

СТРАТЕГИЯ НА II КВАРТАЛ 2023 ГОДА



**FREEDOM
BROKER**

ОГЛАВЛЕНИЕ

Основные тезисы	2
Топ секторов и лучшие акции	3
Модельный портфель	7
Прогнозы на II квартал 2023 год	12
Обзор широкого рынка	14
a. Макросценарии.....	14
b. Макротренды.....	15
c. Действия ФРС.....	21
d. Обзор рынка акций США. Итоги I квартала 2023 года.....	22
e. Ожидания по рынку акций США на II квартал и на 2023 год.....	29
Анализ по секторам	35
a. Технологический сектор.....	35
b. Коммуникационный сектор.....	37
c. Здравоохранение	38
d. Финансовый сектор.....	39
e. Автомобильная промышленность.....	40
f. Возобновляемая энергия.....	41
g. Сектор промышленности.....	42
h. Энергетический сектор.....	44
i. Товары вторичной необходимости.....	45
j. Товары первой необходимости.....	45
k. Сырьевая промышленность.....	46
l. Китайский рынок	47
Оptionный обзор	49
Анализ Smart Money	49
Облигации	51

Основные тезисы

Макроэкономический фон с начала года оказался существенно сильнее наших и общерыночных прогнозов: занятость и прирост числа новых рабочих мест остаются на высоких уровнях, розничные продажи также не демонстрируют существенного ухудшения потребительской активности. Индексы PMI начали восстанавливаться: композитный PMI (от Markit) преодолел уровень 50 пунктов (50,1 пункта), отражая рост оптимизма участников рынка.

Инфляция остается одним из ключевых рисков и неопределенностей для рынка в следующем квартале и в 2023 году в целом. Несмотря на неопределенность относительно инфляции, мы полагаем, что многие проинфляционные драйверы либо уже утратили силу, либо утратят ее в текущем году (на фоне временного лага). Мы ожидаем, что динамика инфляции будет тесно связана с состоянием рынка труда, который, как мы полагаем, будет далее остывать в текущем году.

Базовым сценарием остается умеренная и непродолжительная рецессия, но она может наступить позднее, чем мы рассчитывали ранее, то есть во второй половине 2023 года. На наш взгляд, ВВП США снизится примерно на 1% кв/кв (в годовом выражении) в III квартале на фоне дальнейшего замедления реального потребления и его потенциального снижения, а также из-за слабости компонента инвестиций. В то же время экономика в первой половине года может оказаться сильнее изначальных предположений: мы ждем роста ВВП на 2% и на 1% по итогам I и II кварталов соответственно. Среднегодовой уровень безработицы может составить 4% вместо ожидавшихся ранее 4,6%. Мы также рассчитываем на более устойчивый характер инфляции в 2023 году, но общий прогноз ее постепенного охлаждения остается в силе. Мы не меняем взгляд относительно терминальной ставки ФРС в результате комбинации макроэкономических факторов и ситуации в банковском секторе США и по-прежнему ориентируемся на уровень 5,25%.

Мы полагаем, что рынок будет демонстрировать околонулевое изменение котировок во II квартале на фоне некоторой нормализации оценок рынка, которая произошла в марте, по-прежнему благополучного состоя-

ния потребления и эффекта низкой базы относительно ожиданий на сезон отчетности за I квартал. При этом баланс рисков, на наш взгляд, не в пользу участников рынка. Об этом свидетельствуют:

- потенциальный даунсайд оценок при условии ухудшения макроэкономического фона
- низкий показатель ERP (премия за риск инвестирования в акции)
- риски, связанные с потолком госдолга, инфляцией и агрессивными действиями ФРС

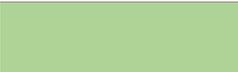
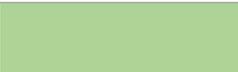
Ввиду фиксации позиций рынок может скорректироваться до минимумов декабря 2022-го и ниже при обострении одного из обозначенных рисков. С технической точки зрения картина неопределенная: нисходящий тренд, длившийся с начала 2022-го, был сломлен в январе-марте 2023 года. При этом краткосрочный восходящий тренд, который наблюдался с октября 2022 года, был также нарушен недавними фиксациями позиций. Кроме того, линия 200-дневной скользящей средней на текущий момент выступает в качестве уровня сопротивления. В данных условиях позиционирование портфеля акций оставляем защитным, с существенной долей инструментов с фиксированным доходом (35%), общим фокусом портфеля акций на нециклические сектора, с большим акцентом на факторы стоимости, низкой волатильности. С учетом улучшения прогноза ВВП США, некоторой коррекции оценок и ожиданий сравнительно неплохой отчетности по итогам I квартала мы увеличиваем экспозицию на акции до 45% и сокращаем долю кэша в портфеле до 6%. Эффект от изменения монетарной политики является отложенным. Даже при сценарии постепенного снижения инфляции приближается период, когда ужесточение кредитно-денежных условий в США начнет действовать. Как мягкая, так и жесткая посадка экономики США формирует перспективы снижения доходностей по долгосрочным US Treasuries, создавая потенциал роста «длинных» корпоративных бондов. Целевая структура портфеля на 2023-24 годы – «штанга», подразумевающая большие веса как в «коротких», так и «длинных» бондах.

Топ-секторов и лучшие акции

Тактический выю на рынок (на II квартал 2023)

	Сокращен	Нейтрален	Увеличен
Рынок акций США			
ИТ-сектор			
Коммуникации			
Здравоохранение			←
Финансовый сектор		←	
Автомобильная промышленность			
Возобновляемая энергия			←
Сектор промышленности			
Сектор недвижимости		←	
Энергетический сектор			
Коммунальные сервисы			
Товары вторичной необходимости			
Товары первой необходимости			←
Сырьевая промышленность			
Облигации			
«Ультрадлинные»	→		
«Длинные»	→		
«Средние»		←	
«Короткие»			
«Ультракороткие»			←
Товары			

Стратегический вью на рынок (на 2023 год)

	Сокращен	Нейтрален	Увеличен
Рынок акций США			
ИТ-сектор			
Коммуникации			
Здравоохранение			
Финансовый сектор			
Автомобильная промышленность			
Возобновляемая энергия			
Сектор промышленности			
Сектор недвижимости			
Энергетический сектор			
Коммунальные сервисы			
Товары вторичной необходимости			
Товары первой необходимости			
Сырьевая промышленность			
Облигации			
«Ультрадлинные»			
«Длинные»			
«Средние»			
«Короткие»			
«Ультракороткие»			
Товары			

Технологический сектор (тактический прогноз негативный)

Salesforce (CRM), целевая цена по акции – \$220

Среди технологических компаний мы рекомендуем присмотреться к Salesforce (CRM) – лидеру рынка CRM-платформ. Несмотря на размеры бизнеса и трудные макроусловия, компания демонстрирует двузначные темпы роста, превосходя все ожидания инвесторов. Salesforce отвечает на современные тренды и запросы клиентов и недавно представила первую в мире технологию генеративного ИИ для CRM – EinsteinGPT, которая будет интегрирована во все облачные продукты, в том числе Tableau, MuleSoft и Slack. Под влиянием инвесторов-активистов, благодаря новым членам СД и поддержке стратегического консультанта Bain Salesforce значительно ускорила оптимизацию бизнеса и повысила рентабельность без потери темпов роста. Компания осуществляет возврат средств акционерам через одну из крупнейших на американском рынке программ обратного выкупа акций объемом \$20 млрд и сокращение размытия из-за опционных программ менеджмента. Все это в ближайшие годы обеспечит компании рост выручки на 10+% г/г при операционной марже около 30% и повышении EPS на 20+%. Рекомендация – «покупать».

Коммуникационный сектор (тактический прогноз нейтральный)

Take-Two (TTWO), целевая цена по акции – \$157

Для Take-Two (TTWO) характерен привлекательный баланс риска и доходности, так как бизнес продемонстрирует относительную устойчивость в случае отсутствия сильной рецессии благодаря высокой операционной эффективности и диверсифицированному портфелю игр. Кроме того, поддержку акциям оказывает то, что инвесторы в большей степени сфокусированы не на краткосрочных результатах, а на перспективах выхода в течение следующих трех лет ряда потенциально коммерчески успешных игр, включая GTA VI. График релизов является самым сильным в истории компании.

Здравоохранение

(тактический прогноз нейтральный)

Medtronic (MDT), целевая цена по акции – \$90

Medtronic – крупный игрок на рынке медицинского оборудования. Компания готовится к продаже двух медленно растущих сегментов бизнеса, стремясь сосредото-

точиться на разработке роботизированных решений и технологиях ИИ – перспективных направлениях для сектора медоборудования. Пик макроэкономического давления может быть позади. Ожидание снижения инфляции и достижение предельного значения ставкой, а также открытие экономики Китая и нормализация цепочек поставок – позитивные факторы для MDT. У компании приемлемый уровень долговой нагрузки, акции торгуются по привлекательным оценкам по сравнению с конкурентами.

Финансовый сектор (тактический прогноз негативный)

Visa (V), целевая цена по акции – \$254

При ожидаемом замедлении роста потребительских расходов в США мы полагаем, что оживление экономической активности в Азиатско-Тихоокеанском регионе и устойчивость экономики Евросоюза позволит поддержать позитивную динамику доходов Visa. Компания не подвержена кредитным рискам. Полагаем, что темпы роста выручки и прибыли платежного гиганта замедлятся до 9% и 12% ввиду высокой базы 2022 года, при этом компания сможет поддерживать высокие показатели рентабельности, в том числе на уровне среднего пятилетнего значения в 49% по чистой прибыли. Visa регулярно выкупает собственные акции, и остаток по текущей программе, который составляет, по нашим оценкам, \$11 млрд, позволит продолжить buy back в течение этого года и поддержать EPS.

Автопром (тактический прогноз нейтральный)

Copart (CPRT), целевая цена по акции – \$80

Бизнес-модель Copart, Inc. предполагает заработок на тех транспортных средствах, которые признаются страховыми компаниями списанными, так как стоимость их восстановления превышает текущую рыночную стоимость. Текущая оценка акций компании предполагает премию к ближайшим конкурентам, что оправдано лидирующей долей компании на рынке. Тем не менее текущая оценка в 30 годовых прибылей за 2022 финансовый год выглядит приемлемой, учитывая, что прогнозная прибыль по итогам текущего года может показать рост в 7,2%, а в 2024–2025 годах – увеличиваться на 18% ежегодно. Дополнительно стоит отметить низкую зависимость бизнеса компании от цикличности автомобильного сектора и отсутствие долга.

Транспортный сектор (тактический прогноз нейтральный)

Southwest Airlines Co (LUV), целевая цена по акции – \$42

Акции Southwest Airlines подверглись масштабной распродаже на фоне приостановки большей части перелетов из-за сложных погодных условий в декабре 2022-го. Тем не менее гайденс на текущий год выглядит достаточно уверенным. Компания планирует нарастить пропускную способность на 16–17% за счет расширения флота, который по итогам года, как ожидается, составит 843 самолета (+9% от текущего значения). Спрос на услуги авиаперевозчиков остается повышенным, что способствует устойчивости тарифов на эти услуги. Удельные расходы в 2023-м за счет эффекта масштаба должны сократиться на 6–8%. Дополнительно компания прибегла к снижению летного времени для кандидатов в первые пилоты, чтобы привлечь больше кадров. Сейчас форвардные мультипликаторы, P/S и EV/EBITDA, вернулись к своим нормальным диапазонным уровням и выглядят привлекательно с учетом устойчивого спроса на авиаперевозки (P/S 0,7x против медианы 1,3x; EV/EBITDA 4,1x против медианы за пять лет 6,7x).

Товары первой необходимости (тактический прогноз позитивный)

Dollar General (DG), целевая цена по акции – \$270

В конце февраля менеджмент торговой сети дискаунтеров понизил прогнозы на IV квартал 2022 финансового года и I квартал 2023-го из-за более слабых, чем ожидалось, продаж и последствий шторма «Эллиот». Несмотря на это, мы по-прежнему положительно оцениваем операционную деятельность Dollar General. По нашему мнению, ее текущие трудности носят временный характер. У ретейлера есть выгодные конкурентные преимущества. В их числе интенсивное расширение сети магазинов, в том числе открытие торговых точек более высокой ценовой категории, а также инвестиции в логистику. Все это позволяет компании успешно расти.

Сырьевая промышленность (тактический прогноз нейтральный)

Albermarle (ALB), целевая цена по акции – \$300

Американский производитель лития с диверсифицированными потоками выручки, которые ограничивают страновой риск за счет широкой географии присутствия. Albermarle производит специализированные хи-

микаты, используемые в литиевых батареях, бытовой электронике и электромобилях, лидируя на этом рынке. Недавно выпущенный гайденс компании на ближайшие пять лет предполагает пятикратное увеличение выручки и семикратный рост EBITDA до 2027 года за счет расширения мощностей по производству лития темпами на уровне 20% в год. Потенциал роста в акциях ALB на горизонте года превышает 30%.

Китайский рынок (тактический прогноз позитивный)

Chindata Group (CD), целевая цена по акции – \$10

Chindata Group активно распространяет услуги дата-центров в развивающихся странах АТР, а также на домашнем китайском рынке. Основными драйверами положительной переоценки компании станут растущий спрос на вычислительные мощности облачных серверов, рост числа интернет-пользователей и развитие в КНР связи в формате 5G и технологий искусственного интеллекта. Преимуществом компании является ее расширение в регионах, где крупнейшие американские конкуренты отстают по экспансии, а также контракты с быстрорастущими азиатскими техгигантами, обеспечивающими спрос на новые дата-центры Chindata Group на годы вперед.

Энергетика (тактический прогноз негативный)

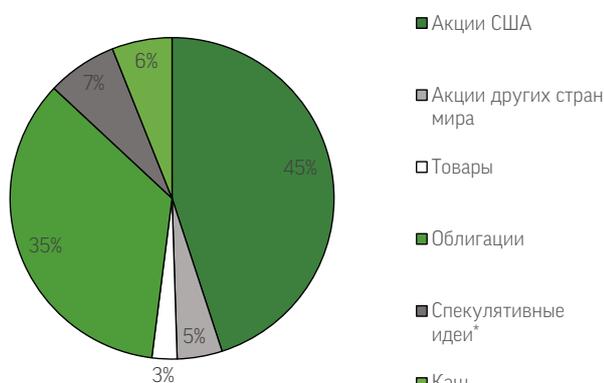
Kinder Morgan (KMI), целевая цена по акции – \$22,4

Во II квартале спрос на нефть и газ сезонно слабеет. Мы ожидаем профицита на рынке нефти, который окажет давление на ее цены. Исходя из этого, наилучшим выбором из нефтегазовых компаний для инвестора станет инфраструктурный сектор. Из компаний, находящихся в нашем покрытии, лучшие перспективы имеет Kinder Morgan (KMI), крупный владелец систем сбора, переработки и хранения природного газа, а также инфраструктуры по транспортировке и хранению жидких углеводородов. Kinder Morgan обеспечивает около 50% поставок газа на мощности СПГ в США. Увеличение добычи нефти и газа, повышение объемов выпуска нефтепродуктов и рост экспорта СПГ в 2023 году позволят компании повысить квартальные дивидендные выплаты на 3%, до \$0,285, с доходностью 6,7% годовых. Кроме того, в январе менеджмент одобрил программу обратного выкупа акций на \$1 млрд.

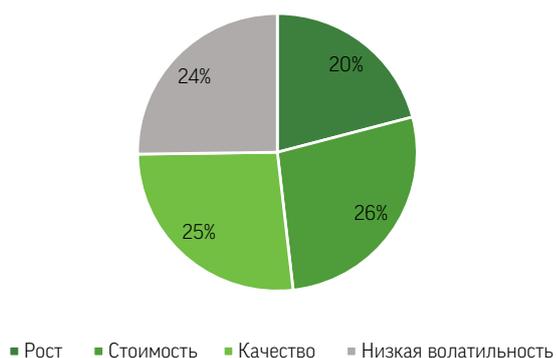
Модельный портфель

Регион	Прогноз	Комментарий
Развитые рынки		Деловая активность и макропрогнозы с начала года улучшились, вероятность рецессии/умеренной рецессии снизилась, но инфляционное давление более устойчиво по сравнению с ожиданиями. Вероятно сохранение ограничительной ДКП в ближайшей перспективе, при этом рецессионные риски не исчезли.
США		Прогнозы роста ВВП улучшаются с начала года, базовая инфляция демонстрирует устойчивость. Снижение мультипликаторов несколько улучшило баланс рисков, потому рассчитываем на нейтральную динамику, ожидаем наступления рецессии с лагом, что может оказать давление на EPS. Вкупе с низким ERP, а также рисками, связанными с потолком госдолга, это сохраняет целесообразность защитного позиционирования.
Европа		Несмотря на улучшение макроэкономической ситуации и замедление инфляции, мы полагаем, что экономический рост может оставаться неуверенным. Высокая зависимость от импорта энергоресурсов делает Европу более уязвимой к новым ценовым всплескам, чем США. С учетом сохранения устойчивого тренда на рост базовой инфляции можно ожидать дальнейшего ужесточения ДКП. Это создает на рынках негативный сентимент, обусловленный ожиданием выхода ставки ФРС на плато уже в начале II полугодия 2023-го. Обозначенные факторы нивелируют преимущество в виде более низких оценок региона, подверженного большему риску рецессии.
Япония		Экономику страны выгодно отличает низкая инфляция, ЦБ Японии сохраняет ультрамягкую ДКП. В то же время укрепление доллара оказывает давление на инвестиционные результаты. Слабый рост мирового и американского ВВП может оказывать давление и на экономику Японии. Поддержку ей способно оказывать ускорение роста китайской экономики. При ускорении инфляции японский регулятор может пойти на ужесточение ДКП.
Развивающиеся рынки		Макроэкономическая ситуация с начала 2023-го складывается благополучнее, чем предполагали прогнозы. Вкупе со сравнительно высокими оценочными спредами США к MSCI Emerging Markets это делает их потенциально привлекательными для инвесторов. В то же время повышенная неопределенность относительно динамики ставок и риски рецессии в США способны оказывать давление на курс национальных валют, что ограничивает привлекательность локальных активов.
Китай		Риск по-прежнему связан с высоким уровнем неопределенности. В то же время недавние комплексные меры государства по поддержанию индустрии жилой недвижимости, выступающие позитивным фактором для ряда отраслей, а также снятие ковидных ограничений позволяют рассчитывать на ускорение роста экономики КНР в 2023 году.
Индия		Страна выступает вторым по значению локомотивом экономики Юго-Восточной Азии. Среди среднесрочных драйверов роста фондового рынка страны – диверсифицированная экономика и благоприятная инвестиционная среда, которая стимулирует приток инвестиций. ВВП в 2023 году, как ожидается, продемонстрирует уверенный рост (+6%), EPS может увеличиваться двузначными темпами, а оценки сохраняются на премиальных уровнях, что в числе прочего оказывает давление на результаты рынка с начала года.
Индонезия		Локальный рынок выглядит более устойчиво в периоды спада на биржах США. В то же время ведущий фондовый индекс Индонезии за последние 10 и 15 лет отстает по динамике от S&P 500 и других бенчмарков, включая индийский.
Бразилия		Несмотря на ведущие позиции в регионе, страна характеризуется медленным ростом экономики и слабой динамикой фондового рынка (CAGR с 2010 по 2022 год составил -5%, с 2015-го – +1%). Однако бразильская биржа показывает неплохие результаты в периоды снижения рынков США, а также имеет низкие оценки относительно 15-летних средних.
Южная Корея		Несмотря на лидирующие позиции в ряде технологических секторов, корейский рынок демонстрирует устойчивую негативную динамику (в USD) с 2015 года и нулевую – с 2007-го. В совокупности со слабыми характеристиками в условиях снижения фондового рынка США и повышенной волатильностью это делает корейский индекс непривлекательным в текущих условиях.
ОАЭ		Принимая во внимание политические риски, сохраняющиеся в энергетическом секторе, скоординированные действия ОПЕК+ и среднесрочные факторы, благоприятные для страны, а также одни из лучших результатов фондового рынка (CAGR котировок с 2007 года составляет 10%, с 2017-го – 14%), оцениваем рынок ОАЭ как сильный. В то же время замедление темпов роста мировой экономики станет сдерживающим фактором для нефти и рынка ОАЭ в 2023 году.

Общая структура портфеля



Структура по факторам



Структура портфеля по секторам



Основные характеристики портфеля

Тикер	Компания	Сектор	Текущая цена	Таргет, USD	Ожидаемая див. доходность	Ожидаемая доходность	Бета (B)	Вес
PSX-US	Phillips 66	Энергетика	94,7	108,8	4,5%	19%	0,81	0,3%
KMI-US	Kinder Morgan Inc Class P	Энергетика	16,3	22,4	6,8%	44%	1,03	0,5%
EOG-US	EOG Resources, Inc.	Энергетика	102,8	133,0	3,2%	33%	1,12	0,6%
SCHW-US	Charles Schwab Corp	Финансовые услуги	59,5	84,3	1,7%	43%	0,82	1,8%
V-US	Visa Inc. Class A	Финансовые услуги	217,4	254,0	0,8%	18%	1,05	1,4%
CBOE-US	Cboe Global Markets Inc	Финансовые услуги	125,6	140,0	1,6%	13%	0,58	0,6%
PG-US	Procter & Gamble Company	Товары первой необходимости	142,9	160,0	2,6%	15%	0,39	1,1%

*для расчета риска по спекулятивным идеям за основу взят VGT ETF

PEP-US	PepsiCo, Inc.	Товары первой необходимости	175,1	185,0	2,6%	8%	0,41	0,8%
KO-US	Coca-Cola Company	Товары первой необходимости	60,0	68,3	3,1%	17%	0,58	1,2%
MDLZ-US	Mondelez International, Inc. Class A	Товары первой необходимости	66,4	74,0	2,3%	14%	0,50	0,7%
TGT-US	Target Corporation	Товары длительного пользования	159,4	200,0	2,7%	28%	0,66	1,2%
DG-US	Dollar General Corporation	Товары длительного пользования	208,8	270,0	1,1%	30%	0,14	1,1%
MCD-US	McDonald's Corporation	Товары длительного пользования	274,5	288,7	2,2%	7%	0,54	0,8%
CPRT-US	Copart, Inc.	Товары длительного пользования	69,7	79,4	0,0%	14%	1,07	0,6%
CTVA-US	Corteva Inc	Сырье	56,6	78,0	1,1%	39%	0,97	0,6%
VALE	Vale S.A. Sponsored ADR	Сырье	15,8	22,0	6,6%	46%	0,52	1,1%
DAL-US	Delta Air Lines, Inc.	Промышленность	33,0	45,2	0,0%	37%	1,16	1,4%
LUV-US	Southwest Airlines Co.	Промышленность	30,0	40,0	2,4%	36%	0,99	1,4%
LMT-US	Lockheed Martin Corporation	Промышленность	465,9	487,0	2,6%	7%	0,41	0,5%
BA-US	Boeing Company	Промышленность	201,1	235,4	0,0%	17%	1,27	1,2%
VNQ-US	Vanguard Real Estate ETF	Недвижимость	80,6	96,9	3,6%	24%	0,86	1,0%
TMUS-US	T-Mobile US, Inc.	Коммуникационные услуги	142,5	179,0	0,0%	26%	0,54	1,0%
WBD-US	Warner Bros. Discovery, Inc. Series A	Коммуникационные услуги	14,3	21,0	0,0%	46%	1,30	1,5%
DIS-US	Walt Disney Company	Коммуникационные услуги	93,2	137,0	0,0%	47%	1,16	1,9%
VPU-US	Vanguard Utilities ETF	Коммунальные услуги	146,0	167,1	2,9%	17%	0,60	1,4%
NEE-US	NextEra Energy, Inc.	Коммунальные услуги	75,7	93,3	2,5%	26%	0,69	2,0%
PFE-US	Pfizer Inc.	Здравоохранение	40,1	49,0	3,0%	25%	-0,08	1,5%
UNH-US	UnitedHealth Group Incorporated	Здравоохранение	469,5	535,0	1,2%	15%	0,65	1,3%
AZN-US	Astrazeneca PLC Sponsored ADR	Здравоохранение	65,6	78,0	2,0%	21%	0,34	1,1%
MDT-US	Medtronic Plc	Здравоохранение	78,3	90,5	3,5%	19%	0,77	1,1%
JNJ-US	Johnson & Johnson	Здравоохранение	152,4	187,0	2,5%	25%	0,30	1,5%
XBI-US	SPDR S&P BIOTECH ETF	Здравоохранение	76,5	138,5	0,0%	81%	1,12	1,0%
CRM-US	Salesforce, Inc.	IT	184,9	217,7	0,0%	18%	1,71	1,1%
MSFT-US	Microsoft Corporation	IT	279,4	285,0	1,1%	3%	1,39	0,9%
MSFT-US	Microsoft Corporation	IT	279,4	285,0	1,1%	3%	1,39	0,9%
ADBE-US	Adobe Incorporated	IT	358,1	391,9	0,0%	9%	1,76	0,9%
AAPL-US	Apple Inc.	IT	155,0	169,0	0,6%	10%	1,25	1,8%
QCOM-US	QUALCOMM Incorporated	IT	120,7	149,9	2,5%	27%	1,61	1,4%
RUN-US	Sunrun Inc.	IT	17,3	40,9	0,0%	136%	2,72	1,5%
ORCL-US	Oracle Corporation	IT	85,3	97,4	1,9%	16%	1,23	1,0%

