогнозные значения на 2025–2026 гг превышают доковидный показатель 2019 года на 9.3% и 14.1% соответственно. Таким образом, недавняя коррекция по акциям сервисов бронирований путешествий создаёт прекрасную возможность присмотреться к лидерам отрасли туризма.

Товаров
вторичного
спроса



Сектор экономики	Комментарий
Промышленности	<p>В текущий момент обеспокоенность вызывает снижение спроса на промышленную продукцию на фоне ослабления потребления, а также рост себестоимости комплектующих, поскольку значительная часть производственных цепочек включает иностранных поставщиков, попадающих под тарифные ограничения (в ряде случаев — многократные). В случае двойного тарифного налогообложения, усложнение цепочки поставок скорее толкает американских производителей к полному переходу на иностранное производство.</p> <p>Особое внимание мы уделяем оборонным компаниям. Этот сегмент сочетает несколько ключевых преимуществ: законодательную защиту от зависимости от иностранных поставок, низкую чувствительность к потребительскому спросу, рост заказов на фоне увеличения числа геополитических конфликтов и роста напряжения в международных отношениях, а также технологическое обновление продукции и заключение новых масштабных контрактов.</p> <p>Кроме того, на фоне массовой постройки дата-центров и активного расширения энергетической инфраструктуры интерес представляют компании, поставляющие строительную технику и оборудование, а также производители строительных материалов и компонентов.</p>
Товаров первой необходимости	<p>Сектор товаров первой необходимости объединяет продукты и услуги базового спроса, потребление которых сохраняется вне зависимости от фазы экономического цикла. В рамках нашего макроэкономического сценария компании этого сегмента должны демонстрировать относительную устойчивость показателей. Однако с учётом более низкой маржинальности ряда игроков мы рекомендуем делать акцент на крупнейших и наиболее финансово устойчивых представителях отрасли.</p> <p>Отдельного внимания стоит тренд на консолидацию сектора между несколькими крупнейшими производителями и ритейлерами, в связи с их картельной деятельностью, подтверждения которой мы получили в результате раскрытия подробностей анти-трастового судебного разбирательства против PepsiCo.</p>
Технологический	<p>Технологический сектор по-прежнему остаётся одним из самых динамичных, даже в условиях возможного замедления экономики. В краткосрочной перспективе мы выделяем производителей полупроводников как основных бенефициаров текущих трендов. В среднесрочном горизонте интерес представляют компании, занимающие доминирующие позиции в отдельных нишах разработки программного обеспечения. В более долгосрочной перспективе стоит обратить внимание на крупных поставщиков ПО, успешно интегрирующих ИИ в свои продукты и эффективно его монетизирующих. При этом лидерами роста в абсолютных показателях, вероятно, останутся гиперскейлеры, во многом из-за ограниченного объема компьютерного оборудования, производимого в мире, наибольшая часть которого уходит нескольким крупнейшим покупателям.</p> <p>Инвесторам следует обращать особое внимание на возможное начало волны IPO у крупнейших ИИ компаний, так как это сигнализирует о возможном окончании бурного роста в сегменте и может стать первым признаком упадка во всем секторе.</p>

Сектор экономики	Комментарий
<p>Финансовый</p> <p>●</p>	<p>Финансовый сектор в 2026 году становится ключевым направлением для аллокации капитала благодаря уникальному сочетанию макроэкономических факторов.</p> <p>Ключевым фундаментальным драйвером выступает нормализация кривой доходности, получившая импульс после назначения Кевина Уорша на пост главы ФРС. Этот шаг спровоцировал процесс при котором доходности долгосрочных облигаций растут быстрее коротких ставок, позволяя банковской системе расширить чистую процентную маржу (NIM), поскольку стоимость привлечения фондирования остается относительно стабильной, в то время как кредиты в долгосрочной перспективе выдаются по существенно более высоким ставкам, что делает их безусловными фаворитами рынка с учетом текущей недооцененности (KRX P/E 13,0x против 19,4x P/E SPW). Этот позитив усиливается оживлением инвестиционного банкинга: ожидается бум M&A с ростом комиссий на 20%, возвращение IPO и масштабные проекты по финансированию ИИ-инфраструктуры.</p> <p>Дополнительную поддержку оказывает сегмент финтех, выигрывающий от роста реальных зарплат и крупных спортивных событий (Олимпиада, ЧМ), которые стимулируют транзакции. На этом фоне аутсайдером выглядит сектор недвижимости (REITs): рост долгосрочных ставок давит на оценку активов и удорожает рефинансирование, делая его рискованным вложением по сравнению с классическими финансовыми институтами.</p>
<p>Коммуникаций</p> <p>○</p>	<p>Мы сохраняем нейтральный взгляд на сектор коммуникационных услуг в первом квартале 2026 года, прогнозируя умеренный рост сектора на 5%, однако на горизонте всего года наши ожидания становятся более оптимистичными с потенциалом ралли на 15%. Важно учитывать, что текущая премия в оценке сектора к широкому рынку является иллюзией, созданной восстановлением акций Alphabet: без учета Google отрасль по-прежнему торгуется с дисконтом, что подтверждает тезис о "рынке двух скоростей". Весь фундаментальный позитив будет сосредоточен в сегментах интерактивных медиа и бигтехов, которые становятся главными бенефициарами восстановления спроса на рекламу и внедрения ИИ, в то время как классические медиа и развлечения переживают глубокий структурный кризис, разочаровывая инвесторов падением маржинальности.</p>

АО «Halyk Finance» (далее – HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана». Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала и (или) члены их семьи, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. АО «Halyk Finance» и (или) ее аффилированные лица осуществляют широкий спектр операций и предоставляют множество разных услуг на финансовых рынках, такие как услуги финансового консультирования, андеррайтинга, маркет-мейкера включая эмитентам, упомянутым в данном материале. Инвестиции в активы на финансовых рынках имеют высокую степень риска. При этом прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют. Инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2026, все права защищены.

Департамент торговых идей

E-mail
dti@halykfinance.kz

Департамент продаж

E-mail
sales@halykfinance.kz

Адрес:
Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
A05A1B4, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 339 43 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg
HLFN
Thomson Reuters
Halyk Finance
Factset
Halyk Finance
Capital IQ
Halyk Finance