ADP-US	Automatic Data Processing, Inc.	IT	213,2	247,6	2,3%	18%	1,13	1,0%
UAE	iShares MSCI UAE ETF	Международные акции (ОАЭ)	13,7	16,6	2,7%	24%	0,40	0,5%
MCHI	iShares MSCI China ETF	Международные акции (Китай)	47,0	60,7	1,7%	31%	0,73	2,5%
EEM	iShares MSCI Emerging Markets ETF	Международные акции (ЕМ)	37,6	46,9	2,5%	27%	0,61	0,5%
EWJ	iShares MSCI Japan ETF	Международные акции (Япония)	55,7	64,3	1,2%	17%	0,61	1,0%
IAU	iShares Gold Trust	Товары	37,5	39,6	0,0%	5%	0,22	2,5%
	Диверсифицированный портфель облигаций	Облигации				7%		35,0%
	Спекулятивные идеи*					10%		7,0%
	Кэш (D-счет)					3%		6,00%
Итого								100%

* для расчета риска по спекулятивным идеям за основу взят VGT ETF

Диверсифицированный портфель облигаций

Название компании	ISIN	Купон (%)	Доходность к погашению (%)	Погашение	Лет до погашения	Валюта	Кредитный рейтинг (средний)
Ecopetrol SA	US279158AC30	5,875	6,2	9/18/2023	0,5	USD	BB+
Commerzbank AG	US20259DAA54	8,125	9,6	9/19/2023	0,5	USD	BB+
Petroleos Mexicanos	US71654QCD25	4,625	6,4	9/21/2023	0,5	USD	BB
Volkswagen Group of America	USU9273ACG86	4,25	5,8	11/13/2023	0,7	USD	BBB+
Bayer US Finance II LLC	USU07265AC20	3,875	5,5	12/15/2023	0,7	USD	BBB
SURA Asset Management SA	USN8370TAA45	4,875	6,3	4/17/2024	1,1	USD	BBB
BPCE SA	US05578UAC80	4,625	6,0	7/11/2024	1,3	USD	BBB
BAT Capital Corp	US05526DBG97	2,789	5,7	9/6/2024	1,5	USD	BBB
Adaro Indonesia PT	USY70902AB04	4,25	7,3	10/31/2024	1,6	USD	BBB
Indika Energy Capital III Pte	USY39694AA51	5,875	8,0	11/9/2024	1,7	USD	BB-
Gruma SAB de CV	US400131AG30	4,875	5,7	12/1/2024	1,7	USD	BBB
Grupo Televisa SAB	US40049JAV98	6,625	5,2	3/18/2025	2,0	USD	BBB
KazMunayGas National Co JSC	XS1807299174	4,75	6,3	4/24/2025	2,1	USD	BBB-
Citigroup Inc	US172967JT97	4,4	5,5	6/10/2025	2,2	USD	BBB+
AerCap Ireland Capital DAC /	US00774MAN56	6,5	5,9	7/15/2025	2,3	USD	BBB
Western Union Co/The	US959802AZ22	1,35	6,0	3/15/2026	3,0	USD	BBB
Celanese US Holdings LLC	US15089QAM69	6,165	6,2	7/15/2027	4,3	USD	BBB-
ArcelorMittal SA	US03938LBE39	6,55	5,8	11/29/2027	4,7	USD	BBB-
General Motors Financial Co	US37045XEB82	6	5,8	1/9/2028	4,8	USD	BBB-
Air Lease Corp	US00914AAU60	5,3	6,1	2/1/2028	4,9	USD	BBB
Портфель		5,1	6,3		2,1		

Рыночные ожидания на II квартал и на 2023 год

Вероятность начала рецессии в США по результатам ноябрьского опроса VofA среди профессиональных участников рынка оценивалась примерно в 80%. Однако этот прогноз не оправдался ввиду более сильной экономической активности и более устойчивого рынка труда, чем изначально ожидалось. Ввиду ожиданий близкого завершения ФРС цикла повышения ставок, улучшения прогнозов в отношении европейской и китайской экономики, а также в силу позитивных для индексов PMI США тенденций все большее число участников рынка ждет либо очень мягкую рецессию, либо считает, что спада удастся избежать. Февральский опрос гендиректоров, проведенный Conference Board, свидетельствует, что 86% респондентов ожидают «быстрой и поверхностной» рецессии в 2023 году.

Мы полагаем, что рынок будет демонстрировать околонулевое изменение котировок во II квартале на фоне некоторой нормализации оценок рынка, которая произошла в марте, по-прежнему благополучного состояния потребления и эффекта низкой базы относительно ожиданий на сезон отчетности за I квартал. При этом баланс рисков, на наш взгляд, не в пользу участников рынка. Об этом свидетельствуют:

- потенциальный даунсайд оценок при условии ухудшения макроэкономического фона
- низкий показатель ERP
- риски, связанные с потолком госдолга, инфляцией и агрессивными действиями ФРС

Ввиду фиксации позиций рынок может скорректироваться до минимумов декабря 2022-го и ниже при обострении одного из обозначенных рисков. С технической точки зрения картина неопределенная: нисходящий тренд, длившийся с начала 2022-го, был сломлен в январе-марте 2023 года. При этом краткосрочный восходящий тренд, который наблюдался с октября 2022 года, был также нарушен недавними фиксациями позиций. Кроме того, линия 200-дневной скользящей средней на текущий момент выступает в качестве уровня сопротивления. В данных условиях позиционирование портфеля акций оставляем защитным, с существенной долей инструментов с фиксированным доходом (35%), общим фокусом портфеля акций на нециклические сектора, с большим акцентом на факторы стоимости, низкой волатильности. С учетом улучшения прогноза ВВП США, некоторой коррекции оценок и ожиданий сравнитель-

но неплохой отчетности по итогам I квартала мы увеличиваем экспозицию на акции до 45% и сокращаем долю кэша в портфеле до 6%.

Реализацию рецессионного сценария мы по-прежнему считаем вероятной, но уже во II полугодии 2023-го. Основанием для этого служат признаки устойчивой на текущий момент деловой активности. Мы полагаем, что баланс рисков может ухудшиться в III и IV кварталах, если не произойдет существенных распродаж и форвардный мультипликатор P/E по индексу S&P 500 не опустится до 16 и ниже. Основными триггерами давления останутся риск потолка госдолга, усиление опасений по поводу развития рецессии, сохранение тренда на замедление роста маржи и других финансовых показателей при одновременно сравнительно оптимистичных оценках рынка. За счет сильных макропеременных, дополнительной подушки безопасности в виде избыточных сбережений граждан, восстановительных трендов в отдельных секторах рынка, рецессия, по нашему мнению, будет неглубокой. Учитывая это, полагаем, что S&P 500 будет способен на сравнительно быстрое восстановление, как только экономический спад станет фактом, к концу текущего – началу следующего года. На основании этих предположений мы даем нейтральный прогноз по рынку акций до конца текущего года.

Нашу базовую инвестиционную концепцию в целом иллюстрируют слова Джона Маркса Темплтона: «"Медвежий" тренды на рынках развиваются в среднем два раза в 10 лет, также и рецессии случаются примерно дважды в 10 или 12 лет. Но точно предсказать, когда это случится, не в состоянии никто. Таким образом, лучшее, что можно сделать в этих условиях, – покупать, когда цены на акции находятся внизу: это означает, что другие их как раз продают».

В целом мы сохраняем осторожный взгляд на рынок и ожидаем улучшения его оценок для формирования более определенного «бычьего» прогноза. Мы стараемся избегать эмоциональных ралли, не сопровождающихся улучшением оценок и/или финансовых показателей. На текущий момент продолжаем отдавать предпочтение облигациям, защитным активам, фактору стоимости и высоким дивидендов. Эти инструменты по-прежнему выглядят наиболее привлекательными для инвесторов в условиях сохраняющейся повышенной неопределенности.

Сценарии развития ситуации на фондовом рынке в 2023 году

	Отсутствие рецессии	Умеренная рецессия	Устойчивая инфляция
Ставка ФРС (2023 г.)	5,38%	5,19%	5,50%
Ставка ФРС (2024 г.)	4,88%	4,63%	4,94%
U.S. 10 Year Treasury (2023 г.)	4,09%	3,78%	4,48%
U.S. 10 Year Treasury (2024 г.)	3,80%	3,40%	4,30%
EPS (2023 г.)	224,3	212,4	201,5
Изменение EPS (2023 г.)	3,50%	-2,00%	-7,00%
EPS (2024 г.)	249,0	231,5	216,6
Изменение EPS (2024 г.)	11%	9%	8%
P/E NTM (2023 г.)	17,5	16,3	14,5
Вероятность	30%	55%	15%
S&P 500	4356,7	3773,1	3141,4

Допущения

Рост экономики замедляется в I полугодии, достигая нулевых значений в III квартале. Инфляция (Core PCE) сохраняет тенденцию к снижению, но остается выше таргета ФРС и составляет по итогам 2023-го 3,5%.

Этот тренд служит основанием для Федерезерва поднять ставку до 5,5%, к середине года. При этом экономическая активность и занятость остаются выше, чем предусматривалось базовым сценарием. Это поддерживает маржу и темпы роста EPS, которые могут составить 3–4% г/г. В этом случае P/E NTM может оказаться на отметке 17,5 в конце 2023 года

Рецессия развивается во II полугодии 2023 года, стимулируя замедление инфляции, что позволяет ФРС начать снижать ставку с начала 2024-го. При условии быстрого и непродолжительного снижения ВВП мы ожидаем восстановления деловой активности к концу 2023-го. Улучшение перспектив экономики вкпе с ожидаемым трендом на снижение ставки в 2024–2025 году дает основание прогнозировать мультипликатор P/E NTM на уровне 16,3 по итогам 2023 года

Устойчивая инфляция вынуждает ФРС повысить ставку до 5,75% к середине 2023-го. В условиях жесткой ДКП, повышенной инфляции и сдержанной потребительской активности корпорации фиксируют высокое давление на маржу, что приводит к сокращению EPS на 7% по итогам года. Смешанные ожидания относительно инфляции в 2024-м и вялое восстановление экономики делают оправданным оценочный мультипликатор P/E NTM на уровне 14,5 в конце 2023 года

Взвешенная оценка S&P 500 на конец 2023 года – 3853,4 пункта

Обзор широкого рынка

Макросценарии

Макроэкономические данные за январь и февраль служат основанием для пересмотра сценариев, по которым может пойти экономика США в 2023 году.

Базовым сценарием остается умеренная и непродолжительная рецессия, но, как было упомянуто выше, она может наступить не в первой половине 2023 года, а во второй. Полагаем, что в III квартале ВВП США опустится примерно на 1% кв/кв (в годовом выражении) на фоне продолжающегося ослабления реального потребления, а также слабости компонента инвестиций. В то же время в первые два квартала ВВП способен вырасти на 2% и на 0,6%, а среднегодовой уровень безработицы может составить 4% вместо ожидавшихся ранее 4,6%. В то же время мы считаем, что инфляция в текущем году окажется более устойчивой, хотя тренд на ее замедление продолжится. Мы сохраняем ориентир терминальной ставки ФРС на уровне 5,25% с учетом комбинации макроэкономических факторов и трудностей в банковском секторе США.

Существенно пересмотрены параметры оптимистичного сценария. Чтобы избежать разных толкований, мы изменили его концепцию с «мягкой посадки» до «отсутствие рецессии». В соответствии с пересмотром

сценария ВВП не уходит в минус, хотя вплотную приближается к отрицательной территории в III квартале 2023 года. Полагаем, что без снижения экономической активности и заметного повышения безработицы инфляция окажется устойчивой, чем предполагает базовый сценарий. Это даст ФРС основания для более решительных мер. Напомним, что в декабре мы закладывали в оптимистичный сценарий более низкую ставку ФРС при условии замедления роста ценового индекса PCE. На сегодня мы видим все меньше шансов для такого развития событий.

Пессимистичный сценарий стал чуть менее кардинальным (см. раздел «Инфляционные и дефляционные драйверы 2023 года»). Ориентир инфляции (базового ценового индекса PCE) по итогам года снижен по сравнению с декабрьской оценкой 4,4% до 4,3%. В соответствии с этим сценарием инфляция окажется чуть более устойчивой по сравнению с обновленным базовым прогнозом, а ВВП в текущем и следующем году вырастет лишь на 0,1% и 1,3%. При этом мы отказываемся определять этот сценарий как стагфляционный (этот термин использовался в [прошлом стратегическом обзоре](#)), так как риск полноценной стагфляции в общепринятом ее понимании выглядит незначительным.

Базовый сценарий: умеренная рецессия	Текущ.	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	2023	2024
Рост реального ВВП, % (кв/кв)	2,7	2,0	0,6	-1,0	0,25	0,5	1,6
Базовый PCE, % (г/г)	4,7	4,5	4,2	3,9	3,6	4,1	2,9
Уровень безработицы, %	3,6	3,6	3,8	4,1	4,5	4,0	4,7
Темп роста средней почасовой заработной платы, %	4,6	4,5	4,4	4,2	3,9	4,3	3,4
Ставка ФРС (верхняя граница), %	4,75	5,00	5,25	5,25	5,25	5,2	4,6
Доходность 10-летних трежерис	3,5	3,6	3,6	3,5	3,5	3,6	3,3

Оптимистичный сценарий: отсутствие рецессии	Текущ.	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	2023	2024
Рост реального ВВП, % (кв/кв)	2,7	2,5	1,2	0,0	0,5	1,1	1,9
Базовый PCE, % (г/г)	4,7	4,5	4,4	4,2	3,8	4,2	3,0
Уровень безработицы, %	3,6	3,5	3,7	3,9	4,3	3,8	4,6
Темп роста средней почасовой заработной платы, %	4,6	4,6	4,6	4,4	4,1	4,4	3,6
Ставка ФРС (верхняя граница), %	4,75	5,00	5,50	5,50	5,50	5,4	4,9
Доходность 10-летних трежерис	3,5	4,0	4,5	4,4	4,2	4,3	3,8

Пессимистичный сценарий: более устойчивая инфляция	Текущ.	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	2023	2024
Рост реального ВВП, % (кв/кв)	2,7	1,5	0,3	-1,0	-0,5	0,1	1,3
Базовый PCE, % (г/г)	4,7	4,6	4,5	4,2	3,9	4,3	3,2
Уровень безработицы, %	3,6	3,6	4,0	4,3	4,7	4,1	4,9
Темп роста средней почасовой заработной платы, %	4,6	4,4	4,3	4,1	3,8	4,1	3,3
Ставка ФРС (верхняя граница), %	4,75	5,00	5,75	5,75	5,75	5,6	5,1
Доходность 10-летних трежерис	3,5	4,0	4,7	4,7	4,5	4,5	4,0

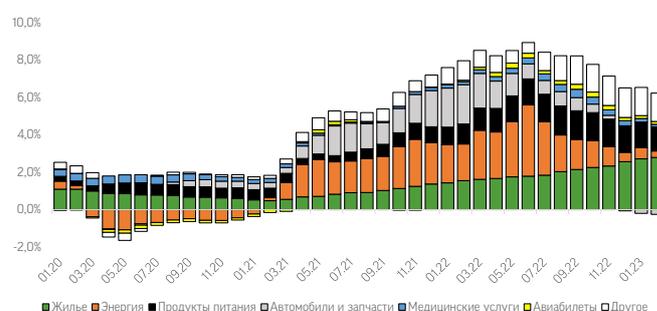
Макротренды

Инфляционные и дефляционные драйверы 2023 года

С начала года было опубликовано два отчета о динамике потребительской инфляции (CPI). Январские данные превысили общерыночные ожидания преимущественно из-за активного роста цен на основные услуги, составившего 0,6% м/м. При этом с января расчет CPI основан на новой структуре потребления, актуальной для 2021 года: доля расходов на жилье увеличена, а доля продуктов питания и обслуживания автомобилей сокращена. За январь индекс потребительских цен поднялся на 6,4% г/г, за февраль в соответствии с общерыночными ожиданиями его рост замедлился до 6% г/г. В инвестсообществе этот результат встретили позитивно, но для монетарных властей это по-прежнему слишком высокий темп инфляции. Далее мы рассмотрим актуальные драйверы инфляции и дефляции и объясним, почему инфляционное давление продолжит ослабевать в течение 2023 года, но процесс движения инфляции к таргету ФРС 2% будет нелинейным и займет еще как минимум два года.

Анализ компонентов индекса CPI показывает, что вклад энергоносителей в общий результат сократился с 3,8 п.п. в июне 2022 года до 0,4 п.п. в феврале 2023-го. Среднегодовую цену на нефть WTI в 2023-м ожидаем на уровне \$70 за баррель. Это на 26% меньше средних для 2022 года \$94,2. Другими словами, компонент энергии вскоре начнет оказывать долгожданный дефляционный эффект, учитывая падение цен на газ.

Декомпозиция индекса CPI по компонентам, г/г



Источник: U.S. Bureau of Labor Statistics

Дефляция цен на бензин приобретет особую значимость, так как колебания цен на автомобильное топливо имеют сильное влияние на краткосрочные инфляционные ожидания потребителей. Одна из задач ФРС в деле борьбы с инфляцией – не допустить повторного усиления этих ожиданий и обеспечить их плавное возвращение к норме 2018–2019 года.

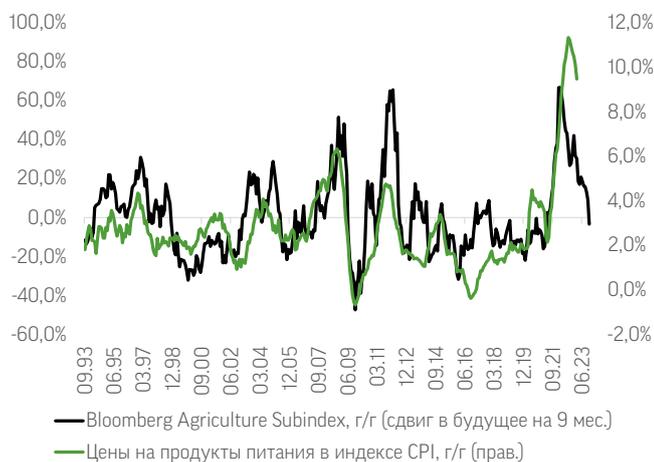
Инфляционные ожидания потребителей на следующие 12 месяцев, %



Источник: University of Michigan, NY Fed

Существенным драйвером совокупного роста цен остается компонент продуктов питания. В августе прошлого года их доля в общем результате инфляции равнялась 1,5 п.п., а рост цен на эти товары достигал максимальных за несколько десятилетий 11,3% г/г. На ситуацию с ценами сильно повлияла пандемия и напряженная геополитическая ситуация, под влиянием последнего фактора резко подорожали удобрения. Впрочем, продуктовая инфляция отступила от максимумов, ее вклад в CPI сократился примерно до 1,3 п.п. Фьючерсы на ряд ключевых сельскохозяйственных товаров значительно снизились с максимумов, об этом сигнализирует композитный индекс Bloomberg Agriculture, который уже ушел в отрицательную зону по годовым темпам изменения. Наш анализ показывает, что компонент CPI, отвечающий за продукты питания, может продолжить активное снижение, начавшееся в прошлом сентябре, так как изменение розничных цен, как правило, происходит с задержкой примерно на девять месяцев после изменения рыночной стоимости сельскохозяйственных товаров. До конца года при отсутствии дополнительных внешних шоков на стороне предложения мы ожидаем возвращение темпов роста цен на продукты питания к приемлемым 3% г/г.

Динамика цен на продукты питания



Источник: Bloomberg, U.S. Bureau of Labor Statistics

Теперь перейдем к рассмотрению драйверов базового CPI, не учитывающего волатильные цены на продукты питания и энергоносители (Core CPI). Выделяющимся дефляционным фактором в данный момент выступает компонент цен на автомобили и запчасти. Переход этого компонента на отрицательную территорию — это значимое позитивное изменение в среднесрочной инфляционной картине. Изменение баланса спроса и

предложения позволило ценам на подержанные автомобили скорректироваться (-13,6% г/г) после резкого повышения в 2020-2021 году. На первичном рынке цены продолжают расти, хотя и более медленными темпами. Считаем, что вторичный рынок будет находиться под давлением в этом году из-за ослабления потребительского спроса, что компенсирует продолжение роста цен на первичном рынке. Тем не менее подчеркиваем риск возобновления роста цен на подержанные автомобили в перспективе двух-трех месяцев, так как соответствующий индекс цен Manheim с ноября 2022-го по февраль 2023 года повысился на 7,8%, а индекс CPI зафиксировал снижение цен на этот товар на 6,5% за тот же отрезок времени. Наш анализ показывает, что лаг между официальными данными и индексом Manheim составляет два месяца, поэтому достаточно резкий отскок цен на вторичном рынке в январе-феврале должен сказаться на CPI за март-апрель.

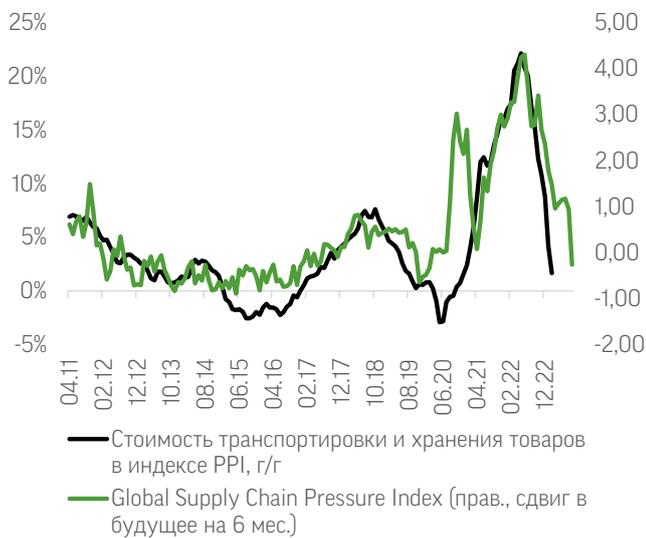
Динамика цен на автомобили



Источник: U.S. Bureau of Labor Statistics

Действительно хорошей новостью стали постепенное снятие антиковидных ограничений в Китае, разгрузка портов и снижение стоимости фрахта судов. Все эти факторы способствуют улучшению ситуации с поставками. Индекс Global Supply Chain Pressure от ФРБ Нью-Йорка продемонстрировал резкое падение за последний год и уже вернулся к своим среднеисторическим значениям около нуля. Наш анализ показывает, что в силу эффекта высокой базы уже в ближайшие пару месяцев это найдет отражение в отрицательных годовых темпах изменения стоимости транспортировки и хранения товаров в индексе цен производителей (PPI). Себестоимость производства в США будет в большей степени зависеть от стоимости сырья, комплектующих и рабочей силы.

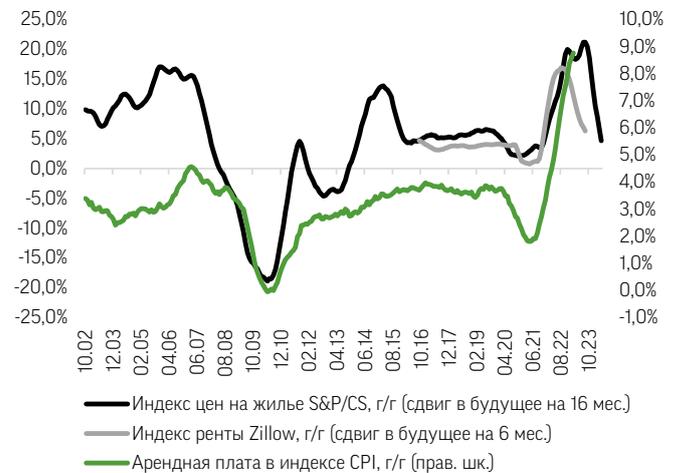
Ситуация с поставками и стоимость транспортировки



Источники: ФРБ Нью-Йорка, U.S. Bureau of Labor Statistics

Наибольшую долю в CPI (34,4%) занял компонент стоимости жилья. В феврале цены на жилье продолжили активно повышаться: рост составил 8,1% г/г, что обеспечило увеличение CPI на существенные 2,8 п.п. На первый взгляд кажется, что устранить этот инфляционный драйвер невозможно, но на самом деле ФРС уже практически сделала это. Увеличение арендной платы связано прежде всего с ростом цен на недвижимость. В то же время резкое падение доступности жилья из-за повышения ставок по 30-летним ипотечным кредитам уже привело к заметному замедлению годовых темпов роста цен на недвижимость. Соответствующий индекс S&P/Case-Shiller, увеличившийся на 21,2% в марте прошлого года, после первого в текущем цикле повышения ставки ФРС, в декабре показал рост лишь на 4,7% г/г. Из-за практики заключения долгосрочных договоров на съем жилья потребуется еще 5–6 месяцев, чтобы арендная плата в индексе CPI достигла пиковых темпов роста. Данные Zillow подтверждают общую дезинфляционную тенденцию: рост цен по новым договорам замедлился с максимумов 2022-го на уровне 17,7% г/г до 6% г/г. Ожидаем формирование пика в годовых темпах прироста жилищного компонента инфляции в III квартале 2023 года. Нормализоваться его темп способен к концу 2024 года. Нет сомнения в том, что ФРС учитывает временные лаги, обусловленные методологическими особенностями расчета жилищной инфляции, при принятии решений по ставке.

Арендная плата как инфляционный фактор



Источники: Zillow, U.S. Bureau of Labor Statistics

Несмотря на все факторы, способствующие дефляционным и дезинфляционным процессам, борьбу с инфляцией пока нельзя прекращать, поскольку цены на базовые услуги без учета жилищных компонентов в индексе PCE пока не демонстрируют каких-либо признаков замедления роста, который составил 4,6% г/г в январе. Данный показатель глава ФРС Джером Пауэлл неоднократно отмечал как наиболее важный в текущих макроэкономических условиях. Мы согласны с этим мнением и выделяем две причины его значимости. Во-первых, продолжается сдвиг в потреблении от товаров к услугам в русле возврата к долгосрочным трендам после окончания пандемии. К примеру, спрос на перелеты настолько силен, что цены на авиабилеты растут двузначными темпами (+29% г/г).

Ценовой индекс PCE



Источники: U.S. Bureau of Economic Analysis, Bloomberg

Во-вторых, динамика цен на базовые услуги зависит не только от спроса, но и от средних темпов роста зарплат в экономике. Темпы увеличения почасовой оплаты труда составляют 4,6% г/г, что вызвано структурной нехваткой рабочей силы и высоким спросом на квалифицированных специалистов в отдельных индустриях. В январе соотношение между числом вакансий и безработных скорректировалось с 1,96 до 1,9, так как количество вакансий сократилось с 11,23 млн до 10,82 млн. В ближайшие несколько месяцев мы ожидаем развития этой тенденции вкупе с увеличением числа безработных, так как компании начали сокращать штаты и наем в условиях макроэкономической неопределенности.

Ключевые показатели рынка труда



Источник: U.S. Bureau of Labor Statistics

Последовательное движение к балансу между спросом и предложением на рынке труда будет иметь важное

значение для ФРС, так как приведет к снижению темпов увеличения зарплат и в конечном итоге к решению проблемы инфляции в трудоемком секторе услуг. Какие именно изменения должны произойти на рынке труда, чтобы обеспечить достаточное замедление роста заработной платы, и достижимы ли они? На наш взгляд, активное повышение оплаты труда обусловлено одновременным избытком вакансий и их относительной привлекательностью, что стимулирует сотрудников переходить от одного работодателя к другому. Мы построили двухфакторную регрессионную модель, объясняющую годовой темп роста зарплат через соотношение между числом вакансий и безработных и коэффициент добровольных увольнений. С помощью этой модели мы выяснили, что для возвращения роста зарплат к среднему для 2018-2019 годов темпу 3,2% г/г соотношению между количеством вакансий и безработных не нужно опускаться ниже единицы. Это важный вывод, так как при реализации в текущем году базового сценария, предполагающего умеренную рецессию, этот показатель может остаться существенно выше единицы. Хорошая новость состоит в том, что для замедления роста зарплат до 3% г/г достаточно довести отношение числа вакансий к числу безработных до 1,2 и уменьшить коэффициент добровольных увольнений с текущих 2,5% до 2,1%. Мы считаем это реализуемым в условиях снижения деловой активности, усиления контроля расходов со стороны корпораций и потребителей.

		Коэффициент добровольных увольнений, %				
		1,9	2	2,1	2,2	2,3
Соотношение между числом вакансий и безработных	1,1	2,5%	2,7%	2,9%	3,1%	3,3%
	1,2	2,6%	2,8%	3,0%	3,2%	3,4%
	1,3	2,8%	3,0%	3,1%	3,3%	3,5%
	1,4	2,9%	3,1%	3,3%	3,5%	3,7%
	1,5	3,0%	3,2%	3,4%	3,6%	3,8%

Источник: анализ Freedom Finance Global

Таким образом, хотя траектория движения инфляции все еще выглядит весьма неопределенной, можно констатировать, что многие проинфляционные драйверы либо уже отыграны, либо утратят свое влияние в текущем году. Поскольку теперь ФРС предстоит обуздать инфляцию, которую провоцирует положение на рынке труда, именно за его охлаждением стоит пристально следить. Мы полагаем, что регулятор способен добиться успеха в этом направлении уже в 2023 году. Этим подкрепляется и наша убежденность в низком риске развития стагфляции.

Устойчивость рынка труда

В 2022 году, как и в начале 2023-го, в экономике США появлялось в среднем 400 тыс. рабочих мест в месяц. Это сигнализирует об устойчивости рынка труда, которую обеспечивают в первую очередь работодатели в сфере услуг, в частности ресторанного и гостиничного бизнеса, здравоохранения, образования, розничной торговли и профессиональных сервисов. Эффект реализации отложенного спроса после падения потребительских расходов на услуги в период пандемии способствует устойчивости бизнес-активности в секторе. Это позволяет работодателям активно нанимать сотрудников для восполнения нехватки рабочей силы. В то же время компании в циклических секторах, чувствительных к изменениям процентных ставок (строительство, финансы, IT), ограничивают объемы найма или сокращают число рабочих мест.

В январе, по данным JOLTS, число увольнений выросло на 17% м/м – с 1,47 млн до 1,72 млн. Однако и этот показатель, и коэффициент сокращенных рабочих мест остается ниже среднего для последних допандемических лет уровня. После длительного периода дефицита кадров и в условиях экономической неопределенности компании склонны удерживать сотрудников. Кроме того, по-прежнему высокий спрос на работников в сфере услуг усиливает текучку кадров. В результате коэффициент увольнений по собственному желанию остается выше средних значений, наблюдавшихся до 2020 года. Тем не менее показатели демонстрируют постепенную нормализацию. Полагаем, что в первой половине года в экономике США продолжится накопление трудовых ресурсов, что в целом характерно для начала периода спада, когда общая неопределенность сказывается и на кадровой политике предприятий. По мере дальнейшего замедления экономического роста объем найма будет уменьшаться, а безработица – расти, хотя и медленнее, чем мы предполагали ранее.

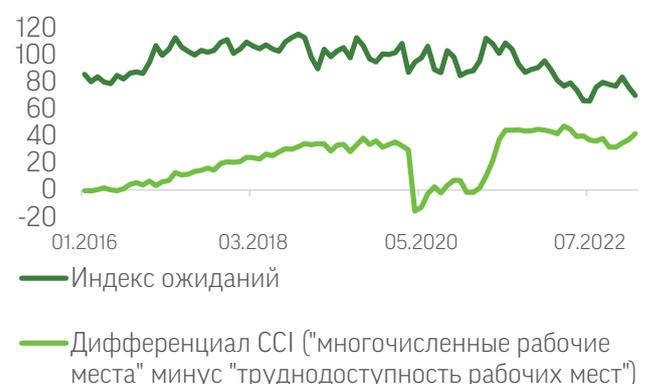
Ситуация на рынке труда



Источник: Bureau of Labor Statistics

Благополучное состояние рынка труда выступает фактором краткосрочной поддержки потребителей. По данным опроса Conference Board, повышение уровня занятости способствовало улучшению оценки текущих условий в течение последних пяти месяцев. Так, дифференциал условий на рынке труда, основанный на оценках достаточности числа рабочих мест и степени сложности поиска работы, вырос до самого высокого уровня за последний год. Тем не менее повышение процентных ставок и опасения по поводу потенциальной рецессии усиливают пессимизм относительно будущих условий для бизнеса и занятости, а индекс ожиданий держится ниже 80 пунктов, что исторически предшествовало рецессии. Респонденты откладывают реализацию планов совершения дорогостоящих покупок, что также обусловлено увеличением зависимости от кредитования и стремлением восполнить сбережения.

Компоненты индекса доверия потребителей Conference Board



Источник: Conference Board

По нашим оценкам, с января 2022 года избыточные накопления американских домохозяйств, сформированные за период пандемии, сократились на 39%, до \$1,32 трлн. В среднем использовалось около 4% в месяц. Потребители продолжают полагаться на имеющийся буфер, и в случае продолжения его сокращения на 4-5% в месяц избыточные накопления уменьшатся на 40-50% к концу года. Избыточные накопления физлиц с низким уровнем дохода могут быть использованы полностью. В то же время недавнее восстановление нормы сбережений с минимума июня в 2,7% до 4,7%, вероятно, отражает стремление домохозяйств восстановить накопления за счет использования увеличившихся номинальных доходов и экономии расходов.

Личные сбережения



Источник: Bureau of Economic Analysis, анализ Freedom Finance Global

Повышение заработной платы и смягчение ценового давления способствовало росту личных доходов в начале года. Кроме того, поддержку этой динамике в начале года оказали:

- ежегодная индексация социального обеспечения, или COLA (cost of living adjustment) на 8,7%, затронувшая около 70 млн человек
- повышение минимальной заработной платы в ряде штатов, а также пересмотр налоговых категорий или диапазонов облагаемых доходов, что позволяет в ряде случаев увеличить налоговый вычет

В январе это вызвало увеличение реальных располагаемых доходов на 1,4% м/м. Полагаем, что это окажет поддержку потребителям в ближайшие месяцы.

Бизнес-активность

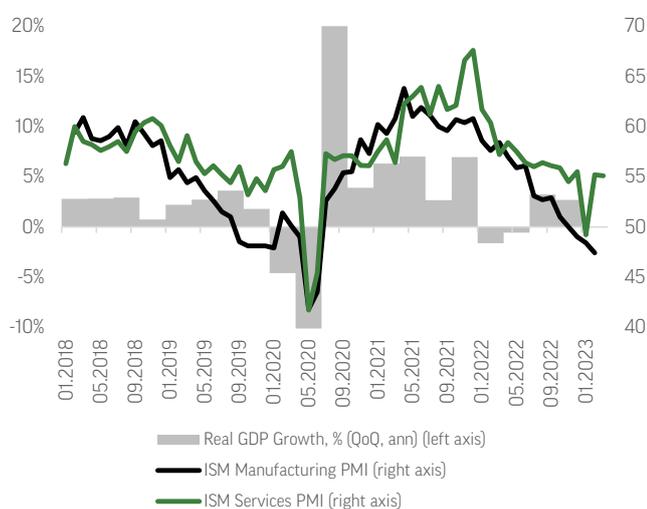
Настроения застройщиков США в начале года улучшились. Соответствующий индекс от NAHB в феврале вырос на 7 п., до 42. Основным фактором стало снижение ипотечных ставок с максимумов ноября и улучшение ожиданий в отношении доступности и продаж жилья. Однако текущее значение остается ниже 50 пунктов, сигнализирующих о восходящем тренде, оно сопоставимо со значениями 2020 года и указывает на неуверенные настроения рынка. По оценке NAHB, если ставка по жилищным займам преодолела пик, ее волатильность сохранится в течение года и будет сдерживать активность продаж. Несмотря на падение спроса, компании сектора не планируют сокращение рабочих мест после снижения дефицита и нормализации логистики. Вместе с тем ограниченный жилищный фонд удерживает цены от резкого падения. В целом возвращение рынка жилья к трендовым уровням вероятно в конце текущего – начале будущего года. Соответственно, динамика инвестиций в жилую недвижимость продолжит тормозить рост ВВП.

Деловая активность в производственном секторе ослабевала в течение последних четырех месяцев. Данные опросов S&P Global и ISM указывают на сокращение новых производственных заказов, в том числе экспортных, а рост выпуска обеспечивается за счет выполнения бэклога. В этих условиях реальные вложения в капитальное оборудование в IV квартале сократились на 3,2% кв/кв, хотя несколько восстановились в начале года. Полагаем, что капитальные затраты останутся устойчивыми, так как компании стремятся повысить производительность труда. Бизнес проявляет осторожный оптимизм в отношении устойчивости спроса и ослабления ценового давления за счет нормализации поставок. Впрочем, с учетом удорожания финансирования и экономической неопределенности компании скорее будут придерживаться консервативной политики в части инвестиций. Ослабление импульса для экономики со стороны производственного сектора будет компенсировано большей устойчивостью сферы услуг, представители которой выигрывают за счет переключения потребительских предпочтений с ретейла на сервисы. В ближайшие месяцы это позволит поддерживать активность бизнеса и занятость в трудоемком секторе услуг.

Таким образом, более устойчивый, чем ожидалось, спрос на рынке труда и укрепление реальных располагаемых доходов выступят факторами поддержки потребителей в ближайшей перспективе. Это снижает краткосрочные риски для экономики США и позволяет

рассчитывать, что даже умеренная рецессия в I–II квартале не разовьется. В то же время с учетом отложенного эффекта ужесточения денежно-кредитной политики на экономику мы полагаем, что ее спад будет зафиксирован в III квартале. Экономический рост продолжит замедляться ввиду сдержанного спроса на рынке недвижимости, замедления активности бизнес-инвестиций и найма рабочей силы. При этом базовый сценарий по-прежнему предполагает умеренный характер экономического спада за счет ограниченного роста безработицы в условиях накопления рабочей силы.

Динамика деловой активности и реального ВВП



Источник: ISM, Bureau of Economic Analysis

Действия ФРС

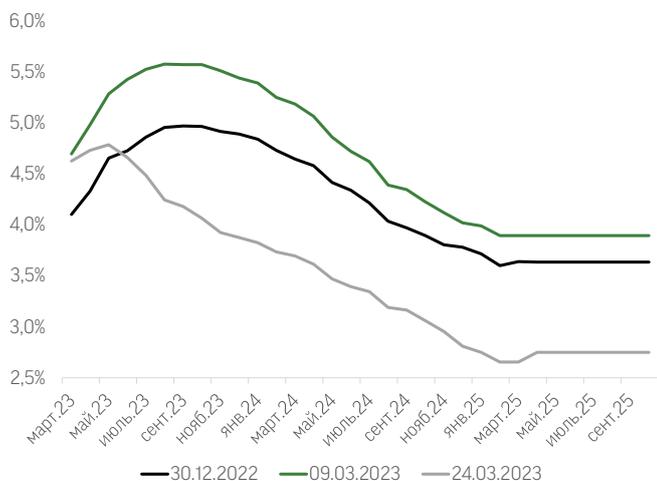
С октября 2022 года рынок сфокусировался на близости замедления повышения ставки Федрезервом и близости достижения ею предельных значений. Эти ожидания частично реализовались. По итогам январского заседания регулятор поднял ключевую ставку на 25 б.п., до 4,75%. В то же время оказавшаяся выше прогноза январская инфляция привела к пересмотру вверх ориентира в отношении максимального значения ставки в текущем году. Этому способствовали и комментарии главы регулятора по итогам первого в 2023-м заседания ФРС. Джером Пауэлл отмечал риски и неопределенность относительно дальнейших действий в рамках цикла ужесточения ДКП, а также риск нового витка ускорения инфляции, который может быть спровоцирован недостаточно активными мерами Федрезерва. Кроме того, Пауэлл отметил отсутствие замедления инфляции

в сервисном сегменте экономики за исключением жилищного сектора, на который приходится 56% базового индекса инфляции и который, по словам главы регулятора, сильно зависит от состояния рынка труда. Джером Пауэлл сохранил «ястребиную» риторику и в выступлении в Конгрессе, которое состоялось 7-8 марта. Он отметил, что недавние макроданные оказались сильнее, чем ожидалось, а это указывает на целесообразность пересмотра вверх пикового значения ставки ФРС. Для участников рынка стало неожиданностью заявление главы ФРС о готовности активизировать повышение ставок. Реакцией рынка на это заявление стало значительное увеличение вероятности подъема ставки на 50 б.п. к концу первой декады марта.

Мартовское заседание ФРС позволило расставить ряд точек над *i*. Ставка была ожидаемо повышена на 25 б.п., до 4,75–5%, и достигла максимума с сентября 2007 года. Ориентир в отношении ее предельного значения сохранился на прежнем уровне 5,1%. Это означает еще одно повышение на 25 б.п. в текущем году. Прогноз ВВП на 2023-й был незначительно ухудшен, а ожидания в отношении безработицы улучшены. Недавние закрытия банков Silicon Valley Bank (SIVB) и Signature Bank (SBNY) приведут к дополнительному ужесточению условий кредитования физических и юридических лиц (ФРС зафиксировала соответствующий пересмотр стандартов кредитования и сокращение спроса на заемные средства уже в февральской публикации). По мнению регулятора, это окажет давление и на экономическую активность, и на инфляцию. Проблемы региональных банков продолжат ослаблять спрос, таким образом замещая одно или несколько шагов повышения ФРС процентных ставок.

Указав на устойчивость финансовой системы и обозначив признаки нормализации потоков депозитов, глава ФРС все же очень часто повторял слово «неопределенность». Кроме того, Пауэлл менее убедительно ответил на вопрос о вероятности рецессии в США. Инвестсообщество рассчитывало, что председатель ФРС займет более «голубиную» позицию относительно сроков удержания терминальной ставки, однако он вновь подтвердил, что снижение ставок в этом году не является базовым сценарием.

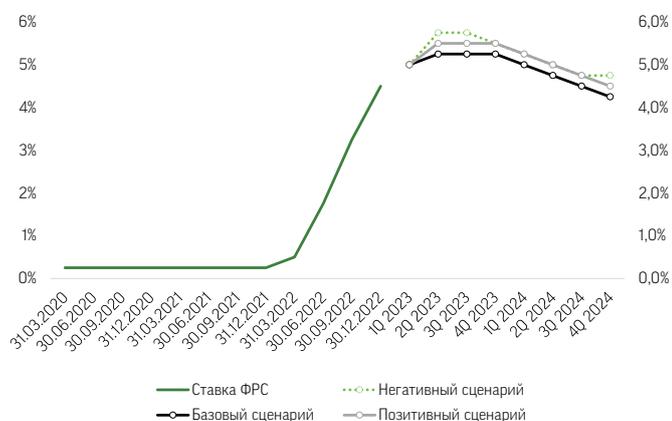
Динамика прогнозов по ставке ФРС (согласно CME Group)



Источник: Factset, расчеты Freedom Broker

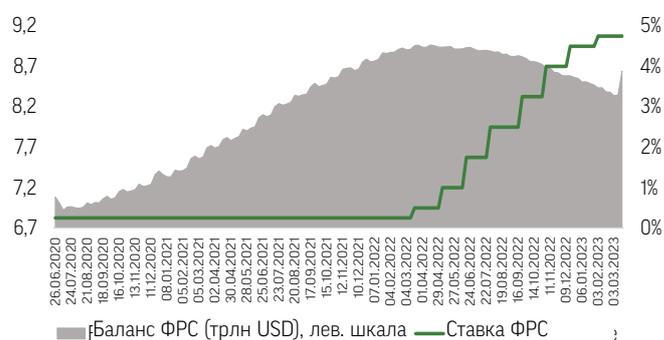
Мы полагаем, что закрытие нескольких проблемных банков США, о которых шла речь выше, меняет баланс рисков для регулятора. В этой связи ФРС, вероятно, будет действовать более осторожно. Если экстренные меры, предпринятые регулятором и правительством США для стабилизации ситуации в сегменте региональных банков, окажутся действенными и новых сравнительно крупных банкротств или соответствующих рисков удастся избежать, ФРС сохранит тренд на ужесточение ДКП в обозримой перспективе. С учетом признаков более устойчивой динамики цен (согласно индексам CPI и PCE) и более стабильного состояния деловой активности мы не ожидаем снижения ставок ФРС до начала 2024 года. Прогноз пикового значения ставки мы сохраняем на уровне 5,25%.

Динамика ставки ФРС и ожидания



Источник: Factset, расчеты Freedom Broker

Динамика ставки и баланса активов ФРС



Источник: Factset, расчеты Freedom Broker

ФРС продолжает программу расчистки баланса, предполагая его сокращение на \$95 млрд в месяц путем продажи казначейских облигаций на \$60 млрд и ипотечных на \$35. Эффект от этих мер оценивается примерно на уровне изменения ставки ФРС на 0,5-0,75 п.п. При этом де-факто из-за необходимости срочно предоставить ликвидность для поддержания региональных банков баланс регулятора в марте увеличился. Предполагаем, однако, что в дальнейшем ФРС продолжит реализацию программы QT.

Национальный индекс финансовых условий



Источник: Factset, расчеты Freedom Broker

Обзор рынка акций США. Итоги I квартала 2023 года

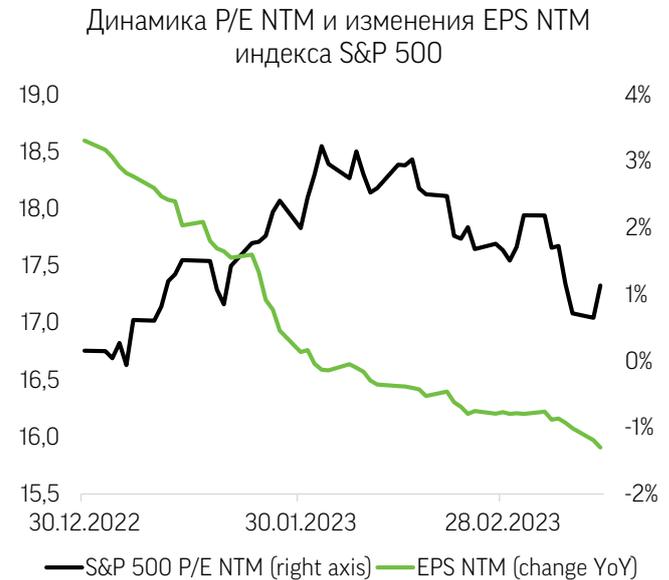
С начала 2023 года до 17 марта индекс S&P 500 вырос на 2% по сравнению с уровнем закрытия 2022-го. Ключевыми драйверами этой динамики стали, в частности:

- Ожидания скорого завершения цикла ужесточения ФРС (на конец 2022-го предполагалось, что курс на повышение ставки завершится в середи-

не 2023-го, после чего регулятор постепенно начнет смягчать ДКП). Коррекция индекса широкого рынка с середины февраля была обусловлена пересмотром этих ожиданий на противоположные

- Надежда на устойчивость тенденций инфляции к замедлению (до публикации январских данных индексы CPI и PCE несколько месяцев подряд оказывались лучше прогнозов)
 - Более стабильная экономика, чем предполагали сделанные в конце 2022 года прогнозы. Так, прирост числа занятых в феврале 2022-го составил 311 тыс. при консенсусе 205 тыс. Безработица повысилась на 0,2 п.п. м/м, до 3,6%, но за счет увеличения коэффициента участия в рабочей силе розничные продажи на 0,1 п.п. недотянули до прогноза, доказывая, что на январскую статистику оказали влияние разовые факторы. Наблюдается улучшение корпоративной бизнес-активности по сравнению с уровнями конца 2022-го. Композитный индекс PMI, по данным S&P Global, растет второй месяц подряд, предварительное значение февральского показателя оказалось выше 50 пунктов (50,2 п.), а февральские данные «Бежевой книги» указывают на рост экономической активности в США с января по конец февраля 2023-го
 - Повышение прогнозов динамики ВВП ЕС и КНР на 2023-й, более устойчивый потребительский спрос и рынок труда привели к улучшению сентимента рынка относительно «близкой и неизбежной рецессии». Согласно данным февральского опроса Bank of America, рецессию ожидают только 24% респондентов против 77% в ноябре 2022-го
- Улучшение рыночного сентимента до середины I квартала 2023-го стимулировало рост мультипликатора P/E и ожидания того, что худшее уже позади, не было подкреплено улучшением оценочной динамики EPS в 2023 году. При этом отмеченные ранее проблемы двух региональных банков существенно ослабили общий позитивный настрой на рынке.

Динамика P/E NTM и изменения EPS NTM индекса S&P 500



Источник: Factset, расчеты Freedom Broker

Со второй половины I квартала ряд «бычьих» триггеров начали терять актуальность, что оказывало давление на котировки индекса S&P 500 с середины февраля. Так, сильные данные CPI и PCE, рынка труда и более высокая деловая активность привели к ужесточению риторики Джерома Пауэлла в ходе выступления в Конгрессе: глава ФРС допустил новое ускорение повышения ставки до 50 б.п. Однако закрытие банков Silicon Valley Bank (SIVB) и Signature Bank (SBNY), а также ситуация вокруг Credit Suisse (CS) изменили настроения участников рынка. По состоянию на 17 марта 2023-го мы не видим системных рисков для банковской системы США и отмечаем сохранение условий для дальнейшего ужесточения ДПК.

В середине марта рынок сталкивается с повышенной неопределенностью дальнейших действий ФРС, что отражается в высокой волатильности изменения ожиданий относительно шага подъема ставок. Распределение вероятностей повышения ставки на 0 б.п., 25 б.п. и 50 б.п. представлены в таблице ниже:

	15 марта 2023	14 марта 2023	1 марта 2023	8 февраля 2023
0 б.п. (4,50–4,75%)	43,2%	30,6%	0,0%	0,0%
25 б.п. (4,75–5,00%)	56,8%	69,4%	70,10%	90,80%
50 б.п. (5,00–5,25%)	0,0%	0,0%	29,90%	9,20%

Источник: Factset, расчеты Freedom Broker

Динамика P/E NTM и изменения EPS NTM индекса S&P 500

Фактор сезона квартальных отчетов оказал смешанный эффект на настроения участников рынка. Как следует из таблицы ниже, фактическая динамика EPS по итогам IV квартала оказалась отрицательной (-4,6%), в то время как по состоянию на 30 сентября 2022-го прогнозировался ее рост на 3,3%. Кроме того, по данным

Factset, EPS превзошла консенсус лишь на 1,4% при среднем за пять лет уровне 8,6%, и это минимальный результат с 2020-го. Прогнозы роста EPS на 2023 год продолжают пересматриваться в сторону снижения. Собственные гайдены корпораций на первый квартал, по информации Factset, в 84 случаев предполагают сокращение прибыли на акцию и лишь в 24 прогнозы позитивны.

	IV квартал 2022-го				2022 год		
	Изменение EPS	Вклад сектора в динамику индекса	Ожидаемый рост EPS по состоянию на 30 сент. 2022	Разница между фактическим и прогнозным значением	EPS лучше ожиданий	Ожидаемый рост EPS по состоянию на 30 сент. 2022	Ожидаемый рост EPS по состоянию на 9 марта 2023
S&P 500	-4,6%	-4,6%	3,3%	1,4%	69,5%	6,4%	3,9%
Услуги связи	-24,9%	-2,5%	-7,5%	-5,3%	48,0%	-10,9%	-19,7%
Потребтовары длит. польз.	-21,3%	-1,7%	-6,6%	1,9%	72,2%	-9,8%	-14,9%
Товары повседнев. польз.	0,1%	0,0%	-0,9%	4,5%	69,7%	0,9%	2,8%
Энергетика	57,1%	3,5%	59,0%	1,4%	60,9%	141,9%	148,5%
Финансы	-14,5%	-2,3%	-4,1%	0,1%	63,6%	-13,7%	-18,0%
Здравоохранение	-6,7%	-1,0%	-3,1%	4,6%	76,2%	3,0%	3,7%
Промышленность	38,2%	2,2%	40,2%	-0,1%	67,1%	29,0%	26,3%
IT	-9,2%	-2,2%	-1,2%	1,7%	84,2%	5,6%	3,2%
Сырье	-24,7%	-0,9%	-7,9%	2,7%	55,2%	9,5%	2,6%
Недвижимость	13,8%	0,3%	14,6%	3,4%	76,7%	16,1%	17,5%
Коммунальные услуги	2,8%	0,1%	3,3%	1,5%	63,3%	4,3%	2,6%

Источник: Factset (по состоянию на 8 марта)

В то же время по результатам сезона отчетности за IV квартал 2022-го инвесторы не увидели вызывавших у них наибольшие опасения признаков начала рецессии в ближайшие кварталы. Несмотря на усиление фокуса домохозяйств на приобретение товаров первой необходимости (согласно результатам отчетов крупнейших ретейлеров), восстановление спроса в пострадавших от пандемии секторах сохранилось (общепит, турбизнес, отельные сервисы, авиаперелеты). Также фиксируется восстановление спроса на товары длительного пользования в различных индустриях. Кроме того, позитивную динамику EPS компаний, входящих в индекс S&P 500, по итогам квартала поддержали результаты энергетического сектора ввиду взлета цен на энергоносители в течение 2022-го к значениям 2021-го.

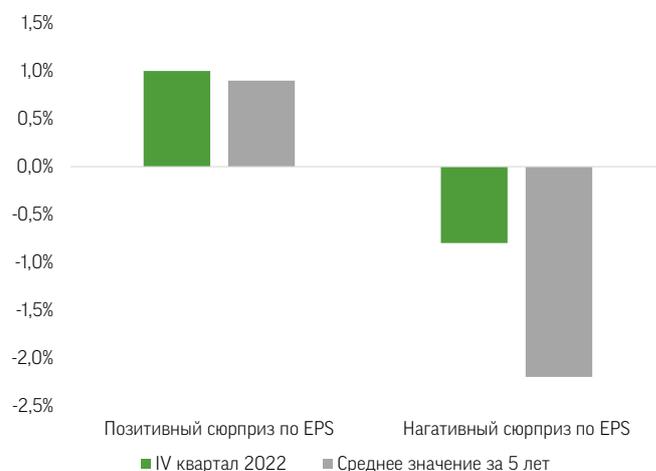
В ходе публикации результатов за IV квартал котировки акций из состава S&P 500 демонстрировали лучший результат, реагируя как на превышение EPS прогнозных уровней, так и на худшие, чем ожидалось, показатели. Это было обусловлено тем, что сравнительно успешная финансовая статистика компаний в контексте опасений скорой рецессии и достаточно уверенные прогнозы привели к частичному снятию рецессионных рисков.

Динамика консенсус-прогноза EPS на 2023-й

	30.10.2022	30.11.2022	30.12.2022	31.01.2023	15.02.2023	28.02.2023	15.03.2023
S&P 500	6,3%	5,6%	5,0%	2,7%	2,3%	2,2%	2,3%
Энергетика	-13,1%	-10,5%	-13,4%	-16,5%	-16,9%	-17,7%	-17,4%
Сырье	-9,7%	-10,9%	-11,6%	-13,5%	-14,8%	-16,8%	-16,4%
Промышленность	15,4%	14,5%	15,0%	11,7%	11,5%	11,8%	12,1%
Потребтовары длит. польз.	41,5%	39,5%	37,6%	31,9%	28,9%	27,0%	26,9%
Товары повседнев. польз.	3,2%	2,8%	3,0%	3,0%	3,2%	2,5%	2,9%
Здравоохранение	-2,9%	-4,3%	-4,9%	-8,1%	-9,0%	-9,3%	-9,5%
Финансы	18,2%	17,4%	17,1%	13,5%	13,4%	13,3%	13,3%
IT	6,6%	5,1%	4,1%	1,9%	0,8%	1,0%	1,4%
Услуги связи	17,3%	15,8%	15,2%	13,5%	15,2%	14,8%	14,9%
Коммунальные услуги	8,1%	7,5%	7,6%	7,8%	7,5%	7,4%	7,1%
Недвижимость	2,9%	2,2%	1,7%	1,1%	0,6%	0,4%	0,2%

Источник: Factset

Изменение котировок в результате положительного/отрицательного отклонения результата по EPS



Источник: Factset

При этом, как было отмечено ранее, сдерживающим фактором для развития среднесрочного восходящего тренда выступали и риски рецессии во II полугодии 2023-го, и повышенные оценки рынка, и сохраняющаяся негативная динамика ориентиров в отношении EPS.

Динамика консенсус-прогноза EPS на 2023-й

	30.10.2022	30.11.2022	30.12.2022	31.01.2023	15.02.2023	28.02.2023	15.03.2023
S&P 500	3,5%	2,9%	2,8%	2,1%	1,96%	1,83%	1,85%
Энергетика	-8,1%	-9,1%	-10,2%	-11,4%	-11,4%	-11,4%	-11,2%
Сырье	-3,0%	-2,9%	-3,3%	-3,4%	-3,6%	-3,9%	-3,8%
Промышленность	4,8%	4,4%	4,3%	3,3%	3,5%	3,7%	3,7%
Потребтовары длит. польз.	6,8%	6,3%	5,8%	4,9%	5,3%	5,3%	5,3%
Товары повседнев. польз.	2,2%	2,8%	2,8%	3,2%	3,8%	4,1%	4,0%
Здравоохранение	1,6%	1,7%	2,3%	2,1%	2,5%	2,6%	2,6%
Финансы	5,3%	5,4%	5,3%	5,5%	5,6%	6,5%	6,4%
IT	5,4%	4,4%	4,2%	3,0%	1,8%	1,9%	1,9%
Услуги связи	4,8%	4,1%	4,1%	3,8%	3,1%	3,2%	3,2%
Коммунальные услуги	-5,3%	-5,2%	-5,1%	-5,5%	-5,0%	-3,5%	-3,0%
Недвижимость	5,1%	4,2%	4,2%	4,5%	4,5%	5,7%	5,6%

Источник: Factset

Динамика котировок по секторам с начала 2023 года

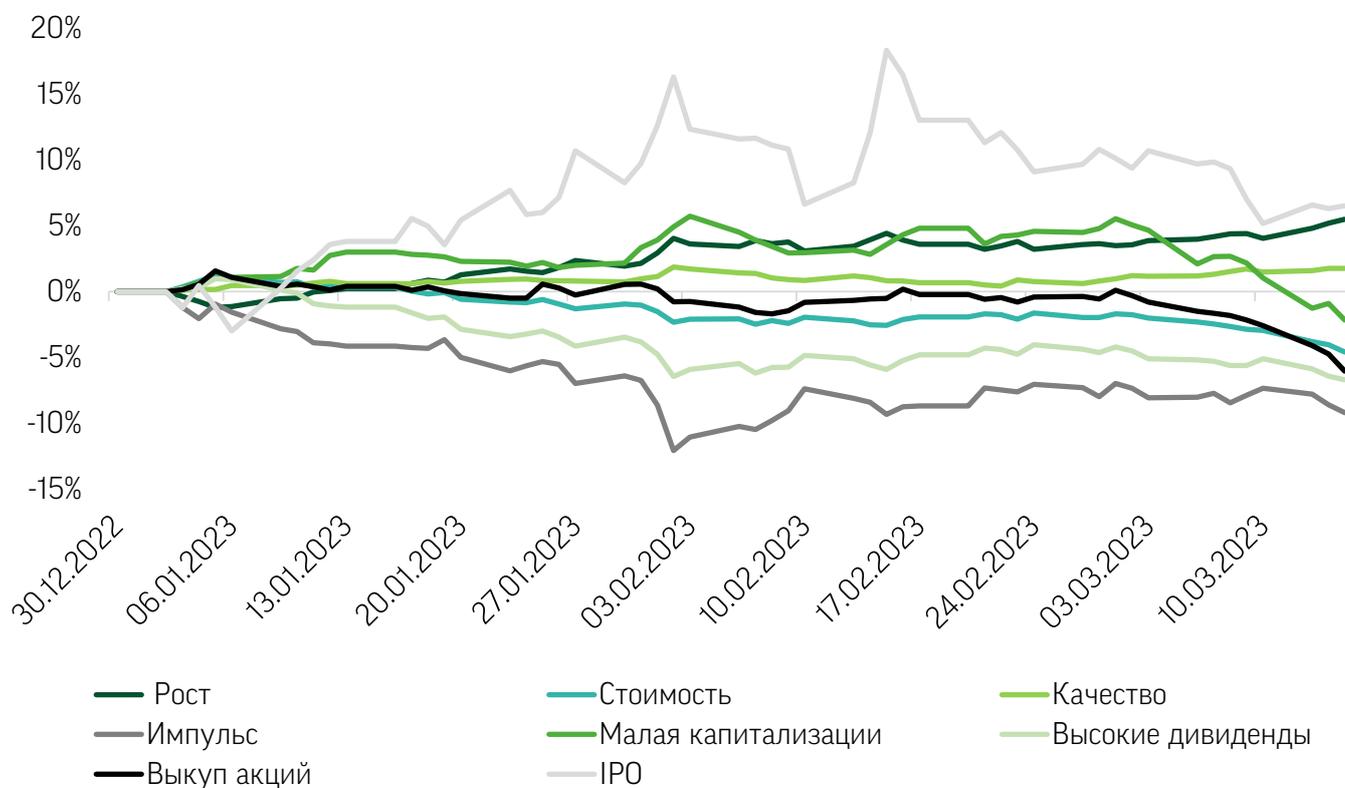
Наилучшую динамику с начала года продемонстрировали сектора, находившиеся под наибольшим давлением в течение 2022-го: IT, коммуникации, товары длительного пользования. Поддержку обозначенным секторам оказал и сезон квартальных отчетов, который отразил усиление фокуса менеджмента на контроль затрат, сокращение персонала и в целом оказался лучше наиболее пессимистичных ожиданий. Несмотря на признаки некоторого замедления спроса и увеличение сроков заключения контрактов, локально сохраняется

устойчивый спрос на капитальные товары, что также частично развеяло страхи участников рынка относительно близости рецессии. Сектор финансов оказался под давлением из-за закрытия банков Silicon Valley Bank (SIVB) и Signature Bank (SBNY), ситуации вокруг Credit Suisse (CS). На сектор здравоохранения негативно влияет снижение продаж ковидных продуктов и давление на цены рецептурных препаратов, а также ребалансировка портфелей в пользу более активно развивающихся секторов. Снижение цен на энергоносители неблагоприятно сказалось на энергетическом секторе.

	Неделя	Месяц	3 месяца	YTD
S&P 500	-3,6%	-7,2%	-1,2%	0,3%
Энергетика	-10,0%	-13,9%	-10,3%	-13,4%
Сырье	-8,7%	-10,1%	-5,6%	-3,9%
Промышленность	-6,4%	-7,5%	-2,6%	-2,7%
Товары длительного пользования	-2,8%	-9,8%	1,8%	7,3%
Товары повседневного спроса	-0,4%	-2,3%	-4,3%	-3,9%
Здравоохранение	-1,0%	-5,4%	-9,0%	-8,2%
Финансы	-11,0%	-15,5%	-8,2%	-9,4%
Информационные технологии	-1,7%	-4,4%	6,8%	10,6%
Коммуникационные сервисы	-0,5%	-4,2%	10,0%	10,7%
Коммунальные услуги	1,2%	-2,6%	-6,8%	-5,9%
Недвижимость	-4,0%	-9,0%	-4,7%	-1,2%

Источник: Factset (по состоянию на 15 марта)

Динамика по факторам



Источник: Factset, расчеты Freedom Broker

Динамика по фактору представляет собой разницу между динамикой индекса S&P 500 и динамикой фактора, отслеживаемой через изменение цен следующих ETF: IWF, IWD, QUAL, MTUM, IJR, VYM, PKW, IPO

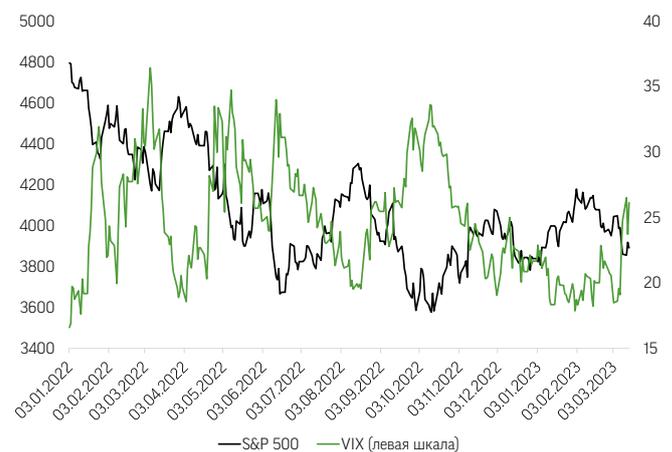
С начала года динамика по факторам поменялась на противоположную той, которая наблюдалась в течение IV квартала 2022-го. Лучшую динамику с начала года фиксируют факторы IPO (+6,5%) и «роста» (+5,5%), также очень сильный результат продемонстрировал фактор компаний малой капитализации (+2,1%). Триггеры лучшей динамики обозначенных секторов по сравнению с индексом схожи с общими драйверами позитивных настроений на рынке в начале квартала, включая улучшение сентимента и оценок, рост относительной вероятности «мягкой посадки» экономики и, как следствие, усиление спроса на риск и интереса к инструментам с более продолжительной дюрацией. Мартовский инцидент в банковском секторе усилил дивергенцию между факторами в пользу лидеров текущего года (финансовый сектор – один из тяжеловесов фактора «стоимости»). Факторы-лидеры прошлого квартала превратились в аутсайдеров: факторы «стоимости», импульса, высоких дивидендов и выкупа акций оказались слабее широкого рынка на 4,6%, 9,2%, 6,7% и 6% соответственно. Это было обусловлено преимущественно снижением интереса к защитным активам на фоне ослабления рисков рецессии, уменьшения привлекательности оценок защитных секторов, а также распродаж в банковском секторе.

Настроения инвесторов

С начала года на фоне сохранения достаточно уверенных «бычьих» настроений (в том числе из-за эффекта низкой базы 2022 года), а также, вероятно, во многом из-за того, что не был реализован сценарий немедленной рецессии, индекс VIX длительное время не демонстрировал роста спроса инвесторов на краткосрочные инструменты хеджирования, оставаясь в диапазоне 18,5–22 пунктов. Существенное усиление спроса на хеджирование VIX зафиксировал после закрытия двух региональных банков США. В условиях повышенных инфляционных рисков, сохранения тенденции на ужесточение ДКП и рисков умеренной рецессии до конца текущего года можно ожидать сохранения повышенной волатильности. С учетом обозначенных факторов

в краткосрочной перспективе вероятно сохранение восходящего импульса по индексу VIX, а его приближение к локальным пикам может стать триггером для «медвежьих» откатов на фондовом рынке.

Динамика S&P 500 и индекса VIX



Источник: Factset, расчеты Freedom Broker

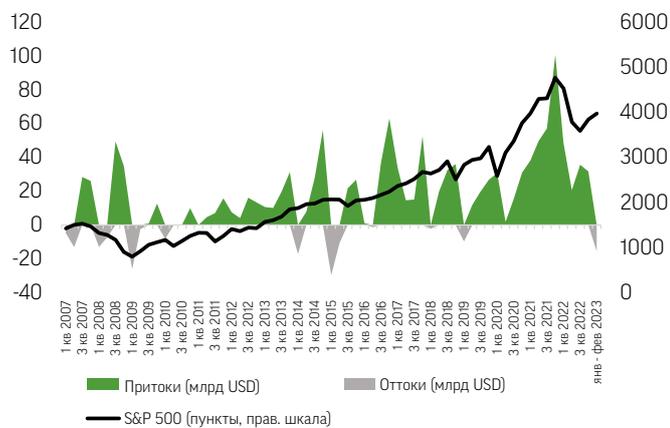
Картину настроений дополняют результаты опросов американской Ассоциации индивидуальных инвесторов (AAII). По этим данным, локальные нижние уровни по индексу S&P 500 в конце 2022-го соответствовали локальным минимумам настроений инвесторов, а это стимулировало восходящую динамику в январе-феврале 2023-го.

Динамика настроений розничных инвесторов



Источник: aaii.com

Динамика притока/оттока средств в ETF на акции США



Источник: Factset, расчеты Freedom Broker (согласно данным притоков/оттоков средств следующих ETF: SPY, IVV, VOO, VTI, QQQ, VTV, VEA, VUG, IJR, IJH, VIG, IWF, IWM, IWD, VO, VYM, SCHD, VB, ITOT, RSP, DIA, SCHX, IVW)

По данным VandaTrack по среднему притоку физлиц, достигнутому в январе максимуму за последние 12 месяцев, а также, по информации Forbes со ссылкой на JPMorgan, согласно которой с 25 января по 1 февраля доля розничных инвесторов составила около 23% (против пиковых значений в течение пандемии на уровне 22%), можно сделать вывод, что розничные инвесторы оказались одними из ключевых драйверов «бычьих» настроений на рынке с начала года.

Из графика выше следует, что, вероятно, преимущественно институциональные инвесторы придерживались более осторожного взгляда на рынок и выводили средства из ETF, ориентированных на акции США.

Ожидания по рынку акций США на II квартал и 2023 год

Риски для рынка в 2023 году

Рецессия

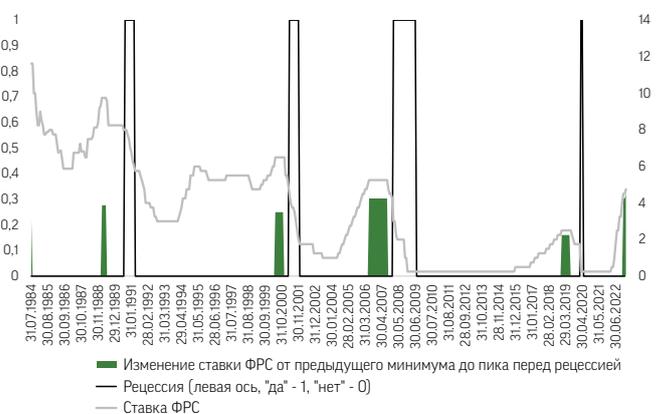
Развитие рецессии, включая более глубокий и продолжительный спад деловой активности в США, является одним из наиболее весомых для рынка рисков 2023-го. Мы основываем данное утверждение на нескольких переменных. Так, рынок считает базовым сценарий мягкой или очень мягкой посадки экономики, на что указывают сравнительно высокие уровни P/E NTM, низкое значение ERP (премии за риск инвестирования

в акции). С начала года оптимизм поддерживался пересмотрами прогнозов ВВП США, сдержанно-оптимистичными гайденсами компаний на следующий квартал, а также периодическими подтверждениями заявлений ФРС о возможности избежать рецессии в США. Сильные макроданные начала года также сигнализировали об устойчивости экономической активности в ближайшей перспективе.

Несмотря на благополучное состояние экономики в начале года, мы полагаем, что в целом риск рецессии может быть реализован с временным лагом: на это указывает ряд исторических закономерностей.

- Существует историческая зависимость между циклом ужесточения ДКП и рецессией. Мы полагаем, что в условиях существенного роста стоимости фондирования вкупе с повышенной инфляцией, которая оказывает давление на потребительские расходы, мы можем увидеть реализацию схожего паттерна в 2023-м (начале 2024-го)

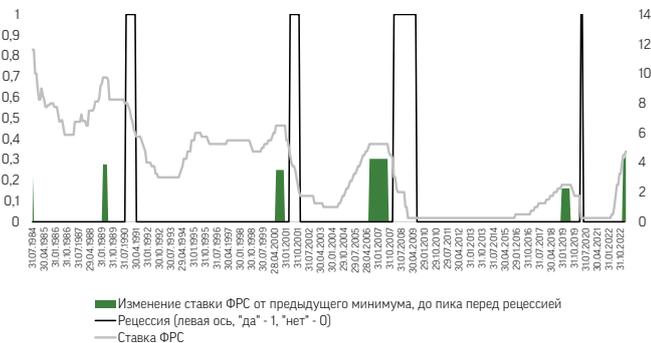
Рецессия и изменение ставок ФРС



Источник: Factset, расчеты Freedom Broker

- С 2022 года мы наблюдаем максимальный аннуализированный темп повышения ставок за последние пять десятилетий (кроме 1980–1981 годов), что указывает на потенциально существенный уровень негативного влияния этого фактора на потребителей и на корпорации. Из предыдущего графика также можно заключить, что в ходе нынешнего цикла ужесточения ДКП регулятор изменил ставку на максимум с 1984 года.

Текущие и исторические циклы ужесточения денежно-кредитной политики США



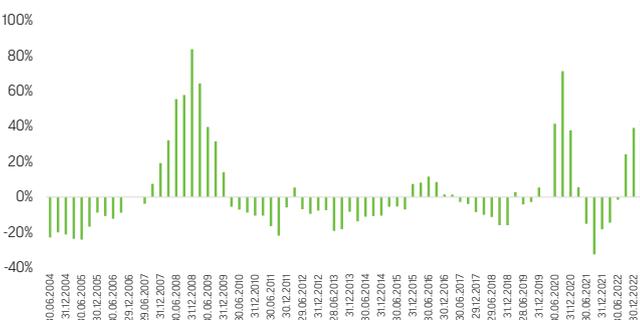
Источник: Factset, расчеты Freedom Broker

Полагаем, что изменение ставки уже оказывает определенный эффект. В частности, появились признаки снижения спроса на кредиты, ужесточились стандарты кредитования, которые могут несколько усилиться на фоне локальных проблем региональных банков США.

Доля банков, фиксирующих усиление спроса на коммерческие и промышленные кредиты со стороны крупных и средних компаний



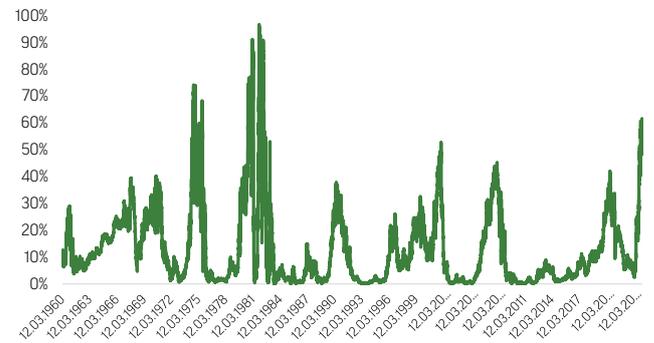
Чистый процент банков, ужесточающих стандарты коммерческого и промышленного кредитования



Источник: Factset, расчеты Freedom Broker

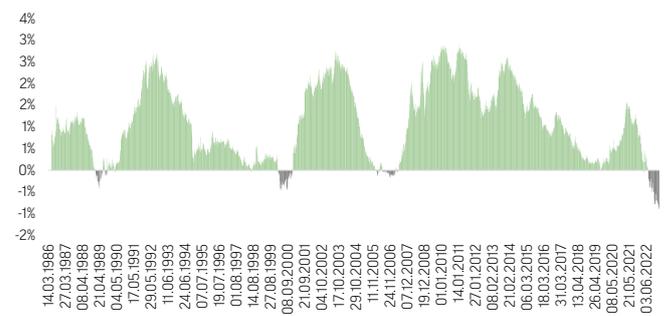
Также опасение вызывает, что отдельные опережающие индикаторы указывают на риски рецессии.

Вероятность рецессии в США, исходя из спреда 3-месячных и 10-летних гособлигаций



Источник: Factset, расчеты Freedom Broker на основе параметров ФРБ Нью-Йорка ($\beta = -0,5333$, $\alpha = -0,6330$)

Спред доходности десяти- и двухлетних казначейских облигаций США



Источник: Factset, расчеты Freedom Broker

Спред доходности десяти- и двухлетних казначейских облигаций США является одним из классических пространственных индикаторов рецессии: чем этот спред больше, тем выше вероятность рецессии.

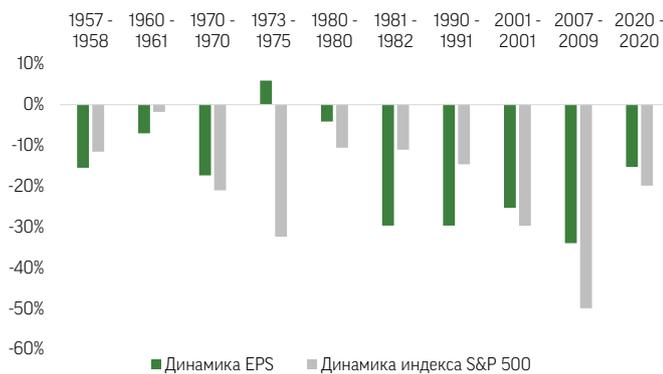
Изменение индекса LEI в годовом исчислении по сравнению с рецессией



Источник: Factset, расчеты Freedom Broker

Следующие два графика отражают основные очевидные риски рецессии. Такие периоды исторически оказывали существенное давление на динамику прибыли, что вкупе со сравнительно высокими параметрами «успокоенности» рынка и оценочными мультипликаторами является фактором потенциального давления на котировки.

Динамика EPS и индекса S&P 500 в периоды рецессии



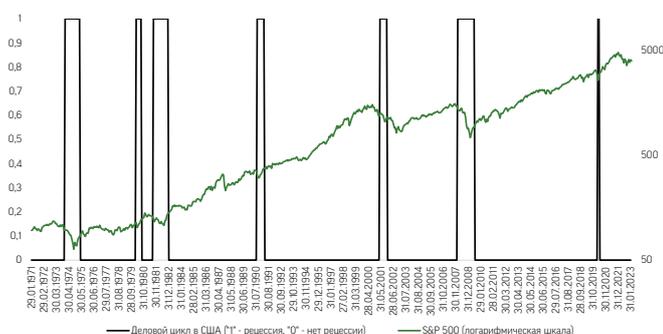
Источник: Bloomberg, расчеты Freedom Broker

Динамика EPS (EPS LTM на основе данных Bloomberg) рассчитывается от месяца, предшествующего началу рецессии, до минимального значения показателя ее старта до двух лет после окончания.

Динамика индекса S&P 500 рассчитывается от месяца, предшествующего началу рецессии, до минимального значения после ее старта.

При условии реализации прежних паттернов на рынке следующий график дает возможность негативно ответить на вопрос, учел ли рынок вероятность экономического спада, так как снижение продолжалось вплоть до фактического начала рецессии.

Динамика S&P 500 в периоды рецессии

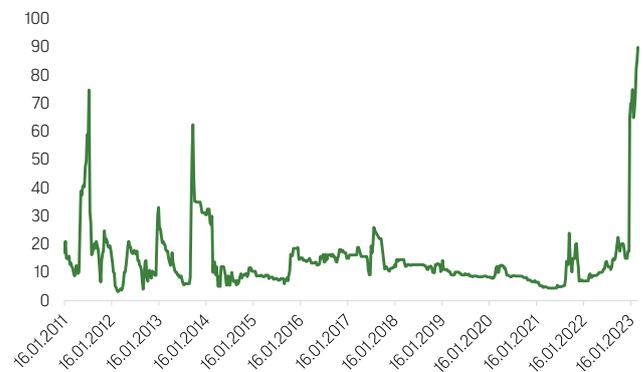


Источник: Bloomberg, расчеты Freedom Broker

Потолок госдолга

Одним из рисков для рынка США является отсутствие договоренности между демократами и республиканцами относительно потолка госдолга. Министерство финансов с января через использование чрезвычайных мер продолжает выполнение долговых и прочих обязательств правительства. Согласно последним расчетам бюджетного управления Конгресса, доступные средства будут исчерпаны между июлем и сентябрем 2023 года. На текущий момент фондовый рынок в целом игнорирует риск исчерпания доступных средств Казначейством США, при этом однолетние CDS преодолели пиковые уровни 2011 года и торгуются на уровне 89,9 пункта, соответствующем максимуму 2007-го. При отсутствии договоренности по потолку госдолга в ближайшие два-три месяца можно предположить усиление опасений на фондовом и долговом рынках (в первую очередь на ближнем конце кривой доходности). Полагаем, что из-за критичности этой проблемы во II полугодии можно ожидать повышенной волатильности рынка.

Однолетние CDS на обязательства США



Источник: Bloomberg, расчеты Freedom Broker

Меры по сокращению дефицита бюджета

Неопределенность с потолком госдолга имеет своим следствием риск увеличения налоговой нагрузки на физических лиц с доходами выше \$400 тыс. Для них могут быть повышены с 3,8% до 5% взносы по программе Medicare. Кроме того, президент Байден предлагает установить минимальный налог для миллиардеров на уровне 20%. Для юрлиц может быть поднят налог на выкуп акций, введенный в январе 2023-го и составляющий 1%. Также рассматривается усиление налогового бремени для энергетического сектора, сокращение

налоговых льгот в сфере инвестиций в недвижимость, управления активами. Представители Республиканской партии не поддерживают повышение налогов и предлагают сокращение расходов, которые в существенной части коснутся недавно принятого закона о снижении инфляции (Inflation Reduction Act, IRA). По мнению республиканцев, необходимо урезать расходы бюджета на \$131 млрд от запланированного уровня на 2024 год (или около 0,7%). Несмотря на сравнительно небольшую величину в процентном отношении, мультипликативный эффект для ВВП может быть выше, кроме того, эффект на отдельные отрасли может быть более выраженным в зависимости от направлений бюджетных сокращений.

Инфляция

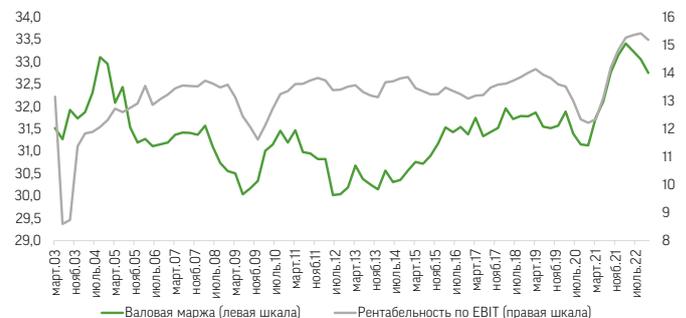
По данным опроса VofA, проведенного в феврале среди крупнейших управляющих активами, инфляция остается главным «хвостовым» риском для рынка. Недостаточно активное замедление роста цен заставит ФРС принимать более жесткие меры по его сдерживанию, о чем, в частности, свидетельствуют последние заявления главы регулятора. Устойчивость инфляции является поводом для удержания ставок около пиковых уровней в течение длительного периода. Это негативно отражается на настроениях участников рынка и может оказывать сдерживающий эффект на оценочные мультипликаторы. Кроме того, долгое сохранение ставок на ограничительном уровне усиливает вероятность рецессии.

Маржа

Несмотря на некоторую коррекцию показателей маржинальности по итогам IV квартала, в рамках базового сценария мы ожидаем давления на маржу на фоне потенциального замедления экономической активности, что будет оказывать негативный эффект на рост EPS. В числе сдерживающих факторов эффект высокой базы показателей маржинальности (валовая и операционная маржа находятся около пиковых значений за последние 20 лет) и существенное повышение цен на конечную продукцию в 2022 году. Все это вкуче с переориентацией потребителей на товары повседневного спроса, существенными товарными запасами и сохраняющимся напряженным рынком труда, вероятно, будет оказывать давление на рентабельность в течение года. В числе поддерживающих факторов можно отметить снижение цен на энергоносители и фрахт, а

также существенное замедление индекса цен производителей в течение последних месяцев.

Динамика маржинальности



Источник: Factset

Данные представлены в формате LTM-цифр по состоянию на конец квартала

Концентрация рынка

К 16 марта 2023-го на фоне усиления фокусировки инвесторов на технологическом секторе и улучшения сентимента относительно рецессионных рисков доля первой пятерки компаний в общей капитализации индекса S&P 500 выросла до 22,7% с 20,1% на конец 2022-го при медианном значении за последние 24 года на уровне 13,4%. Вероятно, в перспективе одного-двух кварталов повышенный интерес к акциям более устойчивых крупных компаний будет сохраняться из-за повышенных рисков и неопределенностей в экономике. При этом в течение следующих 12–18 месяцев концентрация капитализации может сокращаться, что будет оказывать сдерживающий эффект на динамику всего рынка.

Доля топ-5 компаний в капитализации рынка

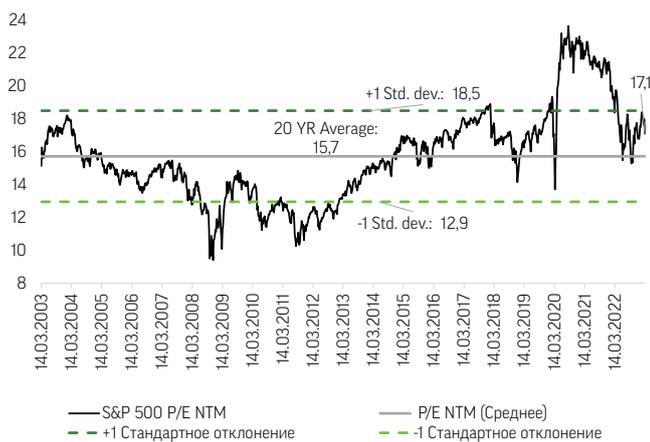


Источник: Factset, расчеты Freedom Broker

Оценки рынка

На наш взгляд, текущие оценки S&P 500 не в полной мере учитывают потенциальные риски, связанные с рецессией, потолком госдолга, а также с устойчивой и неоднородной динамикой инфляции, из-за которой ФРС будет вынуждена проводить более жесткую ДКП. Таким образом, полагаем, что форвардный мультипликатор P/E может скорректироваться до 16-16,5 в течение одного-двух кварталов. По итогам текущего года в рамках базового сценария мы считаем справедливым значением мультипликатора 16,3. Мы немного пересмотрели эту оценку с учетом склонности рынка фокусироваться на среднесрочных ожиданиях уровня доходности 10-летних гособлигаций США, а не на динамике в ближайшие кварталы.

S&P 500 P/E NTM



Источник: Factset, расчеты Freedom Broker

Из графика ниже следует, что на фоне более высокого форвардного мультипликатора P/E доходность десятилетних гособлигаций существенно выше средней, а дивидендная доходность ниже средней за последние 20 лет. Это указывает на сохранение вероятности негативной переоценки рынка в следующие несколько кварталов.

Сравнение S&P 500 P/E NTM мулт. форвардной дивидендности и 10-летних гособлигаций США



Источник: Factset, расчеты Freedom Broker

Не способствует среднесрочным покупкам и низкое значение премии держателей акций за риск (ERP). Усиление рисков наступления рецессии может стимулировать повышение ERP, что будет оказывать давление на оценки рынка.

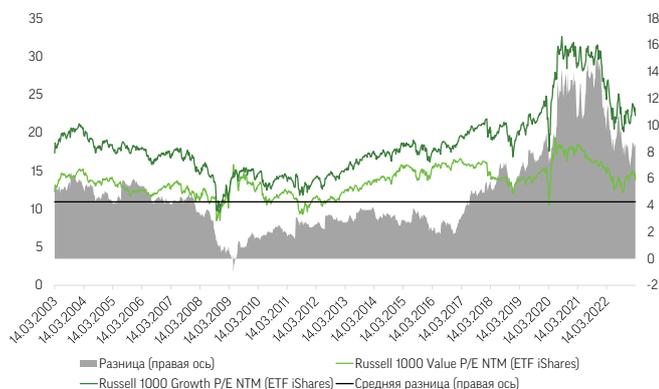
Динамика премии за риск



Источник: Factset, расчеты Freedom Broker

Другой составляющей риска оценок рынка в целом является перевес фактора «роста» над фактором «стоимости». Этот дисбаланс во многом обусловлен высокой концентрацией капитализации рынка в крупнейших компаниях.

Динамика мультипликатора P/E NTM факторов «роста» и «стоимости»



Источник: Factset, расчеты Freedom Broker

Рыночные ожидания на II квартал 2023 года

Несмотря на сохраняющийся тренд на ухудшение прогнозов EPS на текущий год (таблица в разделе «Обзор рынка акций США. Итоги I квартала 2023 года») и на следующий квартал, мы полагаем, что реакция рынка на публикацию отчетов за январь-март будет примерно такой же, как реакция на релизы за октябрь-декабрь. Эффект низкой базы и опасения худшего результата могут поддержать настроения инвесторов, если фактические показатели окажутся близки к прогнозным. Макроэкономический фон остается сравнительно благополучным. В сочетании со сравнительно неплохими последними результатами IT-компаний (Salesforce, Adobe, Broadcom, Oracle) и FedEx и накопленным негативом в коммуникационном секто-

Другим важным триггером для рынка станет начало сезона отчетности за I квартал.

Динамика консенсус-прогноза по EPS на I квартал 2023-го (в % г/г), по состоянию на дату

	30.11.2022	30.12.2022	31.01.2023	15.02.2023	28.02.2023	05.03.2023	16.03.2023
S&P 500	2,1%	0,8%	-2,6%	-4,6%	-5,2%	-5,1%	-5,3%
Энергетика	33,1%	25,3%	16,8%	16,9%	15,2%	15,7%	15,1%
Сырье	-25,0%	-25,0%	-28,5%	-31,6%	-34,5%	-34,4%	-34,2%
Промышленность	26,0%	27,1%	18,6%	16,8%	16,9%	16,8%	15,1%
Потребтовары длит. пользования	52,4%	46,1%	38,7%	33,8%	31,3%	30,2%	31,0%
Повседневные товары	-1,6%	-1,6%	-2,4%	-3,8%	-4,5%	-4,6%	-4,5%
Здравоохранение	-10,0%	-11,1%	-14,2%	-18,3%	-19,1%	-19,4%	-19,6%
Финансы	7,9%	7,2%	5,6%	5,4%	5,3%	5,4%	5,0%
IT	-6,2%	-6,9%	-10,4%	-11,6%	-11,4%	-11,0%	-10,9%
Услуги связи	-11,5%	-12,0%	-13,5%	-16,0%	-16,5%	-16,4%	-16,5%
Коммунальные услуги	-9,2%	-10,3%	-8,3%	-8,6%	-7,5%	-7,8%	-7,7%
Недвижимость	3,2%	2,7%	1,5%	-3,1%	-3,5%	-3,5%	-3,6%

Источник: Factset, расчеты Freedom Broker

ре это повышает шансы на позитивную динамику индекса широкого рынка в течение предстоящего сезона отчетности.

Неопределенность остается очень высокой, что усиливает вероятность более пессимистичных прогнозов менеджмента на следующий квартал и год в целом. На этом фоне возможна фиксация позиций. Кроме того, высокая концентрация рынка также неблагоприятна для инвесторов. Если несколько крупнейших компаний покажут слабые результаты, это окажет давление на фондовые площадки в целом.

Факторы поддержки рынка во II квартале 2023 года

- **Сильные макроданные.** Сохранение устойчивости рынка труда и деловой активности при продолжающемся замедлении инфляции (тренд последних нескольких месяцев) — наиболее желательный для рынка сценарий. Этот тренд будет способствовать более сильным финансовым результатам в краткосрочной перспективе, а ФРС в этой ситуации не придется принимать излишне жесткие меры. Мы не исключаем развития событий в подобном ключе, но в базовый сценарий закладываем умеренную рецессию.
- **Избыточные сбережения населения.** Мы оцениваем их величину в \$1,3 трлн. В сочетании с устойчивостью рынка труда и интенсивным ростом зарплат это должно оказать незначительное давление на потребительскую активность даже в условиях умеренной рецессии.
- **Инфляция.** Этот фактор, вероятнее всего, останется определяющим для рынка до конца года. Мы прогнозируем неровное и неоднородное замедление роста цен. Наиболее устойчивую тенденцию к замедлению демонстрирует индекс PCE. Ряд компонентов инфляции, как было упомянуто выше, имеет предпосылки к дальнейшему снижению в течение года. Замедление темпов роста цен в соответствии с прогнозами или выше способно поддерживать позитивную динамику рынка ввиду переоценки ориентиров в отношении ставки ФРС и длительности ее удержания на максимуме.
- **Восстановление китайской экономики.** Китай демонстрирует улучшение макроэкономических показателей после снятия ковидных ограничений и остается одним из ключевых драйверов роста мировой экономики. Это способно оказать положи-

тельный эффект на продажи ряда американских эмитентов и частично компенсировать недостаточный спрос на домашнем рынке. Усиление напряженности между США и КНР является фактором риска для американского бизнеса (ведущие производители полупроводников сталкиваются с ограничениями на поставки своей продукции в Китай).

Анализ по секторам

Технологический сектор (тактический прогноз негативный)

С начала года IT-сектор показал один из лучших результатов в S&P 500. По состоянию на 13 марта секторальный индекс прибавил 9,6%, а широкий рынок вырос лишь на 0,4%. Ключевыми драйверами роста для акций сегмента были risk-оп-настроения инвесторов после публикаций успешных макроданных, сигнализирующих о снижении вероятности рецессии и возможности смягчения ДКП, а также ажиотаж на фоне повсеместного внедрения технологий ИИ. Премия по мультипликаторам IT-сектора относительно S&P 500 в начале года показала существенный рост и превысила средние уровни 2021–2022 годов, достигнув 4,5–4,8х. Ставка ФРС с текущих 4,75% может быть доведена до 5,25% и выше. Такие значения не наблюдались с 2007 года, когда P/E NTM технологического сектора был около 18,5х, что на 19% ниже текущих уровней. Премии не могут удерживаться на таких уровнях долго, и мы ожидаем существенной коррекции сегмента во II–III кварталах с возможным восстановлением к концу года до уровней 19,0–19,5х. Тем не менее динамика будет сильно зависеть от ряда факторов, которые могут вызвать ралли широкого рынка в ближайшие месяцы. Среди ключевых факторов отметим новые данные инфляции и рынка труда, мартовское решение ФРС по ставке и риторику в отношении дальнейшего курса ДКП, а также ситуацию с госдолгом США. Инвесторы могут начать искать точки входа в сегмент в III–IV кварталах после проявления перспектив восстановления экономики и отрасли, а также политики ФРС. Последний сезон отчетности вызвал более существенную переоценку рынком перспектив роста выручки IT-сегмента по сравнению с рынком в целом: ориентиры в отношении этого показателя за 2023 год по сектору сократились на 2,0 п.п., а в целом по S&P 500 — на 1,0 п.п. Тем не менее прогнозы EPS были пересмотрены вниз примерно на 3,1 п.п. и для IT-индустрии, и для рынка в целом. Это отражает реа-

лизацию программ оптимизации затрат в бесконтрольно растущем в последние годы IT-секторе. Мы ожидаем, что выручка IT-сегмента в 2023 году будет расти теми же темпами, что и по широкому рынку: +2% г/г, а EPS прибавит не более 1%. В ключевых подсегментах рынка стоит отметить следующие тенденции:

- **Communications Equipment.** Циклическая природа сегмента выступает основным фактором риска для компаний подсектора на фоне ожидаемой рецессии во II полугодии, несмотря на их довольно устойчивое финположение. Также сохраняются риски из-за обострения отношений с Китаем. Тем не менее оценки подсектора находятся на адекватных уровнях, что ограничивает потенциал падения в ближайший квартал. На среднесрочном горизонте подындекс может продемонстрировать схожую с широким рынком динамику. До конца года можно ожидать роста выручки сектора на 6–7% при сохранении текущих темпов повышения EPS на 8–10%.
- **Software.** Подсегмент сохраняет перспективы роста выручки и маржи, но устойчивость к замедлению экономики относительно слабая. Поддержку этому подсегменту окажет рост приверженности бизнеса к цифровой трансформации, а также фокус компаний на повышении операционной эффективности и кибербезопасности. Текущие уровни премий по мультипликаторам к широкому рынку все еще достаточно высоки, что указывает на возможность коррекции на горизонте нескольких кварталов. К концу года на фоне ожидаемых сильных темпов роста выручки и EPS в 2024 году мы рассчитываем на повышение оценки сектора до 23x P/E NTM. В 2023 году мы прогнозируем увеличение выручки подсектора

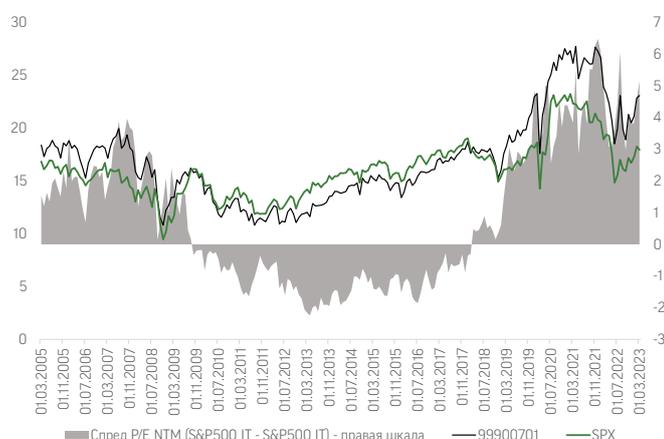
на 9–10% при росте EPS в пределах 10–11%, что отражает фокус эмитентов на повышение эффективности бизнеса в сложных макроусловиях.

- **Semiconductors & Semiconductor Equipment.** Несмотря на ралли в сегменте в начале года на фоне ИИ-трендов, сегмент подвержен множественным рискам: более сильное снижение спроса на ключевых рынках (ПК, смартфоны) и осложнение геополитической обстановки. Подсегмент имеет сильно раздутые оценки по мультипликаторам, которые не отражают значительное снижение финансовых прогнозов. Вероятно, котировки в этом сегменте ждет существенная коррекция в ближайший квартал. Основными драйверами роста станет сильный спрос на полупроводники для ИИ-технологий и в ряде промышленных секторов, таких как автопром. По нашим оценкам, выручка в подсекторе может упасть на 6–7% при снижении EPS на 14–15%.
- **Technology Hardware Storage & Peripherals.** Сегмент сильно подвержен общему замедлению экономики и снижению спроса на ПК, смартфоны и другую электронику. Ключевая компания подындекса Apple на фоне других участников выглядит достаточно сильно, но даже она ощущает ухудшение макроусловий. Дополнительные риски для сектора несет обострение противоречий с Китаем. Текущие уровни также сигнализируют о пересмотре оценок подсегмента вниз, давление на оценки компаний сектора сохранится до конца года. Мы ожидаем, что сегмент аппаратных продуктов в 2023 году покажет сокращение выручки и EPS на 1–2%.

Тактическое и стратегическое позиционирование по подсегментам IT-сектора

Подсектор	Тикер	Динамика с начала года, %	Тактический взгляд	Стратегический взгляд
S&P 500	SP50	0,4%	-	-
S&P 500 Information Technology	99900701	9,6%	-1	0
Communications Equipment	99900741	3,2%	1	0
Technology Hardware, Storage & Peripherals	99900753	15,2%	-2	-1
Semiconductors & Semiconductor Equipment	99900778	20,7%	-1	0
Software	99900725	6,6%	-1	1

Сравнение мультипликатора P/E NTM S&P 500 и S&P 500 IT



Источник: Factset, расчеты Freedom Broker

Коммуникационный сектор (тактический прогноз нейтральный)

Сектор коммуникационных услуг (XLC ETF) был среди аутсайдеров 2022 года, потеряв 38,2%, но за январь и февраль 2023-го часть потерь была отыграна благодаря росту на 11%. Впрочем, волатильный ход торгов в феврале показал, что дальнейший путь к восстановлению будет непростым.

Результаты компаний за IV квартал 2022 года подтвердили, что широкий рекламный рынок остается уязвимым в условиях макроэкономических трудностей, но спрос на развлечения и услуги связи сохраняется достаточно уверенным. По итогам года секторальная EPS упала на 24,9%, этот результат стал худшим среди всех других секторов S&P 500 преимущественно из-за отрицательной динамики EPS у Meta Platforms* (-38% г/г), Alphabet (-19%) и Warner Bros. Discovery (-248%, из-за процесса слияния). Без учета этих трех компании секторальный EPS повысился на 1,8% г/г. Отметим, что эффект очень низкой базы, созданный перечисленными эмитентами, означает, что в 2023 году динамика секторального EPS будет лучше, чем в прошедшем году, даже в случае умеренной рецессии.

Хотя сезон отчетов прошел преимущественно на минорной ноте (всего 44% компаний в секторе превзошли

консенсус-прогнозы по EPS), отметим, что инвесторы лишь незначительно пересмотрели ожидания на 2023 год. Прогноз EPS сектора на 2023 год был снижен лишь на 0,7% при коррекции на 3,4% для S&P 500. Это подтверждает наш декабрьский тезис о том, что консенсус-прогнозы по XLC уже были в достаточной мере пересмотрены в течение 2022 года (и значительно сильнее, чем по широкому рынку и по IT-сектору). Серьезную поддержку EPS оказывают масштабные меры, направленные на снижение расходов. Meta оптимизирует штат минимум на 13%, Alphabet сократит около 6% персонала, Disney – примерно 4%. Также компании усиливают контроль капрасходов и оптимизируют использование капитальных активов, таких как офисные помещения и дата-центры.

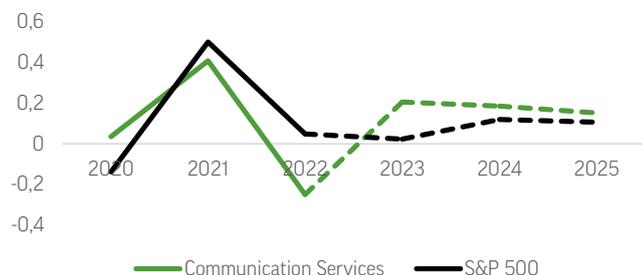
Ключевые индустриальные тренды 2023 года

- ТВ-реклама находится под структурным давлением из-за снижения аудитории телеканалов, при этом проблемы макроэкономического характера могут ускорить переток бюджетов в диджитал-каналы привлечения с потенциально более высоким ROI (стриминг-платформы, соцсети и т.д.)
- Ведущие игроки рынка видеостриминга корректируют стратегию от расширения базы подписчиков на достижение прибыльности за счет повышения стоимости подписок и контроля расходов
- Негативный эффект от измененной политики конфиденциальности в iOS исчезает по мере прогресса в адаптации рекламодателями новых инструментов измерения эффективности и таргетинга
- Телеком-операторы начинают извлекать ощутимую выгоду из распространения связи формата 5G, раскрывая возможности технологии Fixed Wireless Access, а также предлагая услуги по подключению устройств IoT

Форвардные мультипликаторы XLC ETF выглядят привлекательно: по P/E сектор торгуется на уровне 15,4x, с 13%-м дисконтом по отношению к S&P 500, в то время как ожидаемый рост EPS сектора в 2023 году превосходит аналогичный показатель широкого рынка (20% против 2%). Превосходство может сохраниться и в 2024–2025 годах.

*Meta Platforms Inc. признана экстремистской организацией и запрещена в РФ

Фактические темпы роста EPS и консенсус-прогнозы на период 2023–2025 годов (пунктиром)



Источник: FactSet

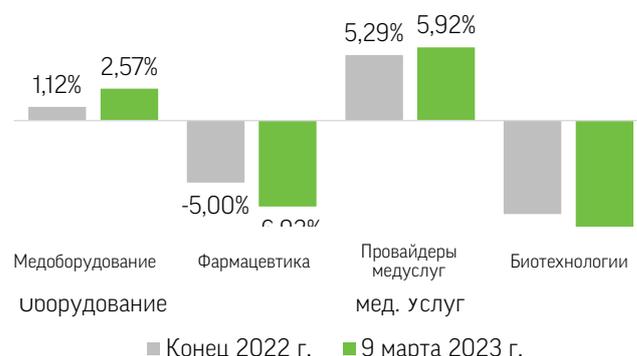
Таким образом, ожидаемый негатив был в значительной мере заложен в котировки еще в прошлом году, оказав давление на P/E. Вкупе с многолетними перспективами роста EPS это создает привлекательные возможности для инвесторов. Впрочем, мы полагаем, что с тактической точки зрения инвесторам стоит занять выжидательную позицию, потому что репрайсинг ставки дисконтирования, вероятно, продолжится во II квартале, а траектория роста выручки ключевых представителей сектора может быть подвержена дополнительному пересмотру в результате публикации отчетности за I квартал на фоне замедления экономики.

Здравоохранение (тактический прогноз нейтральный)

В минувшем квартале акции представителей сектора здравоохранения отставали от широкого рынка. С начала года по 9 марта соответствующий подындекс в S&P 500 снизился на 7,3% при росте бенчмарка на 4%. Околонулевую динамику демонстрировали производители медоборудования (-0,5%): EPS медтехов за IV квартал оказалась хуже ожиданий (ISRG, MDT), однако выручка сегмента превзошла консенсус (ABT). С учетом открытия экономики Китая и заранее ухудшенными оценками это оказало поддержку котировкам. В аутсайдерах ожидаемо оказались фармацевтические компании (-10,7%) на фоне прогнозов на снижение продаж продуктов для лечения и профилактики коронавирусной инфекции (PFE, MRK, LLY) и ужесточения давления на цены рецептурных препаратов. Динамика сегмента медицинских услуг традиционно негативна в начале года (-9,8%). После публикации прогнозов на 2023 год инвесторы определились с сегментами-фаворитами в предстоящем году и будут ожидать подтверждения своих ожиданий в отчетах за I квартал.

Улучшение прогнозов роста выручки обозначилось в сегменте медоборудования. В конце 2022 года в консенсус закладывалась стагнация показателя, а к марту общерыночные ожидания стали предполагать рост выручки на 2,57% г/г, несмотря на снижение доходов от тестирования на COVID-19. Прогнозы динамики EPS повышены до околонулевой отметки при ухудшении консенсуса в отношении операционной рентабельности. Менеджмент по большей части настроен оптимистично относительно увеличения объемов операций и процедур, что отразилось в прогнозах компаний (MDT). При этом рост индекса доллара возвращает в поле зрения давление валютных курсов на международную выручку. Сегмент обладает свойствами проциклического, поэтому ожидаем нейтральную динамику во II квартале. До конца года для него сохраняется фактор давления в виде риска рецессии.

Изменение ожидаемой динамики выручки сегментов здравоохранения в 2023-м (г/г)



Изменение ожидаемой операционной рентабельности в сегментах здравоохранения в 2023-м (г/г)



Значительно ухудшены прогнозы в отношении выручки, EPS и рентабельности фармацевтических и

биотехнологических компаний. Годовые прогнозы не оправдали ожидания инвесторов, однако в I полугодии фактором поддержки выручки продолжают выступать контракты на поставку ковидных продуктов, что найдет отражение в отчетах за январь-март и прогнозах на апрель-июнь. Белый дом намерен ужесточить регулирование цен рецептурных препаратов, что станет фактором давления на котировки крупных фармкомпаний во II полугодии (VMY, LLY). Среднесрочный баланс рисков в сегменте фармацевтики сдвигается в сторону негатива. Рекомендуем присмотреться к сегменту биотехнологий к концу II квартала. Это сезонно позитивный период для сегмента благодаря началу сезона конференций (XBI).

Повышение EPS в 2023 году ожидается только от сегмента медуслуг. Количество участников Medicare Advantage с начала года увеличилось на 7,1% г/г, до 29,1 млн. Несмотря на замедление роста числа участников до уровней 2016 года, у крупнейших провайдеров медицинских планов расширяется доля договоров на основе ценности, что благоприятно сказывается на среднем чеке (UNH, CI). За последние 10 лет сегмент чаще торговался с дисконтом к широкому рынку по P/E NTM, однако к концу 2022-го медуслуги демонстрировали премию. Мы ожидаем, что во II квартале 2023-го сегмент продолжит уступать по оценкам широкому рынку после возврата к дисконту в I квартале. Однако после нормализации оценок этот низкорисковый сегмент может вернуться в поле зрения инвесторов в случае усиления угрозы рецессии. Баланс рисков нейтральный.

Изменение ожидаемой динамики EPS сегментов здравоохранения в 2023-м (г/г)



Финансовый сектор (тактический прогноз негативный)

Окончание 2022 года стало довольно успешным для диверсифицированных банков и платежных компаний. Устойчивые расходы американских домохозяйств способствовали увеличению объема потребительского, коммерческого и промышленного кредитования, несмотря на повышенные процентные ставки. Ускорение роста процентной прибыли компенсировало более высокую стоимость депозитов и наращивание резервов под возможные убытки по займам. Вкупе с высоким качеством кредитов это способствовало росту средней для банковского сектора чистой процентной маржи (NIM) на 82 б.п. г/г и восстановлению показателя до уровней начала 2020 года. Крупнейшие игроки индустрии (JPM, BAC) закладывают умеренную рецессию во второй половине этого года и, соответственно, ожидают увеличения доли просроченных и неработающих кредитов с текущих минимумов до среднеисторических значений. В целом это отразит нормализацию показателей кредитоспособности, при этом, в отличие от предыдущих кризисных периодов, банковская индустрия имеет более высокие уровни покрытия потенциальных убытков и достаточную ликвидность для абсорбирования возможных потерь по ссудам.

Мы не ожидаем выраженного замедления кредитования в I-II кварталах, однако во II полугодии, скорее всего, спрос на заимствования ослабнет. Кроме того, макроэкономическая неопределенность подталкивает банки к ужесточению стандартов андеррайтинга, что выступит фактором сдерживания роста кредитования. В то же время повышение ставок по депозитам приведет к дальнейшему увеличению процентных расходов при более умеренном восстановлении NIM. Полагаем, что рост процентной прибыли замедлится с 20% в 2022 году до 7-8%. После падения EPS компаний банковской индустрии на 19,8% по итогам минувшего года ожидаем возобновление годового роста до 8-9%. Мы рассчитываем на поддержание уровня достаточности основного капитала по отрасли выше 12%, однако эмитенты, скорее всего, примут консервативную политику в отношении возврата средств акционерам. Это подразумевает сохранение дивидендов без увеличения, а также умеренные темпы выкупа акций либо приостановку этих программ во II полугодии.

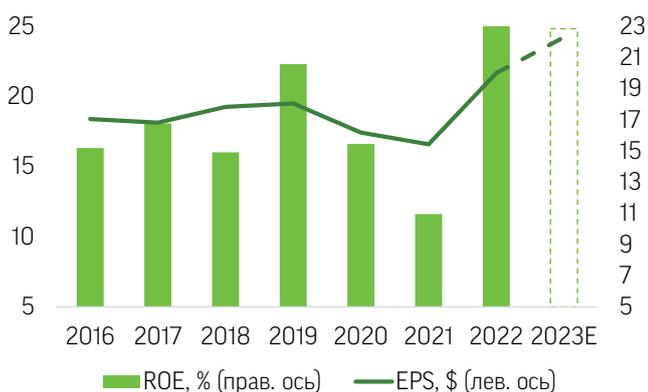
Банковская индустрия



Источник: Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), анализ Freedom Finance Global

Устойчивость потребления и фактор инфляции способствуют дальнейшему росту выручки платежных компаний (V, MA, PYPL). Впрочем, его годовые темпы, по нашим оценкам, замедлятся с 19% в 2022 году до 10% ввиду ослабления потребительской активности на ключевом рынке США, тогда как возобновление роста расходов в Азиатско-Тихоокеанском регионе поддержит рост объема трансграничных платежей. Мы рассчитываем на поддержание рентабельности за счет перераспределения издержек и низкого уровня долговой нагрузки, что позволит увеличить EPS на 11% г/г.

Индустрия электронных платежей



Источник: FactSet

С учетом более продолжительного периода ужесточения монетарной политики ФРС и риска умеренной рецессии мы не ожидаем возобновления активности участников рынка капитала в сегментах IPO и M&A до конца года.

Это продолжит оказывать давление на доходы инвестбанкинга, являющегося частью бизнеса JPM, BAC и ключевым источником доходов GS и MS. В то же время, как показал 2022 год, банки будут использовать рыночную волатильность, зарабатывая на сделках с инструментами с фиксированной доходностью, валютами и товарными активами, хотя рост выручки трейдинговых направлений с высокой вероятностью будет поддерживаться на уровнях прошлого года. Волатильность финансовых и товарных рынков также способствует активному спросу на инструменты хеджирования, что в прошлом году отразилось в рекордных объемах торгов деривативами. Это послужило драйвером роста доходов компаний биржевой индустрии (CME, CBOE), однако мы ожидаем ослабления позитивного импульса в текущем году, в том числе ввиду эффекта высокой базы и снижения темпов роста выручки до 4-5%. В целом оцениваем перспективы роста XLF ETF в текущем году негативно ввиду ухудшения макроэкономических условий и замедления роста бизнеса.

Автопром (тактический прогноз нейтральный)

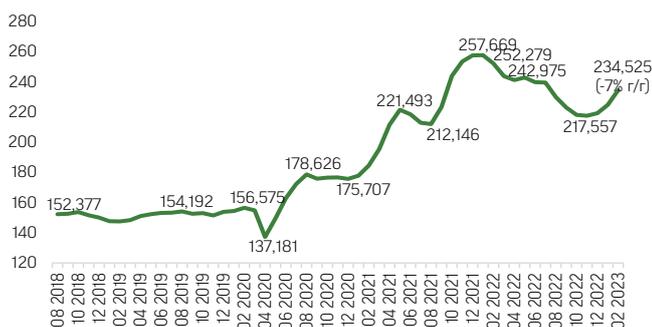
Отчеты автопроизводителей за IV квартал прошлого года показали, что повышенный спрос на автомобили и высокие цены на них в США в прошлом году обеспечили уверенное увеличение выручки по итогам года (+25% г/г в среднем среди крупнейших американских производителей). Это позволило нивелировать падение маржинальности из-за увеличения производственных расходов. В итоге прибыли за 2022 год оказались выше, чем в 2021-м. С начала 2023-го акции автопроизводителей начали восстановление с локальных минимумов конца прошлого года, продолжив рост после публикации результатов за IV квартал.

В первом полугодии текущего года на первый план выходят вопросы устойчивости высокого спроса на автомобили при удорожании автокредитов.

Процентные ставки по автокредитам продолжают расти. В конце прошлого года средняя ставка по кредиту на новый автомобиль составила около 6,5%, на поддержанный – 10%. Годом ранее ставки находились на уровне 4% и 7,5% соответственно. За увеличением платежей по автокредитам следует напряженность с ценами на авто, которые являются отражением ситуации с запасами у дилеров. Запасы новых автомобилей продолжили восстановление в январе (+62% г/г, по данным Cox Automotive), тогда как запасы поддержанных авто

снизились на 12% г/г. Вероятно, потребители склоняются в сторону приобретений на вторичном рынке, низкие запасы участников вторичного рынка могут подтолкнуть цены на подержанные автомобили вверх в текущем квартале, от чего способны выиграть такие компании, как CarMax (KMX) и Copart (CPRT). Акции последней выглядят приемлемым выбором в секторе до конца II квартала. Copart продает транспортные средства главным образом в качестве агента и получает доход от аукционов и связанных с ними комиссионных за сделки купли-продажи подержанных автомобилей. Полагаем, что автопроизводители также сохраняют в первом квартале высокие доходы на уровне последнего отчетного периода прошлого года, но начиная со следующего квартала и до конца года сохраняется риск падения спроса на новые автомобили, первые признаки которого уже начинают появляться в премиум-сегментах. Мы видим значительные снижения цен на электромобили, особенно заметными стали скидки Tesla (TSLA) в начале года, за которой последовала Ford Motor Company (F). Данные события могут говорить о наличии признаков разрушения спроса на рынке, что может заставить автопроизводителей снижать свои отпускные цены до конца года в более бюджетных сегментах автомобилей. По итогам текущего квартала мы ожидаем роста выручки в среднем по сектору автопроизводителей на уровне 8% г/г, но по итогам года продажи могут остаться на уровне 2022-го. Чистая прибыль за январь-март может упасть на 14% г/г. Полагаем, что автопроизводители вернуться к снижению цен на автомобили, но это необязательно приведет к резкому усилению спроса, учитывая ужесточающиеся условия финансирования. Принимая во внимание текущие невысокие оценки акций автопроизводителей (медианная оценка составляет 7 прогнозных годовых прибылей 2023 года), вероятно, мы увидим преимущественно боковую динамику бумаг со II квартала и до конца года.

Индекс цен на подержанные авто в США (Manheim Used Vehicle Value Index)*



Источники: FactSet, Cox Automotive. *точка отсчета: январь 1997 = 100 пунктов

Возобновляемая энергия (тактический прогноз нейтральный)

В IV квартале 2022 года в США было установлено 9,5 ГВт коммунальных мощностей чистой энергии (солнечные панели, ветровые установки и накопители для хранения энергии), что значительно выше 3,4 ГВт в III квартале, но по большей части обусловлено исторической сезонностью. Тем не менее объемы установок в октябре-декабре сократились в сопоставлении год к году. Проблемы в цепочках поставок и задержки из-за законодательных инициатив продолжают давить на маржинальность компаний сектора. В текущем квартале растут акции тех компаний сектора альтернативной энергетики, которые потенциально могут развернуть новые проекты внутри США, воспользовавшись государственными субсидиями.

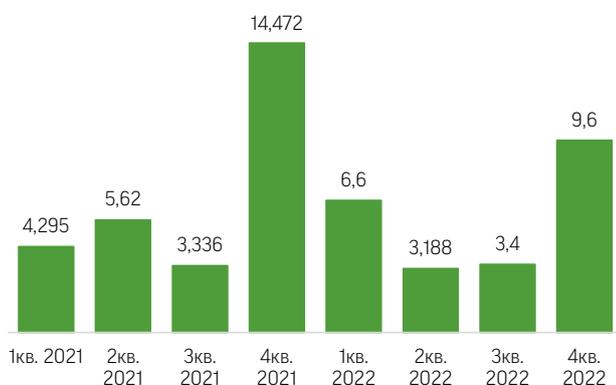
Прошло более шести месяцев с момента подписания Байденом закона о снижении инфляции (IRA), который предусматривает налоговые льготы как для предъявителей спроса на солнечные панели, так и для производителей. Стоимость размещения проектов экологически чистой энергетики в США падает. По оценкам Wood Mackenzie, государственные стимулы снижают стоимость производства лопастей для ветряных турбин на 34%, а солнечных панелей – на 29%. Только за три месяца с момента принятия IRA было объявлено о новых инвестициях в экологически чистую энергию на сумму более \$40 млрд, что соответствует размеру вложений за весь 2021 год. Компании сектора, включая транснациональные предприятия, все чаще принимают решения в пользу реализации новых проектов в США, что увеличивает риски ответных мер со стороны Китая для защиты своих компаний на среднесрочном горизонте. В текущем периоде наиболее защищенными выглядят американские компании, производственные мощности которых сосредоточены внутри США, в частности First Solar (FSLR), но чаще всего акции подобных эмитентов выглядят слишком дорогими. Полагаем, что во II квартале больше возможностей для положительной переоценки есть у поставщиков солнечных систем конечным пользователям SunPower Corporation (SPWR) и Sunrun (RUN).

Мы ожидаем, что продажи компаний сектора альтернативной энергетики увеличатся более чем на 30% г/г в I квартале, в том числе за счет развития спроса со стороны крупнейших компаний США для реализации экологических мер. Рост EBITDA в среднем по секто-

ру может составить 60% г/г.

По мере формирования новых цепочек поставок валовая маржинальность компаний альтернативной энергетики, скорее всего, продолжит восстановление в текущем году, но вряд ли превысит значения 2021-го. Ожидаем боковую динамику акций в целом по сектору в следующем квартале и рост по итогам года, когда государственные стимулирующие меры станут более заметно влиять на результаты компаний, что, возможно, позволит им давать более оптимистичные прогнозы в отношении увеличения числа установок.

Установленные коммунальные мощности чистой энергии в США, ГВт



Источники: Wood Mackenzie, American Clean Power

Сектор промышленности (тактический прогноз нейтральный)

Транспорт

Транспортный сегмент на текущий момент достаточно поляризован. Сектор пассажирских перевозок в I квартале развивается по намеченной траектории: в феврале пассажиропоток в аэропортах США составил 58,2 млн, что на 40 б.п. выше, чем в 2019-м. Гайдены на январь-март и весь текущий год по итогам IV квартала 2022 года от основных перевозчиков США вышли достаточно позитивными. Несмотря на геополитическую неопределенность, цены на нефть стабилизировались (мы ожидаем, что в предстоящем квартале цена будет и далее показывать нисходящий тренд), а текущий тренд объема операций и тарифы на уровне 2018 года позволяют повышать рентабельность. Пока потребительский фокус смещен в сторону услуг, мы ожидаем, что пассажирские перевозки продолжат извлекать выгоду как в предстоящем квартале, так и до

конца года. Агрегированная EPS по индексу Factset Airlines по итогам 2023 года прогнозируется на уровне \$9,24, что в 2,5 раза выше итогового результата за 2022-й. Форвардный мультипликатор EV/EBITDA составляет 5,28x, что указывает на рост EBITDA до 60%.



Источники: BTS; BLS

Для сегмента грузоперевозок продолжаются непростые времена. По данным WTO TRADE BAROMETERS, рост мировой торговли товарами ослаб в конце 2022 года и, вероятно, останется низким в I квартале 2023-го. При этом ставки фрахта продолжили активное снижение практически по всем направлениям и видам транспорта. Портовая активность остается низкой, при этом индекс глобальной напряженности в цепочках поставок от ФРБ Нью-Йорка выше, чем до пандемии. Мы не ожидаем, что во II квартале ситуация с грузоперевозками кардинально изменится (особенно в период смещения потребительского фокуса в сторону услуг и ожидания неглубокого снижения реального ВВП США). Тем не менее, согласно данным Caixin Manufacturing PMI, наблюдается некоторое улучшение в производственном секторе. Объем заказов на экспорт начал увеличиваться, что дает надежду на некоторое улучшение ситуации с грузоперевозками за счет роста китайского экспортного трафика. Однако в обозримой перспективе снижающаяся ставка перевозок вкуче с низкими объемами может и далее давить на маржу компаний, особенно с экспозицией на международные морские контейнерные перевозки, где падение рентабельности по EBITDA в рамках S&P Composite 1500 Marine по итогам года может составить 12,4 п.п. (до 14,6%), а агрегированная EPS может снизиться в три раза, до \$30,5. В индексных группах логистических компаний с ориентацией на авиа- и наземные перевозки от Factset ожидается некоторое восстановление чистой прибыли во II квартале на фоне выраженной сезонности, однако ре-

зультат останется более чем на 25% ниже прошлогоднего квартального показателя на фоне ожиданий сокращения реальных розничных продаж товаров длительного пользования в 2023 году.



Источник: IATA; Baltic Exchange

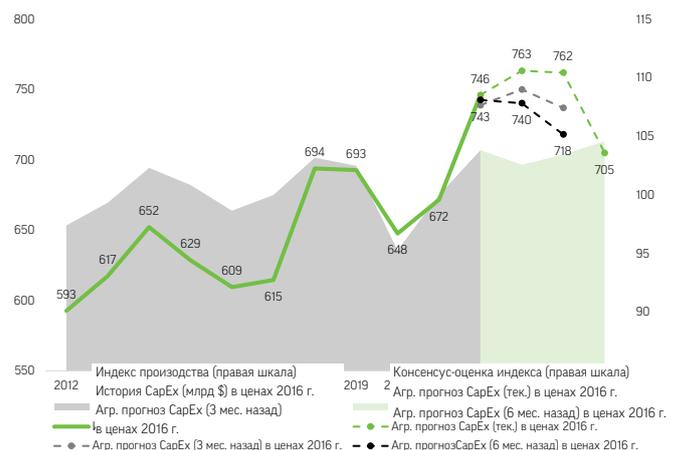
Капитальные товары

В первом квартале котировки оборонных компаний показали повышенную волатильность на фоне обсуждения республиканцами проблемы госдолга и возможных сокращений военного бюджета на 2024 финансовый год. При этом на текущий момент котировки остались практически без изменений (-1,6%). В начале марта было опубликовано бюджетное предложение, которое подразумевает, что оборонные расходы продолжат расти ввиду оказания масштабной военной помощи союзникам по блоку и истощения запасов (прежде всего артиллерийских снарядов). Невыполненные заказы продолжают расти, а консенсус в отношении EBITDA в рамках S&P Composite 1500 Aerospace & Defense на 2023-й на текущий момент с учетом пересмотров предполагает ее увеличение на 23,7% после небольшого снижения в 2022-м из-за инфляционного давления на расходы и достаточно продолжительного среднего периода исполнения контракта. Тем не менее мультипликаторы на текущий момент выглядят немного завышенными (forward EV/EBITDA составляет 15,2x против среднего за пять лет 13,3x).

Компании из промышленного неборонного сектора выглядят достаточно уверенно, несмотря на снижение реального производства с начала года. По данным ФРС, с пика октября 2022 года объемы выпуска товаров длительного пользования сократились на 2%. Производители даже на фоне снижения заказов в реаль-

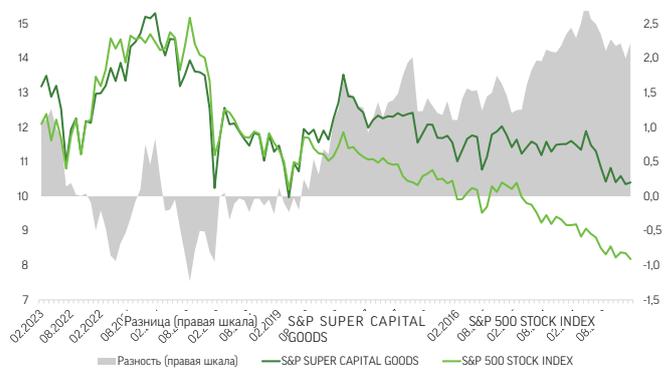
ном выражении продолжают доминировать в ценовой политике, что подтверждается отчетностями гигантов Caterpillar (CAT) и Deere (DE). В моторостроительном сегменте были подтверждены гайдены на 2023 год на уровне 2022-го. Тем не менее капитальные расходы на весь текущий год для компаний из списка S&P Composite постепенно повышаются. Это дает основания полагать, что сектор будет чувствовать более уверенно, в том числе за счет ценовых преимуществ, чем компании с фокусом на B2C, поскольку ожидается, что потребительские расходы на товары длительного пользования в текущем году могут сократиться. Тем не менее оценки по форвардному мультипликатору EV/EBITDA (13,2x) выглядят немного завышенными на фоне оценки бенчмарка (12,1x), хотя уже почти пять лет между ними была сильная прямая корреляция.

CapEx компаний из S&P Composite



Источник: FRS; FactSet Economics; Factset Aggregate; анализ Freedom Broker

Ежемесячный форвардный EV/EBITDA



Источники: FRS, FactSet Economics, Factset Aggregate, анализ Freedom

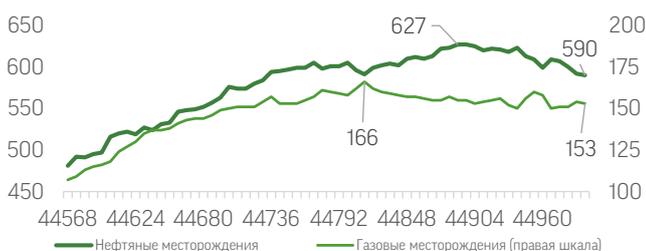
Broker

Энергетика (тактический прогноз негативный)

Начало года для американского нефтегазового сектора выдалось неблагоприятным. Аномально теплая зима обусловила слабый спрос на газ и нефтепродукты. Средние цены на нефть WTI сократились на 6,1% кв/кв (до \$77,6 по состоянию на 10 марта). По сравнению со средней ценой 2022 года котировки упали на 17,6%. Средние цены голубого топлива в США в I квартале обвалились на 52,5% кв/кв (до \$2,9 за млн британских термальных единиц, БТЕ). К котировкам 2022 года падение составило 55,7%. По состоянию на 3 марта запасы газа в США превышали среднее пятилетнее значение на 21,5% и составляли 2030 млрд куб. футов (МКФ). Заполненность газовых хранилищ в ЕС (основное направление экспорта американского СПГ) на 10 марта составляла 56,9% по сравнению с 26,4% годом ранее. Цены голубого топлива на крупнейшем европейском хабе TTF составляли \$16,6 за млн БТЕ (\$40,9 годом ранее).

Снижение стоимости нефти и газа привело к сокращению буровой активности в Штатах. С начала года (на 10 марта) количество активных установок на нефть снизилось на 4,8% (-5,7% от максимума 2022 года), количество установок на газ сократилось на 1,9% (-7,8%).

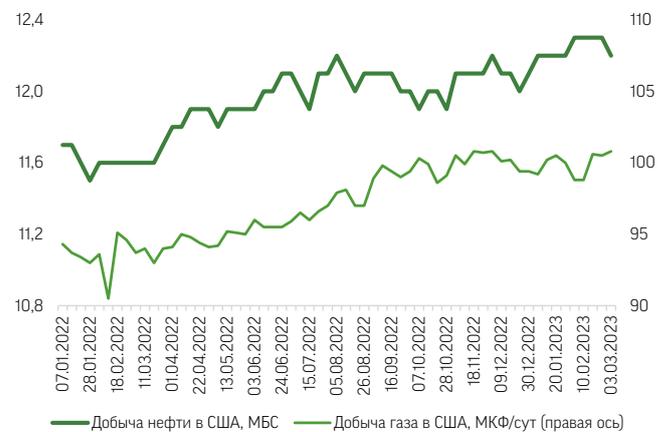
Число работающих буровых установок в США



Источники: Baker Hughes, анализ Freedom Broker

Добыча нефти в США выросла на 1,6% кв/кв, до 12,2 млн барр. в сутки (МБС). Добыча газа осталась на уровне 100 МКФ в сутки, сократившись на 0,01% кв/кв. Несмотря на прекращение продаж нефти из стратегических резервов с начала года, коммерческие запасы сырья выросли на 58 млн баррелей (МБ). При этом чистый экспорт жидких углеводородов (нефть плюс нефтепродукты) с начала года составил 70 МБ.

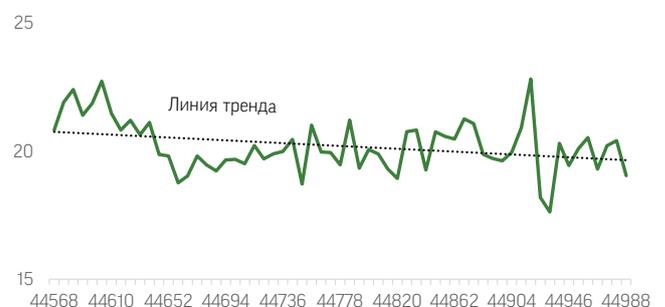
Динамика добычи нефти и газа в США



Источники: Baker Hughes, анализ Freedom Broker

Средний объем реализации нефтепродуктов (на 3 марта) снизился на 9,1% г/г. При этом продажи дистиллятов упали на 13,7%, что может говорить о замедлении экономики, так как дизтопливо в основном используется грузовым транспортом, строительной и прочей техникой. Частично снижение связано с теплой погодой.

Объем продаж нефтепродуктов в США, МБС



Источники: Минэнерго США, анализ Freedom Broker

Слабые показатели рынка углеводородов привели к снижению секторального ETF XLE на 5,5% (закрытие 10 марта) с начала года.

Во II квартале спрос на нефть, нефтепродукты и особенно газ является сезонно слабым из-за потепления и ремонтных работ на НПЗ перед высоким сезоном июля-августа (driving season). Минэнерго США ожидает сокращения потребления газа внутри США на 15,8% м/м и 7,3% м/м в апреле и мае, когда потребление достигнет минимума в 70,5 МКФ/сут.

Сокращение спроса на нефть может привести к возникновению профицита на мировом рынке в объеме 1,1 МБС

в апреле и 1 МБС в мае. Дополнительное давление на цены окажет продажа 26 млн барр. нефти из стратегических запасов США в апреле-июне и замедление мировой экономики. В период рецессии 2008-2009 годов потребление упало на 2 МБС (с 86,3 МБС в 2007 году до 84,3 МБС в 2009-м).

Ослабление спроса также способно обусловить снижение цен на углеводороды. Мы ожидаем увидеть минимальные отметки в мае на уровне \$60 по нефти марки WTI (-22% к ценам закрытия 10 марта) и \$2 за млн БТЕ газа (-18%).

Прогнозируем негативную динамику акций нефте- и газодобывающих компаний во II квартале в связи со снижением спроса и цен на углеводороды. Лучшую динамику могут показать акции инфраструктурных компаний, имеющих высокую дивидендную доходность и в меньшей степени зависящих от цен на нефть и газ. Инвесторы могут пересмотреть оценки в отношении нефтесервисных компаний на фоне снижения буровой активности в США. Крупнейшие игроки рынка (Baker Hughes, Halliburton, Schlumberger) торгуются с мультипликатором P/E23 на уровне 15,6х по сравнению с 10,1х для крупнейших нефтедобытчиков (ExxonMobil, Chevron, ConocoPhillips) и всего 6,4 для нефтепереработчиков (Marathon Petroleum, Valero Energy и Phillips66). Начиная с июля ожидаем восстановления котировок нефти выше \$70 за баррель благодаря высокому спросу на нефтепродукты со стороны частных автовладельцев в driving season. Цены на газ могут приблизиться к уровню \$4 за млн БТЕ из-за спроса на электроэнергию для охлаждения помещений.

В осенний период цены на газ могут вырасти до \$5 за млн БТЕ в связи с повышенным спросом для заполнения хранилищ. Высокие цены на газ поддержат спрос на нефтепродукты как альтернативное горючее для отопления помещений, что позволит удержать цену на WTI выше \$70 за баррель.

Среднегодовые цены в 2023 году на нефть WTI и газ в США в базовом сценарии прогнозируем на уровне \$70 за баррель и \$3,5 за млн БТЕ.

Товары вторичной необходимости (тактический прогноз негативный)

Экономия потребителей и избыточные товарные запасы оказали давление на прибыль многих компаний сектора. Под наибольшим ударом оказались производители одежды. Однако ситуация в индустрии неоднородная. К примеру, более премиальные бренды, такие как

Nike (NKE) и Lululemon (LULU), чувствовали себя достаточно уверенно, так как их целевой клиент более платежеспособен и не слишком поменял свои потребительские привычки. Тем не менее негативным для маржи сектора фактором в I квартале стали возросшие логистические расходы.

Более демократичные представители сектора Gap (GPS) и Under Armour (UAA) оказались под давлением из-за урезания расходов и избыточных запасов. Кроме того, у обоих были серьезные проблемы с руководящим составом, что также неблагоприятно сказывалось на бизнесе. Более позитивно складывалась ситуация в сфере общепита. Chipotle Mexican Grill (CMG) практически не испытывала трудностей, в основном из-за более платежеспособной клиентской базы. McDonald's (MCD) удалось компенсировать негатив в европейском сегменте бизнеса быстрым ростом продаж в Азии, главным образом за счет снятия ковидных ограничений в Китае.

Кардинальных изменений в секторе в первой половине 2023 года мы не прогнозируем. По мере замедления инфляции и нормализации ситуации с запасами и логистикой значительное улучшение финансовых результатов способны продемонстрировать Gap (GPS) и Under Armour (UAA), поэтому рекомендуем присмотреться к покупкам их бумаг.

От сегмента общепита ждем устойчивого роста в течение всего года.

Мы прогнозируем значительное (в диапазоне 10–20%) увеличение EPS сектора после сильного падения в 2021 году.

Товары первой необходимости (тактический прогноз нейтральный)

Производители безалкогольных напитков, продуктов питания, бытовых товаров и малоформатные дискаунтеры стали выгодоприобретателями высокой инфляции, а их бумаги смогли подтвердить статус защитных активов. Потребители со средним и низким доходом сокращали расходы на товары второй необходимости. В I квартале тенденция к экономии продолжается, все больше товаров продается по скидочным акциям. Кроме того, покупатели предпочитают более дешевые продукты. Coca-Cola (KO) и ее основной конкурент PepsiCo (PEP), показывавшие уверенные результаты в течение прошлого года, демонстрируют замедление органических продаж и снижение товарных объемов. Похожая ситуация у General Mills (GIS), но ей удастся устойчиво сокращать товарные запасы (-12% в последнем квартале) и одновременно увеличивать выручку. Товарные объ-

емы в последнем квартале упали на 12%.

Бенефициарами сложной экономической ситуации стали малоформатные дискаунтеры Dollar General (DG) и Dollar Tree (DLTR). Посещаемость этих сетей повышается за счет магазинов формата «у дома», позволяющих покупателям экономить автомобильное топливо. Тем не менее последние квартальные отчеты и прогнозы показывают, что эффект от перетока клиентов уже иссякает и рост прибыли начинает замедляться.

Мы полагаем, что в 2023 году малоформатные дискаунтеры смогут сохранить текущую динамику выручки и сопоставимых продаж, а крупноформатные розничные сети получат возможность значительно улучшить свои финансовые показатели ко второй половине 2023-го. С учетом этого в I полугодии рекомендуем к покупке акции Target (TGT) и Walmart (WMT).

На наш взгляд, производители безалкогольных напитков и продуктов питания не смогут дальше эффективно поднимать цены, из-за чего столкнутся с сокращением маржи. Тем не менее и серьезных ухудшений тоже не стоит ожидать. По нашему мнению, потенциал роста у KO, PEP и GIS ограничен. Рост EPS по сектору прогнозируем в районе 2%.

Динамика товарных объемов



Источники: Минэнерго США, анализ Freedom Broker

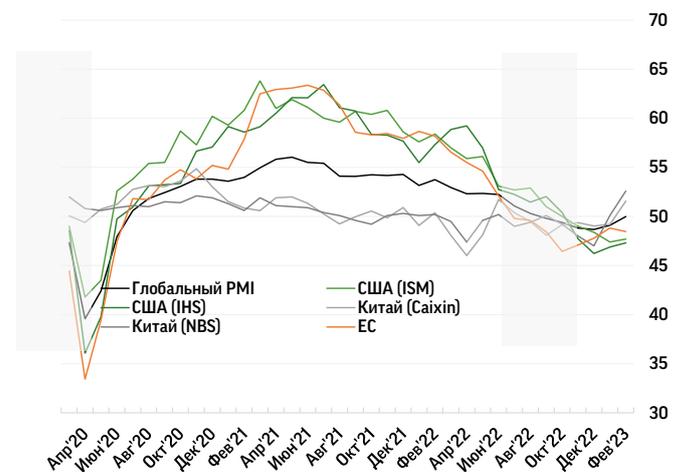
Сырьевая промышленность (тактический прогноз нейтральный)

В уходящем квартале динамика сектора во многом повторяла динамику широкого рынка, отыграв позитив после снятия ковидных ограничений в Китае, но скорректировавшись под конец квартала из-за опасений рецессии в США. Лидерами роста стали представители химической промышленности Linde (LIN), Albemarle

(ALB) и Dow (DOW).

Эмитенты отрасли представили смешанные результаты за IV квартал. Newmont Corporation (NEM), крупнейшая в мире золотодобывающая компания, отчиталась снижением выручки на 6% и EBITDA на 27%, в основном из-за снижения цен на золото при повышении производственных затрат, характерного для многих индустрий. Диверсифицированная добычная компания Glencore сумела увеличить выручку на 25%, что объясняется результатами угольного сегмента. Угольные компании поддержала высокая цена на их продукцию, и в то же время они столкнулись с проблемами в цепочках поставок и ограниченными перспективам угольной промышленности в I полугодии 2023 года. Неблагоприятная конъюнктура объясняется тем, что развитые экономики пытаются снизить зависимость от угля как источника энергии, а также существенным лагом между возобновлением после пандемии промышленной активности в Китае и развитых странах. Из-за отставания КНР угольщики накопили большие запасы своей продукции.

Глобально индекс PMI улучшается в I квартале



Источники: IHS Markit, Institute of Supply Management, National Bureau of Statistics

В связи с осложнением конъюнктуры в секторе нам пришлось понизить целевую цену на горизонте года по большинству компаний в секторе материалов в среднем на 9%. Отдельно отметим производителей стали и меди Nucor (NUE) и Freeport McMoRan (FCX), поскольку большая часть их продаж приходится на США, где мы видим ограниченный потенциал спроса на промышленные металлы во II полугодии 2023 года.

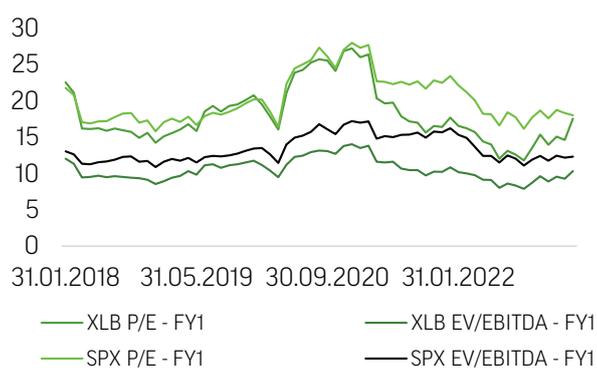
- Гайдэнс менеджмента Freeport выглядит крайне

оптимистичным, учитывая риски наступления рецессии во II полугодии 2023 года, что ограничивает потенциал роста цен на медь, которую принято считать индикатором промышленности, ведь металл сильно коррелирует с общим экономическим ростом в развитых странах.

- Макроэкономическая ситуация также давит на перспективы стали. В условиях, когда цены на сталь вернулись в диапазон \$600–800 за тонну, предшествующих росту 2022 года, акции компании все еще торгуются выше исторических максимумов, что означает некорректную оценку акций участниками рынка. При этом наиболее негативным для Nucor является сокращение показателей загрузки заводов до минимума с 2008 года на уровне 70%.

У инвестиционного сообщества заметно улучшились ожидания от сектора на ближайший год. Показатель EV/EBITDA FY1 с 8,9x на конец 2022-го вырос до 10,3x, оценка по P/E FY1 повышена с декабрьской 15x до 17,6x. По S&P 500 показатели были пересмотрены вниз. Текущий уровень рыночных мультипликаторов соответствует среднему за последние десять лет. При этом прогноз EPS на конец года предполагает значение \$4,6, что намного ниже \$5,1 в 2021-м и \$5,6 в 2022-м. Это связано с увеличением затрат и сокращением маржи производства.

Динамика мультипликаторов сектора материалов (XLB) в сравнении с S&P 500



Источник: FactSet

Мы прогнозируем разнонаправленную динамику в акциях сектора материалов, поэтому рекомендуем крайне осмотрительно подходить к выбору бумаг. Советуем сократить долю золотодобывающих компаний, а также с осторожностью покупать акции медных или железорудных производителей. С одной стороны, ценообразование базовых металлов будет поддерживаться возросшей производственной активностью в Китае,

с другой – у компаний могут быть проблемы с отгрузками в США из-за сохраняющихся признаков рецессии. Нашими фаворитами являются сервисные компании, предоставляющие технологические решения, (Corteva Agriscience (CTVA) и Lyondell Basell (LYB)), а также производители удобрений CF Industries (CF) и Mosaic (MOS). Проблемы продовольственной безопасности указывают на то, что высокие цены на зерновые культуры сохранятся в течение 2023 года. В результате ожидается высокий мировой спрос на удобрения, поскольку соотношение между запасами и потреблением находится на самом низком уровне за последние 25 лет.

Стратегический прогноз для сырьевых товаров

«Бычий»	Нейтральный	«Медвежий»
Никель	Железная руда	Золото
Алюминий	Медь	Палладий
Цинк	Уголь	
Алмазы	Серебро	
Сталь	Редкоземельные металлы	

Китай (тактический прогноз позитивный)

Снятие карантинных ограничений в декабре 2022 года и преодоление последовавшей за этим новой волны заболеваемости COVID-19 привели к ралли на китайском рынке в январе текущего года. Росту котировок в первом месяце 2023 года также способствовало потепление отношений Китая с США и существенное улучшение высокочастотных экономических данных (рост загруженности автодорог и числа потребителей в сфере общественного питания и развлечений в КНР до уровней 2019 года) по мере снижения заболеваемости. При этом позитив на рынке поддерживался и вербальными интервенциями правительства. Однако к февралю отдельные неожиданные политические события вызвали возобновление конфронтации между Пекином и Вашингтоном, а внутри самого Китая усилилось давление Коммунистической партии как на частные компании, так и на экономический блок правительства. Это повысило премию за риск и привело к коррекции основных китайских индексов. Усиление власти Си Цзиньпина и установление низкой цели по экономическому росту в 2023 году (+5% вместо ожидаемых рынком +5,5%) по итогам Всекитайского собрания народных представителей лишь усилили негативные настроения инвесто-

ров. В этой связи коррекция продолжается.

Динамика индексов S&P 500, Hang Seng и China A50 за последние полгода



Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

Текущие риски для рынков КНР

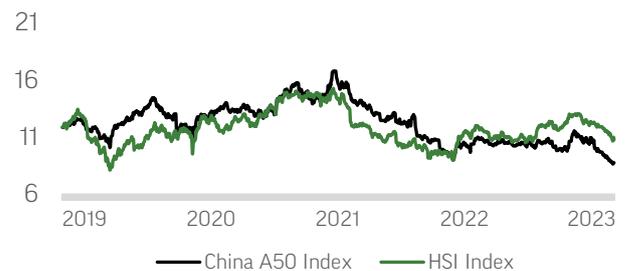
На данный момент основным среднесрочным риском китайского рынка является неопределенность китайско-американских отношений. Вероятность введения экономических санкций повышается на фоне подозрений со стороны США в политическом и экономическом шпионаже, поддержки Москвы в российско-украинском конфликте и наращивания расходов на ВПК. Основным долгосрочным риском является усиление авторитарной модели руководства Китая и дальнейшая концентрация власти в руках Си Цзиньпина. Продвигаемый им вектор развития страны с фокусом на «опору на свои силы», контроль и безопасность уже негативно сказывается на технологическом сотрудничестве с ведущими странами, а в дальнейшем может оказать негативное влияние и на тренд экономического роста. В случае если государство не прибегнет к политической децентрализации и повышению уровня экономических свобод, рост эффективности труда в Китае продолжит замедляться, из-за чего внутреннее потребление, на которое делает ставку правительство, не покрывает потери от падающего экспорта.

Ожидания на 2023 год

Наша рекомендация в базовом сценарии по китайскому рынку в 2023 году сохранена на уровне «покупать». Руководство страны обозначило в качестве приоритета экономический рост и повышение инвестиционной привлекательности Китая, поэтому усиление госрегулирования должно быть умеренным, хотя его угроза повышается

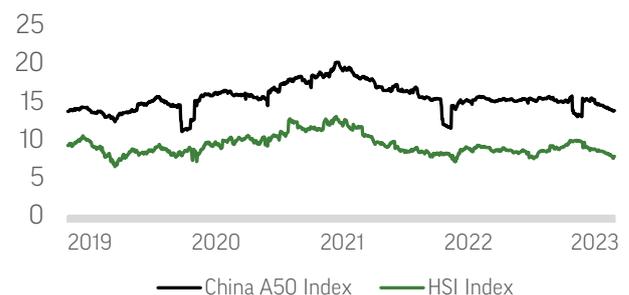
долгосрочно. Более непредсказуемым фактором является конфронтация между Китаем и США, в связи с чем мы рекомендуем обращать внимание на сектора, ориентирующиеся на внутренний рынок КНР и поддерживаемые Пекином с целью технологического противостояния с США. Это разработчик технологий искусственного интеллекта (Baidu – BIDU, 9888.HK), поставщики услуг дата-центров (Chindata Group – CD), производители полупроводников (Hua Hong Semiconductor – 1347.HK), представители солнечной энергетики (Daqo New Energy – DQ, Jinko Solar – JKS), производители электромобилей (Li Auto – LI, 2015.HK). Технологические гиганты и сектор недвижимости в КНР могут продемонстрировать высокий рост по мере восстановления локальной экономики, однако их среднесрочные риски (госрегулирование и падение цен на недвижимость) будут продолжать оказывать негативное влияние на оценки инвесторов.

P/E Ratio



Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

EV/EBIT Ratio



Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

Наибольший за последние 10 лет рост деловой активности в КНР в феврале подтверждает начало восстановления страны после эпидемии коронавируса и реализацию отложенного потребительского спроса. Однако ожидания быстрого восстановления китайской экономики уже заложены в котировки. Основным драйвером роста китайского рынка во II квартале 2023 года

должно стать повышение прибыльности местных компаний, отраженное в результатах за I квартал и прогнозах менеджмента. При этом внешне- и внутривнутриполитические вопросы будут оказывать серьезное влияние на китайский рынок на протяжении всего 2023-го. В течение полугодия P/E индекса Hang Seng может повыситься с 11,8 до 12,5-13, а EV/EBIT – с 9,2 до 9,5-10, в то время как по индексу China A50 мы рассчитываем на рост P/E с 11,8 до 12,5-13 и EV/EBIT – с 13,7 до 14,5-15.

Опционный обзор

Переход секторальных индексов из дисконта в премию за волатильность продолжается. По соотношению премии/дисконта за волатильность больше 60% секторов демонстрируют «бычьи» настроения. Наиболее значительно они выражены в финансовом секторе. Премия за волатильность в опционах call более чем втрое выше, чем в put. Активизация покупателей, видимо, объясняется тем, что рынок начал закладывать высокие процентные ставки на более продолжительное время. Соответственно, ожидается, что процентные доходы финансовых организаций увеличатся. Следующим по активности «быков» стал сектор сырья и материалов. Здесь мы видим премию по опционам call и небольшой дисконт по опционам put.

Премия/дисконт волатильности

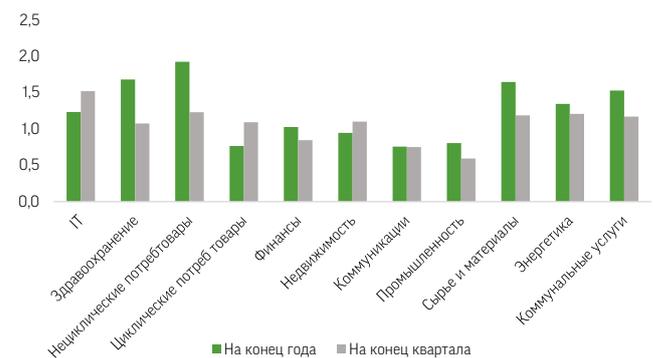


Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

В секторе коммунальных услуг мы также наблюдаем уход индикатора Put/Call ratio ниже 1 – до 0,96. Хотя стоит отметить, что соотношение премии и дисконта за волатильность не на стороне «быков», но сильного смещения в «медвежью» сторону нет. Мы считаем надежным защитным активом на II квартал сектор коммунальных услуг.

Наиболее выраженные «медвежьи» тенденции демонстрирует сектор здравоохранения. Правда, соотношение премии за волатильность смещено в сторону put-опционов незначительно. По индикатору Put/Call ratio наибольшие движения произошли в секторах нециклических потребительских товаров и коммунальных услуг: здесь сокращение составило 13% и 17% соответственно.

Put/Call Sectors



Источник: FactSet, расчеты Freedom Broker

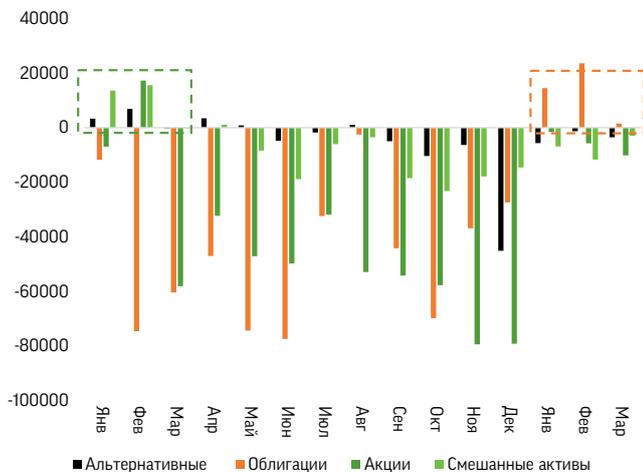
Анализ Smart money

Smart Money Q1

Впервые с конца 2020 года инвесторы начали увеличивать инвестиции в облигации с учетом того, что на конец прошлого года уровень кэша на балансах глобальных управляющих превышал 6%, по данным Bank of America. С начала 2023-го и по состоянию на 13 марта приток в облигационные фонды составил \$39,5 млрд. Облигации становятся более привлекательным инструментом инвестирования, потому что обеспечивают фиксированный доход, превышающий средние значения последних нескольких лет. Доходность по десятилетним облигациям составила 3,7%, что является самым высоким показателем более чем за десятилетие.

Однако с начала 2023 года инвесторы прекратили активные распродажи акций и заняли выжидательную позицию, притом что экономическая активность в США замедляется, а ожидания по инфляции и ключевой ставке заметно снизились с начала года. В последний раз чистый приток капитала в акции был зарегистрирован в начале 2022 года. С тех пор рост безрисковых ставок сделал облигации более привлекательной инвестиционной возможностью.

Динамика AUM глобальных управляющих активами

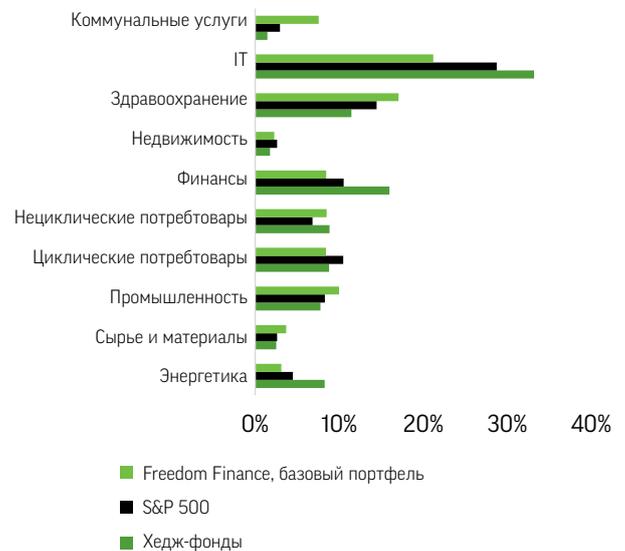


Источник: Freedom Finance analysis, Refinitiv

По последним данным, представленным в SEC, мы провели анализ инвестиционной активности крупнейших хедж-фондов со стратегией, основанной на фундаментальном анализе. Среди самых значимых изменений увеличение крупнейшими хедж-фондами доли инвестиций в сектор энергетики на 0,5%, в сектор промышленности – на 0,7% и сектор здравоохранения – на 0,4%, что было компенсировано за счет сокращения инвестиций в сектор финансов и в ИТ на 0,3% и 2,9% соответственно. Мы уже давно обратили внимание на слабость технологического сектора, в связи с чем сокращали его долю в базовом портфеле. С начала 2022 года соотношение между длинными и короткими позициями в акциях технологических компаний сократилось с 3,4х до 1,8х, а в 2023-м произошел разворот тренда. В этой связи по результатам I квартала мы ожидаем увидеть больше покупок компаний технологического сектора.



Структура портфеля по секторам



Источник: Refinitiv, S&P Global, Freedom Finance analysis

В одном из своих последних исследований Bridgewater Associates указывал на вероятный третий этап цикла ужесточения ДКП, который будет ознаменован либо экономическим спадом, либо неспособностью достичь целевого уровня инфляции. Это станет негативным фактором для большинства инвестиционных портфелей. Хедж-фонд сократил экспозицию на Китай в IV квартале, продав более 7 млн акций Alibaba (BABA) и более 8 млн акций DiDi Global (DIDIY). Фонд также полностью закрыл позиции по бумагам производителей микрочипов AMD (AMD), Micron (MU) и Nvidia (NVDA), у которых существенная доля выручки приходится на КНР. Сейчас более 27% средств фонда вложено в компании сектора нециклических потребительских товаров, и среди них основную долю занимают Procter & Gamble (PG), PepsiCo (PEP), Coca-Cola (KO), Costco (COST), Walmart (WMT). Фонд увеличил долю в секторе финансов с 21,5% до 26,6%, а самыми знаменательными покупками стали приобретение 1,94 млн акций Bank of America (BAC), 1,5 млн акций Citigroup Inc (C) и других компаний финансового сектора, включая JPMorgan (JPM) и Berkshire Hathway (BRK). Стоит обратить внимание, что банки и другие организации, чей доход зависит от процентной прибыли (например, лизинговые компании), выглядят привлекательной возможностью для инвестирования в периоды агрессивной политики центральных банков. Согласно январскому опросу портфельных управляющих от Bank of America, бан-

ковский сектор является наиболее привлекательной отраслью для инвестиций.

Berkshire Hathaway Inc (BRK) возобновила покупку акций Occidental Petroleum Corp (OXY). В начале марта Berkshire заплатила \$355 млн за 5,8 млн акций Occidental, то есть примерно \$61,2 за акцию. Теперь компания Баффета владеет примерно 22,2% этой нефтяной компании с учетом привилегированных акций на сумму \$10 млрд и варрантами на покупку обыкновенных акций на \$5 млрд. В августе Федеральная комиссия по регулированию энергетики США также дала разрешение на покупку до 50% обыкновенных акций. Среди других примечательных покупок отметим 2,42 млн акций Paramount Global и 333 тыс. акций Apple, в которой компания из Омахи уже владеет 895 млн акций. Berkshire также инвестировала \$84 млн в компанию по производству строительных материалов Louisiana-Pacific Corp (LPX). Следует отметить, что Баффет продал 86% акций TSMC, сократив свою позицию с более чем \$4 млрд до \$600 млн, а также вывел средства из бумаг двух крупных американских банков – 91% акций US Bancorp (USB) и 60% акций Bank of New York Mellon Corp (BNY).

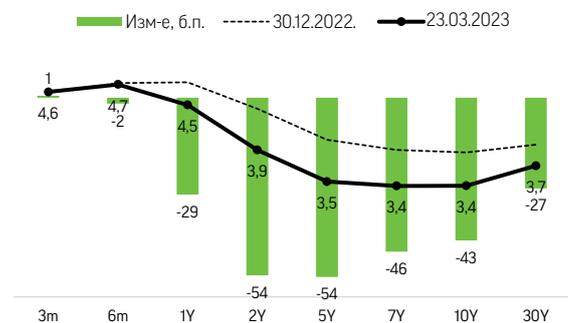
Удивительно, но в последнее время AQR Capital Management очень активно избавлялась от государственных облигаций США, ссылаясь на то, что трейдерские еще не достигли своего дна и, соответственно, должны будут принести большую доходность в будущем. Эрон Браун пишет, что доходности трейдерские могут превысить 5%, поэтому лучше выждать более подходящего момента для покупки облигаций.

Облигации

Оптимизм не подтвердился

Год начался с большого оптимизма в US Treasuries. Ряд макро данных, вышедших в начале года, убедил рынок, что надвигается рецессия и инфляционная проблема в США разрешится. В результате доходность 10-летних US Treasuries резко снизилась и на начало февраля составила 3,4%. Однако данные ожидания рынка были опровергнуты несколькими релизами сильной макро статистики в марте, существенно уменьшившей опасения по поводу резкого замедления экономики Штатов. Свою роль в этом сыграли и вербальные интервенции представителей FOMC. В результате доходность «десятилеток» подскочила к уровню 3,9%.

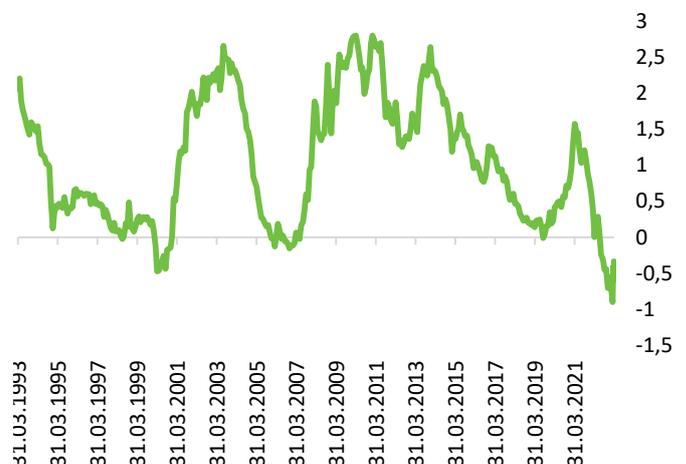
Доходности US Treasuries



Источник: Bloomberg

Инверсия кривой при этом продолжила находиться на максимальных с 1980 годов уровнях, указывая на ожидаемый рынком экономический спад. Волатильность в казначейских облигациях США держалась выше среднеисторической.

Разница в доходности 10-летних и 2-летних US Treasuries, б.п.



Данные на 23.03.2023. Источник: Bloomberg

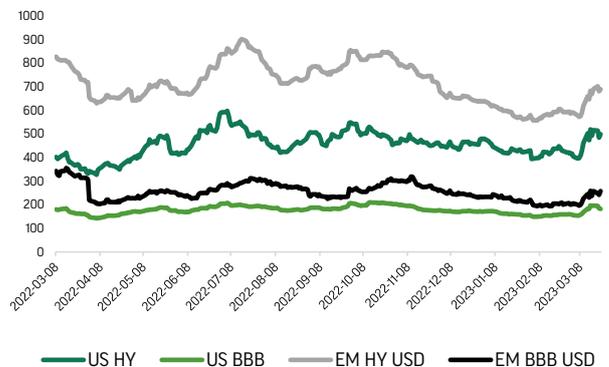
Еще одной интересной возможностью во II квартале 2023 года будет обсуждение повышения потолка госдолга США. Если соответствующих договоренностей удастся достигнуть только в последний момент, то есть в конце июня-июле, в доходностях 10-летних US Treasuries могут начать закладывать премию за риск, которая оценивается в пределах 20–80 б.п. При этом надолго премия не задерживается в цене. Реализация подобного сценария станет выгодным моментом для наращивания дюрации портфеля.

С точки зрения кредитного риска предпочтение по-прежнему отдается качеству, то есть облигациям инвестиционного уровня. Увеличение стоимости фондирования и замедление экономического роста нанесет удар в первую очередь по высокодоходным бондам. При этом рынок не очень торопится закладывать данные риски в цены. Например, спред по бондам US HY (High Yield, высокодоходные) с рейтингом CCC, то есть выпущенных компаниями на грани дефолта, на конец I квартала 2023-го остается почти на том же уровне, что и год назад, как будто за это время не произошло ухудшений в операционной среде. На конец II квартала 2022-го ставка дефолтов по US HY была на уровне 2,1%¹, а спред по индексу US HY составлял 569 б.п. На конец февраля 2023-го ставка дефолтов достигла 2,8%¹, а спред сузился до 412 б.п. Более того, ставка дефолтов прогнозируется на уровне 3,2-4,6%² на январь 2024-го. Рынок, как дисконтирующий будущее механизм, должен был бы учитывать это в ценах уже сейчас, однако этого не происходит. По нашим оценкам, вмененная ставка дефолта при текущем спреде в US HY составляет 4,1%. Такое ценообразование в US high yield учитывает риски рецессии, однако данный класс бондов по-прежнему недешевый. При текущей стадии экономического спада мы сохраняем настороженный взгляд на него. Мы ожидаем расширение спреда по индексу US HY на 70 б.п. на конец 2023 года, что при базовом сценарии в отношении безрисковых ставок транслируется в совокупную доходность в 5,3% до конца 2023 года. Это не очень привлекательно, учитывая, что казначейские билли США с погашением в конце этого года предлагают безрисковую доходность 4,6%. Даже для сценария мягкой посадки такое ценообразование в US HY выглядит слишком агрессивным, поэтому данный класс бондов наименее привлекателен. Мы ожидаем расширение спреда по индексу US HY на 130 б.п. в конце года. При базовом сценарии в отношении безрисковых ставок это транслируется в совокупную доходность в 3,4% до конца 2023-го, то есть ниже казначейских биллей США с погашением в конце этого года.



¹ прогноз Moody's; ² прогнозы Fitch и Moody's

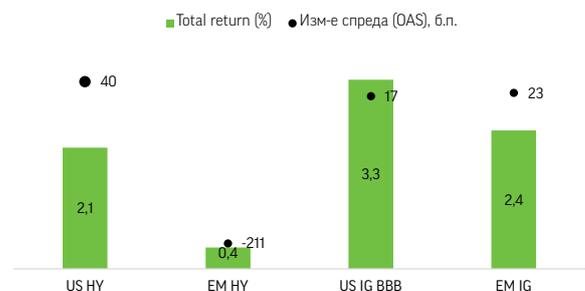
Спред по корпоративным облигациям, б.п.



Данные на 22.03.2023. Источник: ICE BofA indexes.

В корпоративных USD бондах в I квартале 2023-го наблюдался рост. Примечательно, что сильнее всего поднялся индекс американских высокодоходных бондов, проигнорировавший замедление экономики. Emerging Markets High Yield (EM HY) бонды впечатлили сужением спреда по индексу, которое составило 298 б.п. на фоне притоков, начавшихся в конце прошлого года из-за ожиданий более быстрого темпа роста экономик EM относительно развитых стран.

Изменение с начала года



Динамика индексов облигаций Bloomberg в USD. Total return включает изменение цен и накопленный купонный доход за период. OAS - option adjusted spread. Данные на 23.03.2023. Источник: Bloomberg

«КОРОТКИЕ» БОНДЫ: ГЛАВНОЕ – НЕ УПУСТИТЬ МОМЕНТ

С начала прошлого года ставка ФРС была повышена уже на 4,5%. Прямым результатом этого стал рост доходностей краткосрочных облигаций. US Treasuries с погашением в 2024-2025 годах предлагают доходность 4,6-5,1%. Низкорисковые корпоративные бонды глобальных

корпораций торгуются с доходностью 5,5–6,4%. Это дает пассивным инвесторам лучшую за 15 лет возможность зафиксировать доходности до погашения по качественным «коротким» бондам. И данная возможность скоро начнет исчезать: ожидается, что во II квартале ставка ФРС достигнет пика. Как только станет проявляться замедляющий эффект жесткой монетарной политики, рынок начнет закладывать в цены перспективы снижения ставки ФРС и таких доходностей по коротким бондам уже может не быть.

УДЛИНЕНИЕ ПОРТФЕЛЕЙ И ПРЕДПОЧТЕНИЕ КАЧЕСТВУ

Монетарная политика воздействует на экономику с лагом. Даже при сценарии постепенного снижения инфляции мы подошли ближе к периоду, когда ужесточение кредитно-денежных условий в США начнет действовать. Как мягкая, так и жесткая посадка экономики США формируют перспективы снижения доходностей по долгосрочным US Treasuries, создавая потенциал роста длинных корпоративных бондов. Целевая структура портфеля на 2023–2024 годы – «штанга», подразумевающая большие доли «коротких» и «длинных» бондов. С мая прошлого года долговые бумаги с погашением через один-три года формировали основу наших рекомендаций. Пришло время наращивать позиции в «длинных» бондах, позиционируя портфель под снижение безрисковых ставок в течение года-полутора. Очень важно проводить постепенное формирование целевой позиции в облигациях с дюрацией от семи лет и завершить его примерно к концу II квартала. Мы ожидаем стабильный спред по US IG и совокупный доход на конец 2023-го в 5,8%. Потенциал совокупного дохода от «длинных» бондов инвестиционного уровня на горизонте до конца 2024 года оцениваем в 10–16% в зависимости от спецификаций конкретного выпуска и уровня процентного риска.

ЕВРОБОНДЫ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН ИНТЕРЕСНЫ ЛИШЬ В ПЕРСПЕКТИВЕ

Мы сохраняем данную в конце прошлого года нейтральную оценку долларовых бондов emerging markets. Премия по EM IG против US IG почти отсутствует, поэтому предпочтение стоит отдать глобальным американским корпорациям, а не локальным EM, пусть даже высокого кредитного качества. EM HY чувствителен к изменению стоимости фондирования и снижению аппетита к риску. При этом ситуация с кредитной премией в EM HY

схожа с US HY: рынок просто проигнорировал ухудшение операционной среды за последний год, и спреды находятся на уровне начала второго квартала прошлого года. Высокие темпы роста, ожидаемые в среднем по развивающимся странам, несколько искажают картину из-за сильных различий между ситуациями в разных странах. Например, темпы роста Мексики прогнозируются в этом году на уровне 1,1% г/г по сравнению с 3,1% в 2022-м, а в Бразилии – на уровне 1% г/г против 2,9% в прошлом году². Это два крупных рынка для валютных корпоративных бондов, и замедление локальных экономик будет находить негативное отражение в кредитных метриках местных компаний. В то же время высокие темпы роста сохранятся в Индонезии, Индии, Казахстане, на Филиппинах. Умеренное замедление ожидается в ОАЭ и Катаре².

Увеличение позиций в EM HY бондах стоит рассматривать во II полугодии текущего года, когда на ситуации более полно скажется эффект жесткой монетарной политики ФРС и иных центробанков. В III–IV кварталах валютными стратегами прогнозируется сильное ослабление американского доллара, которое станет сильным катализатором для сужения спреда по EM HY. Мы закладываем сужение спреда по индексу EM HY на 110 б.п. до конца текущего года, что подразумевает совокупный доход в 7,9%. Индекс EM HY имеет длительную дюрацию, и положительная переоценка по индексу в этом году может быть обусловлена в основном ожиданиями снижения доходности по 10-летним казначейским облигациям США, а не компрессии спреда. Это служит еще одним аргументом, чтобы предпочесть бонды investment grade, которые изначально меньше зависят от кредитного спреда.

Некоторым исключением среди инструментов EM HY, которые выглядят привлекательными в данный момент, являются короткие бонды квазисуверенных эмитентов с погашением в 2023 году. Они фактически являются высокодоходными депозитами с премией к американским евробондам инвестиционного уровня и низкой вероятностью дефолта до погашения.



² прогнозы МВФ, январь 2023

Авторы стратегического обзора на II квартал 2023 года



Меркулов Вадим
Директор аналитического департамента



Пигарев Сергей
Старший аналитик



Степанян Михаил
Стратег



Глинянов Сергей
Аналитик



Денисламов Михаил
Старший аналитик



Лукьянчиков Роман
Аналитик



Араратян Севак
Старший аналитик



Попцова Алина
Аналитик



Зубков Илья
Старший аналитик



Примашов Дмитрий
Аналитик



Толмачев Егор
Старший аналитик



Поздняков Дмитрий
Младший аналитик



Лебедев Тимур
Старший аналитик



Кононов Виталий
Младший аналитик